

T.C.
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS BANKACILIK ANA BİLİM DALI

**PARA POLİTİKASI AKTARIM MEKANİZMASI
VE TÜRKİYE'DEKİ ETKİNLİĞİ**

Doktora Tezi

BURHAN GÖKLEMEZ

İstanbul, 2011

T.C.
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS BANKACILIK ANA BİLİM DALI

**PARA POLİTİKASI AKTARIM MEKANİZMASI
VE TÜRKİYE'DEKİ ETKİNLİĞİ**

Doktora Tezi

BURHAN GÖKLEMEZ

Danışman: Doç.Dr. HASAN EKEN

İstanbul, 2011

ÖZET

Çalışmada Türkiye ekonomisinde para politikası aktarım mekanizmasının varlığı, işleyiş düzeni ve etkinliği, öncelikle konunun teorik ve pratik bağlamda temellendirilmesi, ardından para politikası faiz oranlarının ekonomideki makro değişkenler ile etkileşiminin analiz edilmesiyle ortaya konmaktadır. Elde edilen bulgular; para politikası faiz oranının ekonomideki makro değişkenler üzerinde kısa ve orta vadede aktarım mekanizması yoluyla beklenen yönde etkili olduğunu göstermiştir. Merkez bankalarının oluşturdukları öngörülebilir, şeffaf ve güvenilir yapı geleceğe yönelik beklentilerin yönetilmesini ve piyasa bekleyişlerinin bu beklentilerle örtüştürülmesini sağlamaktadır. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde para politikası uygulayan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın politika faiz kararlarının öngörülebilirliği para politikası aktarım mekanizmasının etkinliği kapsamında analiz edilerek öngörülebilir bir yapının var olduğu ortaya konmuştur.

Anahtar kelimeler: Para Politikası, Para Politikası Aktarım Mekanizması, Öngörülebilirlik, Hata Düzeltme Modelleri, Sınırlı Bağımlı Değişken Modelleri

ABSTRACT

In the dissertation, existence, operative aspects and efficiency of monetary policy transmission mechanism in the economy of Turkey is evaluated firstly in theoretical and practical basis, then by analysing the interaction between monetary policy interest rates and macro variables in the economy. The findings showed that, monetary policy interest rate is effective on the macro variables of the economy within the expected direction in the short and medium term via transmission mechanism. A predictable, transparent and credible structure instituted by central banks ensure the management of expectations and maintain the coherence of these expectations with those of markets. In this context, the predictability of the policy rate decisions of the Central Bank of the Republic of Turkey is analysed within the framework of the efficiency of monetary policy transmission mechanism, in order to present the existence of a predictable structure.

Keywords: Monetary Policy, Monetary Policy Transmission Mechanism, Predictability, Vector Error Correction Models, Limited Dependent Variable Models

İÇİNDEKİLER

Tablo Listesi.....	viii
Grafik Listesi.....	x
Kısaltmalar Listesi.....	xiii
GİRİŞ.....	1

I. BÖLÜM PARA POLİTİKASI AKTARIM MEKANİZMASINA TEORİK YAKLAŞIMLAR

1.1. Para Politikasına Modern Yaklaşımların Teorik Altyapısı.....	3
1.1.1. Para Politikasının Amaçlarının ve Gerekliliğinin Sorgulanmaya Başlaması.....	5
1.1.2. Keynesyen – Klasik Görüş Çatışması.....	6
1.1.2.1. Keynesyen Para Politikalarının Gelişim Süreci.....	7
1.1.2.2. Monetarist Akımda Para Politikası.....	10
1.1.2.3. Yeni Klasik Görüşün Para Politikası Yaklaşımları.....	13
1.1.2.4. Yeni Keynesyen Para Politikası.....	15
1.1.2.5. Yeni Neo-Klasik Sentezin Para Politikası Önergeleri.....	17
1.1.3. Para Politikası Uygulamasında Zaman Tutarsızlığı Sorunsalı.....	20
1.2. Para Politikası Araçlarının Amaca Yönelik Tasarımı ve Kullanımı.....	24
1.2.1. Para Politikasının Amaçları.....	24
1.2.2 Para Politikasının Amaçları Arasındaki İlişkiler.....	29
1.2.3 Para Politikası Araçlarının Amaçlara Göre Tasarımı ve Evrilmesi.....	32
1.2.3.1 Para Politikasının Geleneksel Araçları ve İşleyişleri.....	32
1.2.3.2 Para Politikası Araçlarının Sistemik Risklere Yönelik Olarak Yeniden Şekillendirilmesi.....	35
1.2.3.2.1 Politika Bileşimi ve Teorik Alt Yapısı.....	36
1.2.3.3 Para Politikası Araçlarının Amaca Yönelik Kullanımı.....	37
1.3 Para Politikasının Belirlenme Süreci ve Kurumsal Yapının Oluşumu.....	38
1.4 Para Politikasının Bir Hedefleme Stratejisi Çerçevesinde Tasarımı ve İşletilmesi.....	43
1.4.1 Parasal Hedefleme Stratejisinde Para Politikasının Fonksiyonu.....	43

1.4.2 Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinde Para Politikasının Fonksiyonu	45
1.4.3 Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Para Politikasının Fonksiyonu.....	53
1.5. Para Politikası Aktarım Mekanizması	57
1.5.1 Para Politikası Aktarım Mekanizması Kavramı ve Tipolojisi	57
1.5.2 Para Politikası Aktarım Mekanizmasının İşleyişine İlişkin Teorik Yaklaşımlar...	60
1.5.3. Para Politikasının Aktarımında İşleyen Kanalların Tipolojisi	63
1.5.3.1. Faiz Oranı Kanalı ve Etkileri	63
1.5.3.2. Döviz Kuru Kanalı.....	66
1.5.3.3. Varlık Fiyatları Kanalı	69
1.5.3.4. Kredi Kanalları	70
1.5.3.5. Banka Kredi Kanalı	72
1.5.3.6. Bilanço Kanalı	74
1.5.3.7. Duyurular Kanalı	76
1.5.3.7.1. Ekonomik Görünüm Hakkındaki Duyurular	77
1.5.3.7.2. Politika Faizlerinin Gelecek Dönemlerdeki Seyrine İlişkin Duyurular	78
1.5.3.7.3. Duyurular Kanalında Para Politikası Kurullarının İşlevi	79
1.5.3.9 Para Politikası Aktarım Mekanizmasının İç Dinamikleri	82
1.6. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Çerçevesinde Para Politikası Aktarım.....	89
Mekanizmasının Etkinliği ve Beklenti Yönetimindeki Fonksiyonu	89
1.6.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikası Aktarım.....	89
Mekanizmasının Uygulamadaki Yeri.....	89
1.6.2 Belirsizlik ve Asimetrik Bilgi Ortamında Merkez Bankasının Karar Alma Süreci ve Beklenti Yönetimi.....	92
1.6.3. Rasyonel Beklentiler Paradigması ve Merkez Bankası Şeffaflığı.....	95
1.6.4. Beklenti Yönetimine Yönelik Bilgi Aktarımının Sınırları.....	98
1.7. Merkez Bankalarının Öngörülebilirliği: Piyasalar Üzerindeki Etkiler.....	99
1.8 Merkez Bankasının Şeffaflık Düzeyi ve Etkileri	102

II. TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE PARA POLİTİKASI AKTARIM MEKANİZMASININ OLUŞUM SÜRECİ

2.1 Uygulama Dönemi Öncesi Türkiye’de Para Politikalarının Gelişim Süreci	109
2.1.1. 1923 – 1929 Dönemi: Kuruluş Yılları	109
2.1.2. 1930 – 1939 Dönemi: Büyük Buhran ve Devletçilik	110
2.1.3. 1940 – 1950: Savaş ve Sonrası Dönem	111
2.1.4. 1950 – 1960: Liberalleşme Girişimleri.....	112
2.1.5.1960 – 1980: Planlı Kalkınma Dönemi	114
2.1.6.1980-1985: Liberal Politikalar ve Dışa Açılma Dönemi	121
2.1.7.1986–1994 Dönemi: Parasal Hedefleme Stratejisi Çabaları.....	126
2.1.8 1994–2001: Krizli Yıllar	141
2.1.8.1 Döviz Kuru Hedefleme Deneyimi.....	157
2.2. 2001 Krizi Sonrası Para Politikasında Radikal Dönüşüm: Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Altyapısının Oluşturulması.....	165
2.2.1 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı	166
2.2.2 TCMB Kanun Değişikliği: Para Politikasının Kurumsallaştırılmasına İlişkin Düzenlemeler	169
2.2.3. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Altyapısının Oluşturulması	176
2.2.3.1 Doğrudan Enflasyon Hedeflemesine Geçmeyi Engelleyen Faktörler	176
2.2.3.2 2002-2005 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi	177
2.3 Açık Enflasyon Hedeflemesine Geçiş	194
2.3.1 2006 Piyasa Hareketliliğindeki Para Politikası: Faiz Oranı ve Döviz Kuru Kanallarının Test Edilmesi	195
2.3.2 2008 Hedef Revizyonu	197
2.3.3 Global Finansal Kriz ve TCMB Politikaları	200
2.3.4 Çıkış Stratejisi ve Duyurular Kanalının Stratejide Etkin Kullanımı	214
2.3.5 Makro Riskleri Azaltıcı Politikalar Bağlamında Zorunlu Karşılıkların Türkiye’de Kullanımı	217

III. BÖLÜM
TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI AKTARIM MEKANİZMASI
ETKİNLİĞİNİN MODELLENMESİ

3.1. Analizlerde Kullanılan Makro Değişkenlerin Gelişimi	225
3.2. Politika Faiz Oranı ile Kredi Faizleri Arasındaki Uzun Dönemli İlişki	230
3.3. Para Politikası Aktarım Mekanizmasının Kısa Dönemde Modellenmesi	236
3.3.1. Vektör Özgecikmeli Model (VAR) Sonuçları	236
3.3.2. Hata Düzeltme Modeli (VEC) Sonuçları	244
3.3. Politika Faizlerinin Piyasa Faizlerine Yansıması : Sıralı Probit Modeli	252
3.4. Değerlendirme	260

IV. BÖLÜM
TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI KARARLARININ
ÖNGÖRÜLEBİLİRLİĞİNİN AKTARIM MEKANİZMASI ÇERÇEVESİNDE
ANALİZİ

4.1. Veriler	264
4.2. Metod	270
4.3. Para Politikası Faiz Oranlarındaki Değişimlerin Öngörülebilirliği	271
4.4. Para Politikası Faiz Oranlarındaki Artışların Öngörülebilirliği	275
4.5. Para Politikası Faiz Oranlarındaki Azalışların Öngörülebilirliği	278
4.6. Değerlendirme	281
SONUÇ	283
KAYNAKÇA	294
EKLER	341

TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1	: 1932-1940 Dönemi Ekonomik Büyüme ve Enflasyon Oranları ..	110
Tablo 2.2	: 1950-1960 Dönemi Ekonomik Göstergeler.....	113
Tablo 2.3	: 1960-1969 Dönemi Ekonomik Göstergeler	115
Tablo 2.4	: 1986-1987 Yılları Para Program Hedef ve Gerçekleşmeleri	129
Tablo 2.5	: Parasal Göstergelerdeki Gelişmeler	130
Tablo 2.6	: TCMB Bilançosunun Reel Gelişimi	133
Tablo 2.7	: TCMB'nin Ekonomi ve Mali Sistem İçindeki Payı	134
Tablo 2.8	: Parasal Program Hedef ve Gerçekleşmeleri	136
Tablo 2.9	: Bazı Bilanço Büyüklükleri ve Yüzde Değişimleri.....	138
Tablo 2.10	: 1992 Yılı Para Programı Hedef ve Gerçekleşmeleri.....	140
Tablo 2.11	: TCMB Bilançosundan Bazı Büyüklükler.....	143
Tablo 2.12	: TCMB Bilançosundan Bazı Büyüklükler.....	146
Tablo 2.13	: 1998 Yılı Para Programları Hedef ve Gerçekleşmeleri.....	152
Tablo 2.14	: 1999 Yılında TEFE ve Kur Sepetindeki Dönemsel Değişimler.....	156
Tablo 2.15	: Program Hedef ve Gerçekleşmeleri	158
Tablo 2.16	: Performans Kriterleri.....	159
Tablo 2.17	: 2000 Yılı Kur Sepeti Değişim Hedefleri.....	160
Tablo 2.18	: Dönemler İtibarıyla Enflasyon ve Büyüme	187
Tablo 3.1	: Betimleyici İstatistikler	229
Tablo 3.2	: İhtiyaç Kredisi Gecikme Uzunlukları Seçimi (SIC değerleri).....	233
Tablo 3.3	: Taşıt Kredisi Gecikme Uzunlukları Seçimi (SIC değerleri).....	233
Tablo 3.4	: Konut Kredisi Gecikme Uzunlukları Seçimi (SIC değerleri).....	233
Tablo 3.5	: Eşbütünleşme Analizi Sonuçları.....	234
Tablo 3.6	: ARDL Hata Düzeltme Modeli Sonuçları	235
Tablo 3.7	: VAR Analizi Sonuçları (İhtiyaç Kredisi).....	239
Tablo 3.8	: VAR Analizi Sonuçları (Taşıt Kredisi).....	241
Tablo 3.9	: VAR Analizi Sonuçları (Konut Kredisi).....	241
Tablo 3.10	: ADF Durağanlık Testi Sonuçları	243
Tablo 3.11	: Sıralı Probit Regresyon Sonuçları (Kategorik Değişim).....	249

Tablo 3.12	: Sıralı Probit Regresyon Sonuçları (Kategorik Nispi Değişim)	256
Tablo 4.1	: Probit Sonuçları	258
Tablo 4.2	: Tahmin Başarı Sınaması.....	271
Tablo 4.3	: Probit Sonuçları	272
Tablo 4.4	: Probit Sonuçları	273
Tablo 4.5	: Tahmin Başarı Sınaması.....	274
Tablo 4.6	: Probit Sonuçları	276
Tablo 4.7	: Probit Sonuçları	276
Tablo 4.8	: Tahmin Başarı Sınaması.....	278
Tablo 4.9	: Probit Sonuçları	279

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 2.1	: Merkez Bankası Brüt Rezerv Değişimi.....	116
Grafik 2.2	: Enflasyon Oranı (TÜFE).....	118
Grafik 2.3	: GSYİH Büyüme Oranları.....	119
Grafik 2.4	: Cari İşlemler Dengesi.....	120
Grafik 2.5	: Enflasyon Oranı (TÜFE).....	123
Grafik 2.6	: Cari İşlemler Dengesi.....	124
Grafik 2.7	: Reel Efektif Döviz Kuru.....	126
Grafik 2.8	: M2 Artış Oranı.....	128
Grafik 2.9	: GSMH Büyüme Oranları.....	132
Grafik 2.10	: Kısa Vadeli Sermaye Girişi.....	132
Grafik 2.11	: Döviz Tevdiat Hesapları / M2.....	137
Grafik 2.12	: Nominal Döviz Kuru Değişimi.....	139
Grafik 2.13	: 1994 Yılı Aylık Tüketici Fiyat ve ABD Dolar Kuru Değişimleri ...	144
Grafik 2.14	: GSMH Büyüme Hızı.....	144
Grafik 2.15	: 1995 Yılı TEFE ve ABD Dolar Kuru Değişimleri (Kümülatif)	146
Grafik 2.16	: Merkez Bankası Brüt Rezerv Değişimi.....	147
Grafik 2.17	: M2 Artış Oranı.....	148
Grafik 2.18	: Enflasyon Oranı (TÜFE).....	150
Grafik 2.19	: Temmuz 2001-Aralık 2002 Dönemi Döviz Kuru Bandı.....	161
Grafik 2.20	: GSMH Reel Büyüme Hızı.....	162
Grafik 2.21	: 2000 Yılı Yıllık Enflasyon Oranları.....	162
Grafik 2.22	: 2002-2005 Döneminde Hedefler ve Gerçekleşmeler	183
Grafik 2.23	: Düşen Enflasyon ve Yüksek Büyüme (2000-2005).....	187
Grafik 2.24	: Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Reel Faizler	189
Grafik 2.25	: Enflasyon Beklenti ve Hedeflerinin Yakınsaması (2002-2005).....	190
Grafik 2.26	: 2002-2006 Yüksek talep Şoku ve Düşen Enflasyon Ortamında İhtiyatlı Faiz İndirimleri Süreci	195
Grafik 2.27	: Enflasyon Beklentilerinin Bozulması ve Ardından Düzelmeye Süreci.....	197

Grafik 2.28	: Kredi Faiz Oranları	207
Grafik 2.29	: Mal ve Hizmet Enflasyonundaki Gelişmeler (Yıllık Yüzde Değişim)	208
Grafik 2.30	: Türkiye’de ve Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Çekirdek Enflasyon.....	209
Grafik 2.31	: TÜFE Gelişmeleri ve Beklentiler.....	212
Grafik 2.32	: TÜFE Bileşenleri	213
Grafik 2.33	: TCMB Politika Faizleri ve Piyasa Faizlerinin Seyri.....	216
Grafik 2.34	: Kredi Büyüme Oranları	221
Grafik 2.35	: Kredi ve TCMB Politika Faiz Oranları.....	221
Grafik 2.36	: TCMB Politika Faizi ve Gecelik Repo Faiz Oranları.....	222
Grafik 3.1	: Gayrisafi Yurtiçi Hasılabın Gelişimi	226
Grafik 3.2	: Döviz Kurları	227
Grafik 3.3	: Enflasyon Gelişmeleri	228
Grafik 3.4	: Faiz Oranları	229
Grafik 3.5	: Etki-Tepki Analizi.....	239
Grafik 3.6	: Etki-Tepki Analizi.....	240
Grafik 3.7	: Etki-Tepki Analizi.....	242
Grafik 3.8	: Etki-Tepki Analizi.....	244
Grafik 3.9	: Etki-Tepki Analizi.....	250
Grafik 3.10	: Etki-Tepki Analizi.....	251
Grafik 3.11	: Çalışmada Uygulanan Kategoriler	252
Grafik 3.12	: Kategorik Faiz Değişimleri ve Kategorik PP Faiz Değişimleri.....	254
Grafik 3.13	: PP Faizlerindeki Değişimin Piyasa Faiz Değişimi Üzerindeki Etkisinin Zamana Göre Gelişimi	255
Grafik 3.14	: PP Faizlerindeki Yüzde Değişimin Piyasa Faizlerinin Yüzde Değişimi Üzerindeki Etkisinin Zamana Göre Gelişimi	257
Grafik 4.1	: Aylara Göre Alınan Görüş Sayısı	259
Grafik 4.2	: Gerçek PPK Faiz Değişimleri ile Uzman Tahminleri.....	265
Grafik 4.3	: Uzman Görüşlerindeki Ortalama Tahmin Hataları.....	266
Grafik 4.4	: Ortalama Tahmin Hataları Frekansı.....	266
Grafik 4.5	: Değişim Beklentileri ve Politika Faiz Oranları	267

Grafik 4.6	: Artış Beklentileri ve Politika Faiz Oranları.....	268
Grafik 4.7	: Azalış Beklentileri ve Politika Faiz Oranları.....	269
Grafik 4.8	: Bağımsız Değişken Katsayısının Gelişimi	274
Grafik 4.9	: Bağımsız Değişken Katsayısının Gelişimi (DEGISIRORAN)....	277
Grafik 4.10	: Bağımsız Değişken Katsayısının Gelişimi (AZALIRORAN).....	281

KISALTMA LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Augmented Dickey-Fuller
AMB	Avrupa Merkez Bankası
APİ	Açık Piyasa İşlemleri
ARDL	Auto Regressive Distributed Lag
ARMA	Autoregressive Moving Average Model
BIS	Bank of International Settlements
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DİE	Devlet İstatistik Enstitüsü
ECM	Error Correction Model
EKK	En Küçük Kareler Yöntemi
ERM	European Exchange Rate Mechanism
FED	Federal Reserve
FOMC	Federal Open Market Committee
GEGP	Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GSMH	Gayri Safi Milli hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
HDTM	Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı
HICP	Harmonized Index of Consumer Prices
IMF	International Monetary Fund
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
NİV	Net İç Varlıklar
NDV	Net Dış Varlıklar
NUR	Net Uluslararası Rezervler
ÖKTG	Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri
PPF	Para Politikası Faiz Oranları
PPK	Para Politikası Kurulu

<i>SBC</i>	Schwarz-Bayesian Criterion
<i>SC</i>	Schwarz Criterion
<i>SIC</i>	Schwarz Information Criterion
<i>SPK</i>	Sermaye Piyasası Kurulu
<i>TCMB</i>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<i>TEFE</i>	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
<i>TİY</i>	Toplam İç Yükümlülükler
<i>TL</i>	Türk Lirası
<i>TMSF</i>	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
<i>TÜFE</i>	Tüketici Fiyatları Endeksi
<i>TÜİK</i>	Türkiye İstatistik Kurumu
<i>UECM</i>	Unrestricted Error Correction Model
<i>VAR</i>	Vector Auto Regression
<i>VEC</i>	Vector Error Correction Model
<i>YTL</i>	Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

Merkez bankaları tarafından uygulanan para politikasını genel olarak; paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hanehalklarının bekleyişlerini etkileyerek genel ekonomi politikası amaçlarına ulaşmaya yönelik stratejiler bütünü olarak tanımlamak mümkündür. Para politikasıyla ulaşılmaya çalışılan belli başlı amaçlar; fiyat istikrarı, tam istihdam, ekonomik büyüme, faiz oranlarında istikrar, finansal piyasalarda istikrar ve döviz piyasalarında istikrar olarak sıralanabilir. Günümüzde bu amaçlar içinde özellikle fiyat istikrarı ön plana çıkmaktadır. Merkez bankaları bu amaçlara ulaşmak için birtakım araçları kullanarak reel ekonomik gelişmeleri etkilemeye çalışırlar. Bu etkileşimin hangi kanallar vasıtasıyla ve nasıl gerçekleştiğini gösteren mekanizmaya da para politikası aktarım mekanizması adı verilmektedir.

Bu çalışmada Türkiye’de 2001 krizi sonrası dönem için para politikası aktarım mekanizmasının etkinliği araştırılmıştır. Çalışmada 2001 krizi sonrası döneme odaklanılmasının nedeni, bu dönemde para politikası uygulamasında önemli bir dönüşümün yaşanmış olmasıdır. 2001 krizi öncesinde para politikası daha çok maliye politikasına bağımlı iken, kriz sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) yasal bağımsızlığı güçlendirilerek etkin bir para politikasının önü açılmıştır. 2001 krizi sonrasında uygulanan politikalar neticesinde enflasyon 30 yılı aşkın bir süreden sonra tek haneye düşürülmüştür.

Bu çerçevede birinci bölümde önce para politikasına teorik açıdan yaklaşımlar ışığında amaç-araç bağlantıları ortaya konarak hedefleme stratejileri ele alınmaktadır. Bölümde ikinci olarak para politikası aktarım mekanizması detaylı bir şekilde incelenmekte, temel kavramlarla birlikte mekanizmadaki kanalların özellikle enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde çalışma ve etkileşim durumlarına ilişkin teorik bağlamda ortaya çıkan son gelişmeler ve yenilikler analiz edilmektedir. Burada enflasyon hedeflemesine vurgu yapılmasındaki amaç, ilerleyen bölümlerde ele alınacak olan Türkiye’deki para politikası aktarım mekanizmasının etkinliğine ilişkin saptamaların teorik temelini oluşturmaktır.

Halihazırda enflasyon hedeflemesi uygulayan Türkiye’de, Cumhuriyet’in kuruluşundan 2001 yılına kadar geçen sürede uygulanan para politikaları ve 2001 Krizi sonrasında TCMB’nin araç bağımsızlığı kazanmasının ardından yeniden şekillendirilen para politikası stratejisinde alınan yol ikinci bölümün konularını oluşturmaktadır. Bu bölümde tarihsel süreç içerisinde Türkiye’de para politikası aktarım mekanizması kanallarının oluşumu ve özellikle son dönemdeki işleyişi güncel gelişmeler ve veriler doğrultusunda irdelenerek ortaya konmaktadır.

Üçüncü bölümde Türkiye ekonomisinde para politikası aktarım mekanizmasının varlığı ve işleyiş düzeni, para politikası faiz oranlarının ekonomideki makro değişkenler ile etkileşimi analiz edilerek araştırılmaktadır. Bu doğrultuda öncelikle, uygulanan ekonometrik analizlerde kullanılan makro değişkenlerin 2002 senesinden sonra uygulanmaya başlayan örtük enflasyon hedeflemesi ve daha sonra uygulamaya konulan açık enflasyon hedeflemesi dönemlerindeki genel gelişimi hakkında grafiksel ve istatistiksel bilgiler sunulmaktadır.

Uyguladığı para politikası ve aldığı kararlar öngörülebilir olan merkez bankalarının güvenilirliğinin artacağından hareketle, geleceğe yönelik beklentileri yönetmesi bağlamında merkez bankalarının kurduğu şeffaf ve güvenilir yapı beklentilerin geçmişe endekslenmesi ile oluşan enflasyonist ataleti kırmakta, geleceğe yönelik beklentilerin ortaya koyulması ve piyasa beklentilerinin bu beklentilerle örtüştürülmesini sağlamaktadır. Bu amaçla, takip eden dördüncü bölümde enflasyon hedeflemesi çerçevesinde para politikası uygulayan TCMB’nin kararlarının öngörülebilirliği para politikası aktarım mekanizması kapsamında analiz edilerek söz konusu öngörülebilir yapının etkin bir aktarım mekanizması için önemine vurgu yapılmaktadır.

I. BÖLÜM

PARA POLİTİKASI AKTARIM MEKANİZMASINA TEORİK YAKLAŞIMLAR

Para politikası maliye politikası ile birlikte ekonomi politikasının iki ana dalından biridir. Ekonomi politikası, devletin birtakım araçları kullanarak (ekonomik değişkenlerin belli değerler almasını sağlamak şeklindeki) belli amaçları gerçekleştirmeye yönelik çabalarıdır. Ekonomi politikalarıyla ulaşılmaya çalışılan belli başlı amaçlar; istikrarlı ve hızlı bir ekonomik büyümeyi elde etmek, kaynakların tam olarak kullanımını gerçekleştirmek, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek, dengeli bir ödemeler bilançosuna sahip olmak, gelir ve servet dağılımında adaleti temin etmek, bölgeler arası kalkınmışlık farklarını gidermek şeklinde sıralanabilir. Bu amaçlara ulaşmak için uygulanan politikalar kullandıkları araçlar dikkate alınarak genelde para ve maliye politikaları olarak iki gruba ayrılmaktadır. Maliye politikası, bir ekonomide temel makro ekonomik amaçlara ulaşmak için kamu harcamaları ve gelirlerinin büyüklük ve bileşiminde yapılması gereken düzenlemeler şeklinde tanımlanmaktadır. Para politikası da, paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hanehalklarının bekleyişlerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik oluşturulan stratejiler bütünü olarak tanımlanabilir. Bu bağlamda para politikasının ana amacının da maliye politikası gibi makro ekonomik değişkenleri olumlu yönde etkilemek olduğu aşikardır¹.

1.1. Para Politikasına Modern Yaklaşımların Teorik Altyapısı

Para politikası genel iktisadi faaliyetin yönünü ve gelişimini belirleyen temel bir iktisat politikası aracıdır. Genel iktisadi faaliyet sadece toplam üretim ve istihdam düzeyindeki gelişmeleri değil fiyatlar genel düzeyindeki hareketleri de içermektedir. 1970'li yıllardan itibaren ekonomik faaliyetin yönlendirilmesi açısından para politikasının maliye politikasına nazaran daha fazla önem kazandığı ve bu önemin fiyat istikrarını sağlama amacının öncelik kazanmasıyla daha da arttığı gözlenmektedir. Para politikasına verilen önemdeki görece artışta,

¹ Christopher Allsopp, David Vines, *The Assessment: Macroeconomic Policy After EMU*, Oxford Review Of Economic Policy, Vol. 16, No. 4: 1998, s.8

literatürde oluşan teorik-ampirik birikimin yanı sıra özellikle 1990'lı yıllardan itibaren finansal piyasaların küreselleşmesine bağlı olarak para politikasının finansal piyasalar ile olan etkileşiminin yoğunlaşması rol oynamıştır. Bu bağlamda para politikasının amaçları arasında; dış ticareti dengelemek, finansal piyasalarda istikrar sağlamak ve yatırımların artmasını temin edecek ortamı yaratarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmak da sayılmaya başlanmıştır².

Para otoriteleri ekonominin yapısı ve maruz kalacağı şoklarla ilgili belirsizlik karşısında para politikasının reel iktisadi faaliyet üzerindeki etkisi ve optimal para politikasının ne olacağı konusunda anlaşamamaktadırlar. Burada temel etken, merkez bankalarının para politikasının nihai amaç değişkenlerini doğrudan kontrol edememesi ve politika eylemlerinin reel iktisadi faaliyet üzerindeki etkisini belirleyememeleridir. Bugün alınan bir politika kararı bu değişkenleri belirli bir gecikmeden sonra etkilemektedir. Para politikasının etkisini gecikmeli olarak göstermesi ve çok sayıda değişken için istatistiki verilerin yine gecikerek yayınlanması politika uygulamasını güçleştirmektedir. Bu sebeple para politikası araçlarını kullanarak iktisadi faaliyete yön veren merkez bankaları için takip edilecek nihai amaçların belirlenmesi ve para politikası uygulama sürecine ilişkin çerçevenin oluşturulması gerekmektedir.

Para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak fiyat istikrarının ağırlık kazanması, bu amaca uygun bir biçimde para politikasının dizayn edilmesi ve yürütülmesini gerektirmektedir. Özellikle 1990'lı yıllarda geliştirilen para politikası literatürü, bir yandan fiyat istikrarı amacına uygun para politikasının analizini ortaya koyarken diğer yandan hem literatürdeki gelişmeleri içeren hem de enflasyon hedeflemesi stratejisinin ele alınabilmesine olanak sağlayan bir çerçeve sunmaktadır.

² Benjamin M. Friedman, *Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 8057, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA: October 2000, s.1

1.1.1. Para Politikasının Amaçlarının ve Gerekliğinin Sorgulanmaya Başlaması

Para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak fiyat istikrarının ön plana çıkması, literatürde geliştirilen teorik yaklaşımlar ile uygulamada elde edilen deneyimlerin bir ürünü olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sebeple, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik hedefleme stratejilerinin genel çerçevesinin anlaşılması ve enflasyon hedeflemesinin ele alınmasına temel oluşturabilmek amacıyla, para politikasının günümüzde ulaştığı düzeyin son otuz yılda meydana gelen gelişmeleri içerecek şekilde ortaya konarak analiz edilmesi ve para politikası uygulama sürecinin özelliklerinin ele alınması gerekmektedir.

Bir ekonomide makro ekonomik istikrarın varlığı nominal ve reel değişkenlerin istikrarına bağlı olarak oluşmaktadır. Modern para politikası analizi çerçevesinde ekonominin reel ve nominal değişkenleri arasındaki ilişki, rasyonel beklentileri ve ekonomide ücret-fiyat katılıklarını bir araya getirmek suretiyle ele alınmaktadır. Klasik İktisat çizgisi (Monetarizm ve Yeni Klasik Görüş dahil) nominal olarak başta fiyat olmak üzere para arzı, döviz kuru ve ücret gibi değişkenlerin istikrarı ile ilgilenirken, Keynesyen İktisat çizgisi daha çok üretim, yatırım, tüketim gibi reel değişkenlerin istikrarı ile ilgilenmektedir. Para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin belirli bir gecikme ile ortaya çıkması ve ekonomide ücret-fiyat katılıklarının varlığı nominal istikrar sağlansa bile reel istikrarın sağlanamaması ile sonuçlanmaktadır. Bu durum da bazen iktisatçılar arasında para politikasının gücü hakkında tartışmalara yol açmış, özellikle işsizlik ve yüksek enflasyon gibi geniş çaplı problemlerde para politikasının yetersiz kaldığı da ileri sürülmüştür³.

Burada önemli olan, para politikasının ekonomi üzerindeki etkileri söz konusu olduğunda kısa ve uzun dönem ayırımının yapılması gerekliliğidir. Para politikasının nominal ve reel değişkenler üzerindeki etkisi zaman ufkuyla bağlı olarak farklılık göstermektedir. Para politikasının kısa ve uzun dönemli etkileri arasındaki farklılıklar fiyat istikrarını sağlamaya yönelik optimal politikaların oluşturulması ve yürütülmesinin yanı sıra seçilen hedefleme stratejisinin başarısında belirleyici rol oynamaktadır. Bu sebeple ekonominin yapısı

³ Philip Arestis, Malcolm Sawyer, "New Consensus," *New Keynesianism, and the Economics of the "Third Way"*, Levy Economics Institute of Bard College, New York Working Paper No. 364, s. 8

ve maruz kalacağı şoklarla ilgili belirsizlik karşısında politika yapıcılar, para politikasının reel iktisadi faaliyet üzerindeki etkisi ve optimal para politikasının ne olacağı konusunda anlaşamamaktadırlar.

1.1.2. Keynesyen – Klasik Görüş Çatışması

Keynesyen ve Monetarist iktisatçılar arasında para politikasının yürütülme biçimine yönelik olarak yapılan ilk tartışmaların ağırlık noktasını para otoritesinin ekonomi ile ilgili bilgilenme düzeyi ve ekonomiye müdahale kapasitesi oluşturmaktadır. Para politikasının önceden belirlenmiş kurallara göre yürütülmesi gerektiğini savunan iktisatçılar, para otoritesinin ekonominin karmaşık yapısına ilişkin eksik bilginin ve politikacılar üzerine çıkar grupları tarafından yapılacak olası baskıların doğuracağı olumsuz sonuçların üzerinde durmaktadırlar. Ancak, basiretli bir para otoritesi serbestçe belirlediği optimal politikaların oluşum sürecinde ekonominin işleyişiyle ilgili eksik bilgi sorununu hesaba katabilir. Basiretli bir politika yapıcının herhangi bir kuralla ellerini bağlamanın gereği yoktur.⁴

Keynesyen iktisatçılar ani şoklar ve dalgalanmalar karşısında önceden belirlenen kurallar ile optimal çözüm üretilmeyeceğini, ekonomi ile ilgili yeterli bilgiye sahip olan politika yapıcıların daha istikrarlı çözümler üretebileceklerini savunmuşlardır.

Politika yapıcıların önceliğinin ekonominin durumuna göre optimal para politikası hedef ve faaliyetinin belirlenmesi olduğunu savunan James Tobin, böylece sosyal refahın artacağını, kurala bağlı uygulamaların ekonomik yapıyla uyumlu çalışmayacağını ifade etmiştir.⁵

Bunun tersi görüşe sahip Monetaristler ise ekonomiye ilişkin eksik bilgi nedeniyle kuralı belirlenmemiş politikaların sosyal refahı düşürebileceğini savunarak önceden belirlenmiş kurala dayalı para politikası yürütülmesinin politika yapıcıların ani şoklar karşısında beklenmedik reaksiyon göstermesinin de önüne geçeceğini ileri sürmüşlerdir.

⁴ Robert Barro, *Recent Developments in the Theory of Rules Versus Discretion*, The Economic Journal, vol 96, Supplement: Conference Papers, 1986, s.1

⁵ JamesTobin, *Monetary Policy: Recent Theory and Practice*, Paper provided by Cowles Foundation, Yale University in its series [Cowles Foundation Discussion Papers](http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d11b/d1187.pdf) no.1187, <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d11b/d1187.pdf>, 1998, s.3

Monetarist akımın kurucusu olarak kabul edilen Milton Friedman da kuralları belirlenmiş para politikasının istikrar açısından avantajlarını sıralayarak bunların en önemlilerinin; politik baskılardan kaçınma ve kamuoyu açısından politikaların belirlilik arz etmesi olduğunu belirtmiştir.⁶

Keynesyen ve Monetarist iktisatçıların para politikası önerileri, ekonominin işleyişi ve sorunların çözümündeki önceliklerinin bilinmesi açısından da önem taşımaktadır. Monetaristlerin devlet müdahalelerinin ekonomide istikrarı bozucu etkiler yaratacağından bahsetmelerine karşılık⁷ Keynesyenler; uygulanacak aktivist para ve maliye politikaları ile konjonktürel dalgalanmaları azaltmanın ve ekonomiyi uzun süreli büyüme trendinde tutmanın mümkün olabileceğini düşünmektedirler.

1.1.2.1. Keynesyen Para Politikalarının Gelişim Süreci

Parasal bir ekonominin bütüncül davranışının teorisini oluşturan Keynes, iktisadi analizinin neredeyse tümünü para kavramı üzerine kurmuştur.⁸ Keynes para kavramını bu kadar öne çıkararak esasen ortodoks iktisat teorisinin en zayıf olduğu konuyu tespit etmekle kalmamış, aynı zamanda eleştirerek tartışmaya da açmıştır. Keynes'in parayı ekonomik şemaya yerleştirmesi faiz aracılığıyla olmaktadır. Keynes faiz oranını kişilerin likiditeden vazgeçmelerinin ödülü olarak tanımlamıştır. Ona göre, likidite tercihinde nasıl ki sermayenin marjinal etkinliği kollektif duygudan meydana gelen piyasa değerlendirmesiyle belirleniyorsa, faiz oranının geleceği hakkında da kamuoyunca biçimlenen tahminler belirleyici rol oynar.

Özetle Keynes, paraya geleneksel anlayıştan farklı bir anlam yüklemiştir. Parayı aktif bir öge kabul ederek istihdam ve üretim üzerinde nötr olmayan etkiler doğurduğunu ileri sürmüştür.⁹

⁶ Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy", The American Economic Review, vol.58, No.1, March 1968, s.11

⁷ K. Alec Chrystal and S. Price, *Controversies in Macroeconomics*, Third Edition, Great Britain: Prentice Hall, 1994, s.160

⁸ Paul Davidson "Is Probability Theory Relevant For Uncertainty: A Post- Keynesian Perspective", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, No. 1. Winter 1991, s. 137

⁹ M. Tekeoğlu. *İktisadi Düşünceler Tarihi*, Adana, Çukurova Üniversitesi Basımevi, 1993 s.203

Keynesyen görüşte, para arzı artışının gelir üzerindeki etkisi ekonominin içinde bulunduğu duruma göre reel ya da nominal artış şeklinde olabilir. Eğer ekonomi tam istihdam düzeyinde ise gelirdeki yükselme nominal olacaktır. Mal ve hizmet üretiminde artış olmayacak sadece fiyatlar yükselecektir. Eğer ekonomi eksik istihdam durumunda ise gelirdeki yükselme reel ya da kısmen reel kısmen de nominal bir artış şeklinde olabilir. Yani mal ve hizmet üretimiyle birlikte genel fiyat seviyesi de yükselebilir.¹⁰

Ortodoks Keynesyen makro iktisat teorisinin temel varsayımları şu şekilde özetlenebilir.¹¹

- Ekonomi doğası gereği istikrarsızdır ve denge bozucu şokların etkisi altındadır.
- Ekonominin bir şok ile dengesi bozulduğunda politika yapıcının müdahale etmemesi durumunda tekrar denge seviyesine dönmesi uzun zaman alır.
- Toplam üretim ve istihdam seviyesi kısa dönemde toplam talep tarafından belirlenir.
- Ekonominin eksik istihdam dengesinde bulunması halinde parasal değişkenler reel değişkenleri etkileyebilir.

1960'lı yıllarda politika yapıcılar kamuoyunun da desteğiyle Keynesyen para politikası uygulamalarıyla ekonomide istikrarı yakalamaya çaba sarf etmişlerdir. Eksik istihdam durumunda işsizliği düşürmeye yönelik genişlemeci aktif politikalar uygulamışlardır. Aktif para politikası uygulayıcılarının görüşleri iki temel prensip üzerine kuruludur.¹²

Bunlardan birincisi para ve maliye politikalarını kullanarak ekonomideki şokları giderici gelişmiş makro ekonomik modellerin varlığıdır. Diğeri ise Phillips Eğrisi ile izah edilen uzun dönemdeki değiş tokuş ilişkisidir. IS-LM analizinin ekonominin reel ve parasal yönünü aynı anda ele alıp para ve maliye politikalarının etkinliği konusunda açıklama getirmesine rağmen, ücret ve fiyat davranışları ile ilgili açıklamasının yeterli görülmemesi Samuelson-Solow'un (1960)¹³ çalışmaları sonucu kurdukları model ile

¹⁰ Avni Zarakolu "Bankacılar için Para ve Kredi Bilgisi", İstanbul, *Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü (T.İş Bankası A.Ş. Vakfı)*, 1993, s..24

¹¹ E. Bocutoğlu "Makro İktisada Giriş", Rize, *Dilara Yayınevi*, 2003

¹² Michael Woodford. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, 2003

¹³ P. A. Samuelson and R. M. Solow, "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy", *The American Economic Review*, vol.50, No.2, May 1960, s.177-194

açıklanır hale getirilmiş olan enflasyonun analizine imkan vermiştir.¹⁴ Geleneksel Phillips eğrisinde ücret-işsizlik ilişkisi, enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasındaki ters yönlü ilişkiyi açıklayacak biçimde kurulmuştur.

Para politikasının uygulanmasına ilişkin tartışmalar sürerken 1970'lerde arz şokları ile başlayan küresel enflasyon gelişmeleri, esnek ve konjonktüre göre politika kararları alınmasının basiretli ve tam bilgiye sahip politika yapıcılarla dahi olumsuz sonuçlar yaratabileceğini öne süren ve kuralcı politikaları savunan yaklaşımların öne çıkmaya başlamasına neden olmuştur.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyon sorunu ile birlikte yaşanan işsizlik problemlerinin stagflasyon halini alması, ekonomik istikrarın sağlanmasında toplam talep yönetimi politikalarına ağırlık veren arz şoklarının Keynesyen iktisatçıların analiz araçları ile izah edilememesi, ekonomik istikrarın sağlanmasında geleneksel makro ekonomik teorinin yerine yeni makro ekonomik yaklaşım arayışlarına neden olmuştur. Böylece 1970 öncesi geniş biçimde uygulama alanı bulunan, eksik istihdam koşullarında genişlemeci para politikalarına başvurulmasını öneren aktivist Keynesyen politikalar popülerliğini yitirmeye başlamıştır.

Keynesyen para politikalarına karşı Klasik iktisatçıların (Monetarist ve Yeni Klasik Görüş) öne sürdüğü üç temel argüman bulunmaktadır. Monetarist iktisatçıların gündeme getirdiği; para politikalarının ekonomiyi etkilemesinin belirli bir gecikme ile değişkenlik göstererek mümkün olduğu ilk tartışma konusunu oluşturmaktadır. Diğer bir tartışma; Monetarist ve Yeni Klasik iktisatçıların ortaya attığı işsizlik ile enflasyon arasında değiş tokuşun uzun dönem için geçerli olmadığına ilişkindir. Yeni Klasik iktisatçılar tarafından dile getirilen üçüncü tartışma, zaman tutarsızlığı probleminin varlığı üzerine yoğunlaşmaktadır.

¹⁴ David Romer, "Keynesian Macroeconomics Without LM Curve", Journal of Economic Perspectives, vol.14, No.2, Spring 2000, s.1

Para politikası uygulamalarına ilişkin tartışmaların ikinci aşaması para politikalarının oluşturulmasında Monetarist – Yeni Klasik Görüş çizgisinin Keynesyen politikalara yönelik güçlü eleştirileri üzerine yoğunlaşmıştır.

1.1.2.2. Monetarist Akımda Para Politikası

Keynesyen akımın klasik geleneğe karşı gelişen bir yaklaşım olmasına karşılık Monetarist akım da Keynesyen görüşe karşı gelişen bir düşünce olarak doğmuştur.¹⁵

Monetarizm ilk olarak Karl Brunner'in¹⁶ gelir, fiyat ve faiz oranları gibi iktisadi değişkenlerle para arasındaki ilişkileri inceleyerek Keynesyen teoriye ilk eleştirileri yapması ile ortaya çıkmıştır.¹⁷

Friedman ve Schwartz'ın yaptıkları çalışma¹⁸ Monetarist akımın temel metinlerinden biri olarak görülmektedir. Bu çalışmada; para arzı, onu belirleyen güçlerle ilgili veriler yüz yıla yakın bir dönemi kapsayan süreç içinde analiz edilerek, modern bir miktar teorisi yaklaşımının makro ekonomik olayları açıklayabileceği kanıtlanmaya çalışılmıştır. Paranın kısa dönemde yanlı olduğu, uzun dönemde ise yansız olduğu önermesi ileri sürülmüştür. Yapılan parasal düzenlemelerin kısa dönemde etkileri olmasına rağmen uzun dönemdeki etkilerinin ortadan kalkacağı ve ekonominin tekrar doğal seviyesine geri döneceği ifade edilmektedir. Diğer bir deyişle, ekonominin reel tarafı para politikalarından etkilenmemektedir.

Aralarında küçük farklılıklar olmakla birlikte, bütün Monetaristler önermelerinde enflasyonu ve deflasyonu açıklamak için paranın miktar teorisini ölçü almaktadırlar.¹⁹

¹⁵ Monetarizm Terimi Karl Brunner'in "Paranın Rolü ve Para Politikası (1968)" isimli makalesinde kullanılmış ve genel kabul görmüştür J. R. Presley, "Modern Monetarist Ideas: A British Connection?", in R.D.C. Black(ed.), *Ideas in Economics*, Ottawa, Barnes and Nobel Books. 1986, s.192

¹⁶ Karl Brunner and Allan Meltzer: *Friedman's Monetary Theory*, The Journal of Political Economy, Vol. 80, No. 5 (Sep. - Oct., 1972), s. 837-851

¹⁷ M.D. Bordo and A.J.Schwartz. "IS-LM and Monetarism", *NBER Working Paper Series*, <http://www.nber.org/papers/w9713> , 2003.s.1

¹⁸ Milton Friedman and A.J. Schwartz. (1982). "Monetary Trends in the United sates and the United Kingdom", Chicago and London, *The University of Chicago Press*

¹⁹ Bordo ve Schwartz,"IS-LM..." s.1

Buna göre, Monetarist iktisatçılar stagflasyonun nedenini para arzının olması gerekenden fazla miktarda artırılmasına bağlamaktadırlar ve stagflasyon sorununun çözümünde para arzı artışında dikkatli olunmasını önermektedirler.²⁰ Para arzının temel belirleyici etmen olarak görüldüğü bu akımda Friedman daha kuralcı bir tutum sergilemektedir.

Monetaristlere göre para arzının üretimden daha fazla büyümesi enflasyonun en önemli nedenidir. Para miktarındaki değişimler paranın istikrarsızlığına yol açar. Para değerinde değişmelere yol açan oynamalar hiç arzulanmayan ve birçok sakıncası bulunan gelişmelerdir. Örneğin; böyle bir durumda borç ve alacak stoklarının değerlerinde değişimler meydana gelir. Enflasyon dönemlerinde borçlananlar, borçlarını düşük değerden ödeyecekleri için avantajlı duruma geçerler.²¹

Para politikasının ekonomiye etkileri iki temel boyutu ile ölçülmektedir. Bunların ilki para politikasının etkisinin büyüklüğünün ölçülmesi, diğeri ise etkinin oluşmasındaki gecikme süresinin ölçülmesidir. Politika yapıcıların para politikasının dozunu doğru biçimde belirlemeleri için etkilerinin şiddeti ve büyüklüğünü bilmeleri, etkilerini ne kadar süre sonra göstereceğini kestirebilmeleri de politikanın uygulama zamanının saptanması açısından büyük önem taşımaktadır. Burada asıl sorun büyüklük ve zamanlama boyutlarının aktif para politikasının doğru zaman ve güçte etkide bulunmasını sağlayacak güvenilirliğe ve anlaşılabilir özelliğe mi sahip olduğu ya da söz konusu politikanın etkilerinin istenilen seviyenin üzerinde veya daha zayıf, zaman boyutuyla da istenenden daha erken veya geç meydana gelmesine neden olacak biçimde tahmin edilemez mi olduğu problemidir.²²

M. Friedman'a göre, ekonomide istikrarsızlık yaratan faktörler ortaya çıktığında etkilerinin neler olacağı ve bu etkilere karşı izlenecek politika konusunda yeterli bilgilenme mevcut değildir. Bu nedenle Friedman para politikasının etkilerinin

²⁰ Presley, 1986. s.193

²¹ M. Paya (1994). "Para Teorisi ve Para Politikası", İstanbul, *Filiz Kitabevi*. s.31

²² Erinç Telatar (2002). "Fiyat İstikrarı: Ne? Nasıl? Kimin İçin?", Ankara : *İmaj Yayıncılık*, s. 112

büyüklüğü ve zamanı ile ilgili uzun süreli ve değişken nitelikteki gecikmelerin var olduğunu ifade ederek aktif para politikalarına itiraz etmektedir.²³

Para politikası etkilerinin gecikmeleri üç kademedele alınabilir²⁴. Para politikası değişikliğine gidilmesi gereken zaman ile bu gereksinimin fark edildiği süre arasındaki ilk gecikme (teşhis gecikmesi), daha sonra politika değişikliği gereksiniminin bilinmesi ile politikanın uygulanmaya başladığı zaman arasında geçen süredeki gecikme (eylem gecikmesi), son evre ise politikada değişiklik yapılarak uygulamaya geçildiği süre ile politikanın etkilerinin görülmeye başladığı süre arasında meydana gelen gecikmedir (etki gecikmesi). Bunlardan ilk iki gecikme iç gecikme olarak isimlendirilirken, politikanın uygulanmaya başlaması ile etkilerinin görülmeye başladığı süre arasındaki gecikmeye de dış gecikme adı verilir²⁵.

Para politikası uygulamalarının gecikme boyutu ve değişkenliği aktif politikaların yetersizliği hususunda politik tartışmalara yol açmaktadır. Gerek siyasetçiler gerekse de kamuoyu para politikası uygulamalarını değerlendirmede uzak görüşlü değildirlir.²⁶ Kısa döneme odaklandıkları için çabuk sonuç almak üzere politika yapıcılarını genişletici para politikasını uygulayarak işsizliği azaltmaya çalışabilirler. Söz konusu politika istenen etkiyi doğurmadan önce ekonomi otomatik düzenleyiciler ile tam istihdama varmış bulunabilir. Aktif para politikası böyle bir durumda sadece enflasyona yol açacak şekilde ekonominin ısınmasına neden olabilir.²⁷

Bazı iktisatçılar monetaristlerin makroekonomik politikaların para arzına odaklanması ve sabit oranlı parasal büyüme kuralının benimsenmesi gerektiği tezini kabul etmemekle birlikte, para politikasının ekonomiye etkilerinin değişkenlik gösterdiği, bu nedenle duruma göre aktif politikaların uygulama kabiliyetini kaybettiği yolundaki Monetarist görüşe katılmaktadırlar. Bir kısım iktisatçının Keynesyen makro ekonomik

²³ Friedman "The Role....." s.17

²⁴ M. Friedman. "A Theoretical Framework for Monetary Analysis", *Journal of Political Economy*, (March-April 1970), 78, s.193-238

²⁵ İlker Parasız: "Para Teorisi ve Politikası" Bursa: Ezgi Kitabevi, 2007, s.310

²⁶ *ibid.*, s.310-311

²⁷ Frederick S. Mishkin: *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, ed. Addison Wesley Publishing Co, Boston et al, 1989, s568

modellerin para ve maliye politikalarının etkilerini doğru biçimde tahmin etmelerine olan güveninin kaybolması, para politikası hedefi olarak fiyat istikrarının öne çıkması ve bu doğrultuda alternatif modeller üzerindeki çalışmaların yoğunlaşmasına neden olmuştur.

1.1.2.3. Yeni Klasik Görüşün Para Politikası Yaklaşımları

Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı olarak da bilinen bu düşünce bazı iktisatçıların Robert E. Lucas Jr.'ın (1973)²⁸ öncülüğünde Keynesyen aktif para politikasına karşı itirazları ile şekillenerek makro iktisat literatürüne tanıtılmıştır. Aslında Yeni Klasik akımın önde gelen isimlerinin çoğu M. Friedman'ın öğrencileri oldukları gibi aynı zamanda takipçisi de olmuşlardır. Dolayısıyla bu yaklaşımı benimseyen iktisatçılar parayı tanımlama ve paraya bir boyut kazandırma açısından Friedman'ın önermelerinden yararlanmışlar ve birçok Monetarist iddiayı kabul etmişlerdir. Bu görüşü savunanlar para politikasında kuralların tercih edilmesi gerektiğini, kural dışı olası politik müdahalelerin genellikle mevcut durumu iyileştirmekten çok, daha da kötüleştirdiğini savunmuşlardır.²⁹

Bir ekonomide bozucu bir etki yalnızca parasal bir etmeden kaynaklanıyorsa cari fiyatlar para arzındaki değişmelerle doğru orantılı olarak değişecek ve klasik anlamda para arzı kısa dönemde yansız olacaktır. Bu durumda para arzında beklenmeyen gelişmeler olsa bile reel nakit denge düzeyi, istihdam ve tüketim hacminde bir değişiklik olmaz.³⁰ Lucas'a ait olan para kavramıyla ilgili bu görüşler, aslında Keynes öncesi Walrasgil Genel Denge'ye geri dönüşten başka bir şey değildir. Zira para arzında meydana gelebilecek herhangi bir değişme reel değişkenleri etkilememektedir. Başka bir ifade ile parasal kesim ile reel kesim arasında ilişki öngörülmemektedir. Bu ise ikili düşünce geleneğinin iktisat literatürüne yeniden taşınması anlamına gelmektedir. İktisadi aktörlerin başlangıçta kendi piyasa fiyatında ve fiyatlar genel düzeyinde

²⁸ R.E. Lucas Jr. *Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs*, *American Economic Review*, 63, June 1973 s.326-334

²⁹ R. Dornbusch and Stanley Fischer: *Macroeconomics*, McGraw-Hill (Tx); 9th Edition, 1993, s.556.

³⁰ R.E. Lucas Jr. (1972). "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory* 4(2),103-124, s.114.

meydana gelen değişmeler arasındaki farkı ayırma yeteneğinde oldukları önermesini yapan Lucas, paranın geçici olarak yanlı olma özelliği bulunduğunu vurgulamıştır.³¹

Yeni Klasik akımın Monetarizmin içerisinde yeşerdiği, ancak kayda değer görüş farklılıkları dolayısıyla Monetarizmin dışında geliştii öne sürülmektedir. Monetarizm ile Yeni Klasik akım arasındaki en belirgin görüş ayrılığı; bekleyişlerin oluşturulma biçimi ve aktif para politikasının çıktı ve istihdam üzerindeki kısa dönemli etkisinin büyüklüğü ile ilgilidir.

Yeni Klasik görüşü benimseyen iktisatçılar rasyonel bekleyişler hipotezi çerçevesinde ücret ve fiyatlarda tam esneklik olduğu bir durumda, para politikası uygulamalarının öngörülebilir ve öngörülemez olmak üzere iki bölüme ayrıldığını belirtmektedirler³². Burada önemli bir husus, iktisadi aktörlerle para otoritelerinin bilgi edinmedeki farklı kapasitelerinin öngörülemez politikalar yönüyle nasıl sonuç vereceğidir. Politika yapıcıların iktisadi aktörlere göre bilgiyi elde etmede önde olmaları, uygulayacakları talep yanlı aktif politikalarla sürpriz yaratarak reel çıktı ve istihdamı etkilemeleri mümkündür. Bu durumda politika etkinsizliği geçersiz bir önerme olacaktır.

Yeni Klasik iktisatçılar uygulanacak para politikasının öngörülen kısmını kurala dayalı politikalara bağlamaktadırlar. İktisadi aktörlerin bekleyişleri ve hareket tarzları para politikasının oluşturulmasında önemli bulunduğundan Friedmancı sabit kural geçerli olmamaktadır. Politika etkinsizliğinin kabul edildiği bir durumda sistematik olarak uygulanacak hiç bir kural çıktı ve istihdam üzerinde etkili olmayacaktır.

İktisadi aktörlerin doğru politikaları kavrama ve gerekli tepkiyi verebilmedeki etkinlikleri Yeni Klasik yaklaşımın kurallar lehine olan temel tartışma konusudur. Politika yapıcıların ekonomi ile ilgili bilgilenme düzeylerinin yeterliliği sorunu Monetarist yaklaşımda olduğu gibi ikinci plandadır.³³

³¹ H.P. Minsky, *On the Non-Neutrality of Money*, Quarterly Review of Federal Reserve Bank of N.Y., 18, 77-82, 1993, s.77

³² İlker Parasız “Teori ve Politika Makroekonomi” 9. Baskı, *Bursa: Ezgi Kitapevi*, 2006, s.440

³³ Laurence Ball: *Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty?*, NBER Working Paper Series Working Paper No. 3224 Cambridge, MA 02138, January 1990, s.5-18

Duruma göre aktif para politikası uygulamalarının ekonomide istikrarsızlığa yol açacağı hususundaki ortak görüş, kurala dayalı politika uygulamasında nasıl bir kural uygulanacağı noktasında görüş ayrılığına dönüşmüştür.

Monetarist ve Yeni Klasik görüş sahipleri tarafından duruma göre uygulanan aktif para politikasına yönelik eleştirilerin bir sonucu olarak uzun vadede fiyat artışları ile işsizlik arasında ters yönlü ilişkinin bulunmadığı yönünde mutabakata varılmıştır.

1.1.2.4. Yeni Keynesyen Para Politikası

Yeni Klasik akımın politika etkinsizliği önermesine karşı Yeni Keynesyen iktisatçılar tarafından yapılan eleştiriler, uzun vadede Phillips Eğrisinin geçersizliğine karşılık kısa dönemde Phillips Eğrisi ilişkisinin var olduğunu göstermektedir.³⁴ Yeni Klasik iktisatçıların ücret-fiyat esnekliği görüşünün reddedilmesi eleştirilerin temelini oluşturmaktadır. Yeni Keynesyen iktisatçılar, Keynesyen teoride var olmakla birlikte yeterince açıklanmamış ücret ve nominal fiyat katılıklarını bazı mikro ekonomik kavramlar yardımıyla izaha çalışmışlardır. Ücret ve fiyat ataleti, çakışan ücret sözleşmeleri, etkin ücret kuramı, fiyat listeleri (menü maliyetleri) olarak adlandıracağımız bu temel kavramlara atıf yapılarak kısa dönemdeki aktif para politikası uygulamalarının reel çıktı ve istihdamı etkileyebileceği savunulmuştur.

Yeni Keynesyenler para politikası ile ilgili analizlerinde sözleşmeleri temel hareket noktası olarak tercih ederek ekonomide uzun vadeli ücret sözleşmelerinin varlığının ücret ve fiyatların beklentilerle oluşan yeni fiyat seviyelerine tepki vermesine mani olduğunu savunmuşlardır. Çalışanlar rasyonel davranarak elde ettikleri bilgilerle enflasyon bekleyişlerini doğru yönlendirseler bile, sözleşmelerin varlığı beklentilerindeki değişmeyi ücretlerine yansıtılmalarını engelleyecektir.³⁵ Aktif para politikasının öngörülen nitelikte olması durumunda dahi ücretlerin sözleşme süresince yapışkanlığı talepte kaymalar ve reel etkiler doğurabilecektir. Dolayısıyla uzun süreli

³⁴ *ibid*, s.21-22

³⁵ Stanley Fischer: *Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?*, Journal of Federal Reserve Bank of Kansas City, 1996, s.10-11

ücret sözleşmeleri nedeniyle para politikasının etkinsizliği görüşü anlamını yitirecektir.³⁶

Yeni Keynesyen iktisatçılar monopolist piyasaların ve fiyat listelerinin (menü maliyetleri) varlığının fiyat yapışkanlıklarına yol açtığını öne sürmüşlerdir. Firmaların fiyat ayarlama maliyetlerini göz önünde bulundurarak fiyat etiketlerini sık sık değiştirmemeleri, ekonomiye arz veya talep yönlü bir şok geldiğinde, ilk başta kâr maksimizasyonu yapmış firmaların fiyat etiketlerini değiştirerek elde edecekleri gelirlerinin liste fiyatlarının aşağısında kalabileceği, dolayısıyla şoklara tepki olarak fiyatlarını değiştiren firmaların sayısının az olması sonucunda genel fiyatlar seviyesinin çok değişmeyeceği savunulmuştur.³⁷

Yeni Keynesyen akım savunucuları, ücret ve fiyatlardaki yapışkanlık nedeniyle öngörülen para politikasının kısa vadede reel sonuçlar doğurabileceğini ve rasyonel bekleyişler altında dahi aktif para politikasının geçerli olduğunu öne sürmüşlerdir³⁸. Buna göre para politikası yatırımların seviyesini etkileyerek uzun vadede kapasite artışı sağlamakta, bu suretle genel-geçer düşünce olan “para politikası enflasyonu kontrol altında tutma aracıdır” tezi çürütülmektedir. Para politikası sadece reel ekonomiyi kısmen etkileme gücüne sahiptir. Para politikasına verilen “fazla önem” nedeniyle pek çok problemin arkasında yatan sebepler göz ardı edilmektedir³⁹.

Yeni Keynesyen iktisatçılar çıktı ve istihdamdaki volatilitenin açıklanmasında ücret ve fiyat yapışkanlıklarına atfettikleri önem doğrultusunda para politikasının ekonomide istikrarı sağlamadaki önemine vurgu yaparak duruma göre aktif para politikasını savunmakla birlikte, izlenecek politika konusunda tam bir görüş birliğine varamamışlardır. Bu nedenle politika uygulamalarının neden olacağı bazı belirsizliklerin büyüklüğü ile uzun süreli ve değişken nitelikteki gecikmeleri kabul ederek konuya ihtiyatlı yaklaşmaktadırlar. Bundan dolayı, politika yapıcıların ileriki

³⁶ *ibid.*, s.18

³⁷ Laurence Ball (January 1990): “*Why Does High...*”, s.5-18

³⁸ Stanley Fischer (1996): “*Why Are...*” s.7-34

³⁹ Philip Arestis, Malcolm Sawyer, “*New Consensus, New Keynesianism, and the Economics of the Third Way*”, Levy Economics Institute of Bard College, New York Working Paper No. 364, s.1

dönemlerdeki politika uygulamalarındaki değişimin etkisini iyi tahmin edebilmeleri büyük önem arz etmektedir.

1.1.2.5. Yeni Neo-Klasik Sentezin Para Politikası Önergeleri

Fiyat istikrarı kavramının önem kazanması ile birlikte 1989' un sonlarından itibaren para politikasında yeni yaklaşımların ve makro ekonomik model arayışlarının ortaya çıktığı görülmektedir. Bu çerçevede Yeni Klasik Reel Konjonktür Teorisi⁴⁰ ile Yeni Keynesyen akımın görüşleri arasında benzerlikler görülmeye başlamıştır. Klasik ve Keynesyen kavramların yakınlaşmasını ifade eden bu yeni yaklaşım Yeni Neo-Klasik Sentez adıyla bilinmektedir. Önde gelen savunucuları M. Goodfriend, R.G. King, R. Clarida, J. Gali, M.Gertler' dir⁴¹.

Dinamik genel denge teorisini kullanarak makroekonomi ve mikro ekonomi arasında var olduğu öne sürülen ayırımı gidermeyi öngören Yeni Neo-Klasik Sentez, Klasik ve Keynesyen unsurları bir arada kullanarak orijinal sentezin ana fikrini temel almıştır. Bu yönüyle bakıldığında Yeni Klasik-Reel Konjonktür anlayışının zamanlar arası optimizasyon ve rasyonel bekleyişlerinin, Yeni Keynesyen Akımın eksik rekabet ve fiyat ayarlamalarının maliyetli yapısının dinamik makro ekonomik modellerde yan yana getirildiği görülmektedir. Bu şekilde makro ekonominin yeni mikro ekonomik temelleri şekillenmektedir. Reel Konjonktür çizgisine bağlı kalarak optimal para politikasının uygulanması mümkün olurken, para politikasının önemine ilişkin Monetarist görüşe yer verilmektedir. Yeni Neo-Klasik Sentez para, fiyat artışları ve devresel dalgalanmalar arasındaki ilişkileri açıklamaya yönelik sayısal modeller kurmaya çalışırken de Reel Konjonktür akımın çizgisinden gitmektedir.⁴² Bu suretle Yeni Neo-Klasik Sentez'in fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek konusundaki refah maksimizasyonu bağlamında

⁴⁰Reel Konjonktör Teorisi, F. Kydland, E. Prescott ve C. Plosser gibi iktisatçılar tarafından geliştirilmiştir. Reel Konjonktür teorisi esnek ücret-fiyat unsurlarını dinamik genel denge modellerinde kullanarak konjoktürel dalgalanmaların kantitatif açıklamalarını yapmaktadır. Ekonomi klasik dikotomiye uygundur. Üretim, istihdam gibi reel değişkenler para arzı gibi nominal değişkenlerden etkilenmemektedir. Bu anlamda para hem uzun dönemde hem kısa dönemde yansızdır. Öte yandan yaklaşım konjoktürel dalgalanmaları maliye politikası değişiklikleri, teknolojik şoklar gibi reel değişkenlere bağlı olarak açıklamaktadır. Woodford, s.25-26 ve R.G.King and C.I.Plosser, "Money, Credit and Prices in a Real Business Cycle", The American Economic Review, vol.74, No.3, June 1984, s.363-380

⁴¹Marvin Goodfriend: *Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer*, International Finance 5:2, 2002: s. 165–191

⁴² *ibid*, s.165-191

öne sürdüğü tezler günümüzde “iyi para politikası” oluşturma yolunda çaba sarf eden merkez bankaları için rehber niteliğini almıştır⁴³.

İdeolojik olarak bir iktisat okuluna bağlı olmadan, çeşitli düşünce okullarının görüşlerinden pragmatik bir biçimde yararlanmayı benimseyen Yeni Neo-Klasik Sentez, böylece para politikalarının ideolojik unsurlarının en aza indirildiğini savunmaktadır.⁴⁴ Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımının temel özellikleriyle birlikte politika önerilerini kısaca şu şekilde sıralayabiliriz:

- Bu yaklaşımda enflasyon dinamikleri yeni bir bakış açısı ile ele alınmaktadır. Firmalar bugünkü fiyatlarını belirlerken, ileriye yönelik talep ve maliyete ilişkin öngörülerini fiyatlarının üzerine koyarlar. Bu şekilde ekonomideki genel fiyat değişiklikleri fiyatlar üzerine yansıtılmış olarak yer alır. Böylece fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen değişimler mevcut fiyatlama davranışlarını etkiler ve enflasyon ileriye dönük bir boyut kazanır. İleriye yönelik fiyatlama kararları tekelci rekabet ve Reel Konjonktür Teorisi'nin dinamikleriyle birlikte ele alındığında, para politikası ile reel ekonomik faaliyet arasındaki ilişki para politikasının firmaların kar düzeyi üzerindeki etkisi vasıtasıyla kurulmaktadır. Bu varsayımda, toplam talebi artıran bir para politikası marjinal maliyetleri yükselterek ortalama kar düzeyini düşürmektedir. Söz konusu azalma Reel Konjonktür Teorisi çerçevesinde vergilerin düşürülmesine benzer şekilde üretim ve istihdamın artışının devam etmesine neden olur. Böylece enflasyondaki değişmelerin kar düzeyindeki değişmelerden kaynaklandığı sonucuna varılabilmektedir.⁴⁵

- Fiyat katılıklarının varlığı nedeniyle enflasyon-işsizlik arasındaki değiş tokuş ilişkisi, uzun dönemde enflasyon değişkenliği – çıktı değişkenliği arasındaki değiş tokuş olarak tezahür etmektedir. Fiyat istikrarını sağlamayı öngören para politikaları reel çıktı ve istihdamda değişkenliğe neden olur. Buna mukabil konjonktürel dalgalanmaların azaltılmasına veya istihdamın istikrarına yönelik para politikası uygulamaları

⁴³ *ibid*, s.165-191

⁴⁴ M. Goodfriend, R.G. King, J.G.Tabellini : *The Case for Price Stability*, iç. *Why price stability?*, First AMB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany ed. Alicia García Herrero, Vítor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, AMB Publications, Frankfurt, 2000, s.1-6, 55

⁴⁵ J. Gali: *New Perspectives on Money, Inflation and the Business Cycle*, NBER Working Paper, No.8767, February 2002, s.1-6, 38-39

enflasyonda değişkenliğin doğması sonucunu doğurur.⁴⁶ Para politikasının başarısı, hedef enflasyonun altında veya üstündeki farklılıkların büyüklüğüne ve potansiyel çıktı seviyesine göre oluşan çıktı açığındaki farklılaşmanın büyüklüğüne bağlı bulunmaktadır. Burada, üretimin potansiyel seviyesinden sapmasını ifade eden çıktı açığı büyük önem taşımaktadır. Enflasyondaki değişmelerin temelinde kar düzeyindeki değişimlerin etkili olduğu göz önünde bulundurulduğu için yaklaşımın Reel Konjonktür teorisi çerçevesinde verimlilik, maliye politikası, arz şokları kavramlarına yer vermesi, para politikasının çıktının potansiyel seviyesinden sapmasını dikkate almasını gerektirmektedir. Zira çıktı açığındaki değişmeler kar düzeyini değiştirerek enflasyonu etkileyecektir.⁴⁷

- Yeni Neo-Klasik Sentez yukarıdaki varsayımlar çerçevesinde uygulanacak rasyonel para politikasının, fiyat istikrarını ve çıktı açığında istikrarı eş anlı olarak gözetilen politika olduğu önerisini getirmektedir. Bu yaklaşımda politika yapıcılar, ekonomide üretime gelebilecek arz yönlü şokun etkilerini dengeleyen aktif para politikası uygulayarak toplam talebi etkileme yoluna gitmek zorunda kalabilirler.⁴⁸

- Fiyat katılıkları nedeniyle kısa dönemde reel ekonomik faaliyetin temel belirleyicisi toplam taleptir. Ekonomi üzerinde etkili olan para politikasının sonucunu pozitif ve normatif olmak üzere iki yönüyle ele almak gerekir. Pozitif yönüyle bakıldığında, konjonktür dalgalanmaları politika uygulamalarından bağımsız düşünülemez. Normatif yönüyle meydana gelen sonuç ise ekonomik istikrarın sürdürülebilmesi için toplam talebe para politikası ile etkide bulunulmasının gerekliliğidir.⁴⁹

- Fiyat istikrarını amaçlayan para politikası hedefinin kredibilitesi büyük önem taşımaktadır. Kredibilitenin varlığı bir taraftan dinamik zaman tutarsızlığı sonucunu bertaraf ederken diğer taraftan enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefi doğrultusunda oluşmasını sağlamaktadır. Merkez bankasının bağımsızlığı kavramı burada öne çıkmaktadır. Para otoritesinin açık enflasyon hedeflemesi uygulaması bağımsız bir

⁴⁶ J.B Taylor: *How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability?—Conceptual Issues*, Article provided by Federal Reserve Bank of Kansas City Journal, <http://www.kansascityfed.org/>, s.181-195

⁴⁷ Goodfriend and King., "The Case for..." s.46

⁴⁸ Goodfriend M.: "Monetary Policy..." s.165-191

⁴⁹ ibid, s.165-191

merkez bankasının aynı zamanda şeffaflığa ve hesap verebilirliğe de önem verdiğini göstermiş olacaktır.⁵⁰

- Açık enflasyon hedeflemesini para politikası stratejisi olarak benimseyen Yeni Neo-Klasik görüş bunu bazı gerekçelere dayandırmaktadır. Fiyat istikrarının ekonomide denge ve büyüme için ön koşul olması gerekçelerden birisini oluşturmaktadır. Diğer bir gerekçe, enflasyonun kontrol edilebilmesinin para politikası ile mümkün olabileceğinden hareketle uzun dönemde para politikasının sadece enflasyonu etkileme gücünün bulunmasıdır. Bu nedenle bu yaklaşımda maliyet kaynaklı enflasyon dinamikleri ihmal edilmektedir.⁵¹

- Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı kısa vadeli faiz oranını para politikası aracı olarak önermektedir. Toplam talebi toplam arzla eşitleyen ve fiili çıktı ile potansiyel çıktının aynı seviyede bulunduğu, diğer bir deyişle çıktı açığının sıfır olduğu üretim seviyesindeki faiz oranı ekonomideki denge faiz oranıdır. Böylece para politikasının ekonomideki hareketlere sistematik bir şekilde tepki veren içsel bir süreç niteliğini aldığı kabul edilmektedir.⁵²

Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı ile iktisatçılar arasında para politikasının kurgulanması ve uygulanmasına ilişkin bir uzlaşma imkanı doğmuş, son kırk yıldır tartışılan para politikası teorileri ortak bir zeminde buluşmuştur. Yaklaşım enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde ekonomide istikrarın sağlanmasının gelirler politikasından ziyade para politikası araçları ile sağlanabileceğini önermektedir. Günümüzde para politikası analizinin Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı ile dizayn edildiğini söylemek mümkündür.

1.1.3. Para Politikası Uygulamasında Zaman Tutarsızlığı Sorunsalı

Fiyat istikrarının sağlanması enflasyonun neden olduğu belirsizliği azaltmakta ve iktisadi sistemin daha etkin bir şekilde çalışmasını sağlamaktadır. Fiyat istikrarı ile ilgili tartışmalar 1970'lerde gündemi işgal etmeye başlamış ve her ülke için öncelikli

⁵⁰ Gali, J. (2002): "New Perspectives..." s.3

⁵¹ Philip Arestis, Malcolm Sawyer, (1998) "*New Consensus, New Keynesianism, and the Economics of the Third Way*", s.1

⁵² Marvin Goodfriend (2002): "Monetary Policy..." s.165-191

politika hedefi haline gelmiştir. Ancak günümüzde fiyat istikrarının sağlanmasında para politikasının karşı karşıya bulunduğu en önemli sorun, bu politikanın ekonomik istikrara en yüksek katkıyı yapacak şekilde nasıl dizayn edileceğidir. Bununla ilgili yapılan tartışmalardan biri de para politikasının karşı karşıya bulunduğu zaman tutarsızlığı sorunudur.

Zaman tutarsızlığı problemi, bağlayıcı bir program bulunmaması halinde politika uygulayıcılarının bugün verdikleri kararlar ve sözlerden ileride dönebilecekleri durumu ifade etmektedir. Bu kavram ilk olarak Kydland ve Prescott (1977) tarafından kullanılmış ve rasyonel beklentiler teorisinin önemini güçlendirerek daha sonra yapılan para politikası çalışmalarını da etkilemiştir. Ayrıca, Barro ve Gordon (1983) da zaman tutarsızlığı probleminin enflasyon eğilimi yarattığını savunmuşlardır. Onlara göre popülist politikaları seven iktidardaki siyasetçiler siyasi rant için gelecek dönemde politikalarını değiştirme eğilimi gösterirler. Böyle bir durum, özel kesimin fiyat beklentilerini değiştirerek enflasyonist eğilimleri hızlandırmaktadır.

Benzer bir yaklaşımla Mishkin de zaman tutarsızlığı probleminin ekonomik davranışların gelecekteki politika beklentilerinden etkilenmesinden kaynaklandığını ifade etmiştir⁵³. Ekonomide reel üretimin beklenen enflasyon düzeyinde sabit kalması gerekirken, beklenmedik bir enflasyonla birlikte artış göstermesi halinde politika uygulayıcılarının enflasyon, istihdam ve üretim gibi reel büyüklüklerle ilgili olarak eşanlı hedefler koymaları para politikası için bir zaman uyumsuzluğu (time inconsistency) sorunu yaratacaktır⁵⁴. Şöyle ki; hükümet “t” zamanında özel sektörün beklentilerini veri alarak bir politika belirlemekte ve enflasyon ve büyüme hedefleri koymaktadır. Özel sektörün de hedeflerini bu politika çerçevesinde belirleyeceği düşünülmektedir. Enflasyon beklentileri oluşuktan sonra da “t +1” zamanında hükümet bu defa kendi fayda fonksiyonunu maksimize edecek, yani istihdamı artıracak popülist politikalar izleyecektir. Ancak rasyonel beklentilere sahip özel sektör, hükümetin fayda fonksiyonunu bilmekte ve enflasyon beklentilerini hükümetin “t+1” anında

⁵³ Frederick S.Mishkin, “Strategies for Controlling Inflation” NBER Working Paper No: 6122, 1997, s.7

⁵⁴ *ibid*, s.8

uygulayacağı politikaya göre belirlemektedir. Böylece uzun dönemde enflasyon atalet kazanmış olmaktadır⁵⁵.

Söz konusu zaman farklılıkları ve kısa dönemli politik arzuların bir araya gelmesiyle uzun dönemde enflasyon olması gerekenden daha fazla yükselmekte, buna karşılık reel üretimde sürekli bir artış ortaya çıkmamaktadır. Dolayısıyla para politikasında öngörülen bir değişim, reel üretim üzerinde herhangi bir etki yaratmaksızın doğrudan fiyatlara yansımaktadır.

Güvenilirlik ile para politikasının belirlenen hedefleri (örneğin; fiyat istikrarı) doğrultusunda başarılı olması arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Para otoritesi fiyat istikrarının sağlanması konusunda kararlı olduğuna kamuoyunu inandırabilirse, ücret sözleşmelerine ve faiz hadlerine ilişkin olumsuz enflasyon beklentileriyle uğraşmak zorunda kalmayacağı için daha etkin bir para politikası uygulama fırsatını yakalamış olacaktır. Dolayısıyla güvenilirlik istenilen sonuçların alınmasında anahtar rol oynamaktadır. Eğer açıklanan anti-enflasyonist politika güvenilirliği sağlayabiliyorsa, iktisadi birimler dengesini yeni koşullara göre uyarlayacak ve enflasyon düşecektir⁵⁶. Enflasyonu düşürme politikası güvenilir değilse enflasyonda ciddi bir düşme olmayacağı gibi ekonomide büyüme de potansiyel büyüme oranının altında gerçekleşecektir. Bu bakımdan uygulanacak makro ekonomik politikada siyasi otoritenin hedeflerinin yanında, ekonomik aktörlerin beklentilerine de yer verilmelidir⁵⁷. Zira para otoritesi ile ekonomik birimler arasında karşılıklı bir ilişki söz konusudur. Nitekim piyasa oyuncularını karar ve davranışlarını belirlerken beklentilerinin rasyonel olacağından hareketle, bugünkü politikaların gelecekte yaratacağı etkileri de dikkate almaktadır. Makro ekonomik politika oluşum sürecinin hükümet ile özel kesim arasındaki karşılıklı etkileşimi sonucu belirleniyor olması politikanın güvenilirliğini artıracaktır.

⁵⁵ *ibid*, s.9

⁵⁶ *ibid*, s.1

⁵⁷ John B. Taylor, *How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability?—Conceptual Issues*, Article provided by Federal Reserve Bank of Kansas City Journal, 1996, <http://www.kansascityfed.org/>, s.181-195

İhtiyari politikaların “zaman tutarsızlığı problemi” ile karşı karşıya olduğunu vurgulayarak ihtiyari politikalar üzerinden yıkıcı etkiler ortaya çıktığını savunan Yeni Klasik iktisatçılar ‘güvenilirliği olan politikalar’ ve ‘zaman boyutunda tutarlılık’ olarak ifade edilebilen iki yeni kavram geliştirmişlerdir⁵⁸. Para politikasının nihai amacının istihdamı genişletmek ve çıktıyı artırmaktan çok, fiyat istikrarının sağlanması olduğu yönündeki anlayış özellikle Monetarist iktisatçıların etkisiyle kabul görmüştür⁵⁹. Bu itibarla gözden düşen ihtiyari politikaların yerine güvenilir politikalar terimi ikame edilmiştir. Fiyat istikrarına odaklanmış güvenilir bir para politikasının bileşenlerini; ihtiyari politikaya karşı kurula dayalı politika tercihi, merkez bankasının bağımsızlığı, şeffaflık- hesap verebilirlik ve maliye politikasının disipline edilmesi oluşturmaktadır⁶⁰.

Uygulanacak para politikasının güvenilirlik unsuru taşımasının gerekli olmasına karşın bunu kısa zamanda sağlamak pek kolay olamamaktadır. Bu durum, hem etki hem de sonuç açısından belli bir süreci zorunlu kılmaktadır. Güvenilirliği sağlamanın gizemli bir yolu olmadığı gibi açık bir reçetesi de bulunmamaktadır. Ancak politika uygulayıcıları çeşitli maliyetlerine karşın güvenilirliği sağlamak için öncelikle anti-enflasyonist önlemler alma konusunda istekli olduklarını göstermelidirler. Bu durumda anti-enflasyonist politikayı oluşturacak önlemler bir paket olarak yürürlüğe konulmalıdır⁶¹. Söz konusu önlemler arasında;

- Toplam para arzının ve kredi hacminin azaltılması,
- Reeskont oranının yükseltilmesi,
- Devlet bütçesinin denkleştirilmesi,
- Tüketim mallarının taksitle satışlarının sınırlandırılması,
- Selektif ve kontrollü kredi politikasının uygulanması,
- Vergi gelirleri içinde dolaysız vergilere ağırlık verilmesi,
- Ücret ve fiyatların kontrol altına alınması sayılabilir.

⁵⁸ *ibid.*, s.181-195

⁵⁹ Michael Woodford, *Revolution and Evolution in Twentieth-Century Macroeconomics*, Paper prepared for the conference on “Frontiers of the Mind in the Twenty-First Century,” Library of Congress, Washington, June 14-18, 1999, s.1, 14-16

⁶⁰ Edward Balls, *Open Macroeconomics In An Open Economy*, Scottish Economic Society/Royal Bank of Scotland Annual Lecture, 1997 Revised, 12 November 1997, s.1,13-17

⁶¹ Atish Ghosh and Steven Phillips, *Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth*, IMF Staff Papers Vol. 45, No. 4, December 1998, s.672, 702-733

Bu önlemlerin ne kadar katı veya esnek olarak uygulanacağı mevcut enflasyon oranının yüksekliğine bağlı olacaktır⁶².

Ne var ki bu önlemlerin uygulanmasında bağımsız bir merkez bankasının uygulayacağı para politikası ile diğer ekonomi politikaları arasında zaman zaman ortaya çıkan çatışmalar ekonomide sorunların çözümlenmesinde ciddi engeller teşkil edebilecektir. Bu durumda bile para politikasının hiçbir sapma olmadan kararlı bir biçimde sürdürülmesi politikanın başarısı açısından hayati önem taşımaktadır⁶³.

1.2. Para Politikası Araçlarının Amaca Yönelik Tasarımı ve Kullanımı

1.2.1. Para Politikasının Amaçları

Bir çok iktisatçıya ve iktisat politikası kararlarını oluşturan kişi ve kuruma göre, para politikası ülke vatandaşlarının ekonomik refahlarını artırmayı amaçlamaktadır. Bu amacın temelinde de istikrar bulunmaktadır. Para politikasının, istikrar vurgusunun yer almadığı tam istihdam ve ekonomik büyüme amaçları doğrultusunda kullanılması konusunda tartışmalar mevcuttur. Günümüzde para politikasının uygulayıcısı konumunda olan merkez bankalarına daha çok ekonomide istikrarın temini ve korunması görevi verilmektedir.

Para politikasının günümüzde kabul edilen en önemli amacı olan fiyat istikrarı, genel bir tanım çerçevesinde; insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder⁶⁴. Bununla birlikte bu oranın ne kadar olması gerektiği konusunda bir kesinlik yoktur. Bugün gelişmiş ülkelerde yüzde 1 ile yüzde 3 arasındaki oranların kabul edilebilir enflasyon oranları olarak nitelendirildiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere ise yüzde 5 fiyat artışı normal karşılanabilir. Fiyat istikrarı sadece düşük olarak kabul edilen enflasyon oranlarına ulaşmayı değil, o oranın sürdürülmesini de kapsamaktadır. Fiyat

⁶² *ibid.*, s.702-733

⁶³ *ibid.*, s.702-733

⁶⁴ Alan Greenspan “*Transparency in Monetary Policy*” Remark at the Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Policy Conference, October 11, 2001

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2001/20011011/default.htm>

istikrarının sağlandığının kabul görmesi için düşük enflasyon oranının belirli bir müddet sürdürülmesi gerekmektedir.

Günümüzde fiyat istikrarının sağlanması ve korunması para politikasının birincil amacı konumuna gelmiştir. Hatta para politikasının sadece fiyat istikrarı amacına dönük olarak yürütülmesi gerektiği konusunda neredeyse bir görüş birliği oluşmuştur. TCMB de dahil olmak üzere, birçok merkez bankasının yasal çerçevesinde değişiklikler yapılarak fiyat istikrarı tek amaç ya da öncelikli amaç haline getirilmiştir. Bunun nedeni; 1970’li yıllardan itibaren tüm dünyada yükselen enflasyonun ekonomilerde büyük maliyetler ortaya çıkarmasıdır. Yüksek enflasyonun ekonomik büyümeye nasıl zarar verdiği konusunda 1980’li yıllardan bu yana geniş bir literatür birikimi olmuştur⁶⁵. Yine de fiyat istikrarının birincil amaç olması diğer amaçların göz ardı edileceği anlamına gelmemektedir. 2008-2009 küresel resesyonu sırasında da gözlemlendiği gibi, merkez bankaları özellikle büyümedeki çöküşler karşısında kayıtsız kalamamakta ve para politikası araçlarıyla duruma müdahale etmektedirler.

Fiyat istikrarının sağlanması para politikası amaçları arasında en temel amaç olmasını sağlayan, ekonomide yaşanan enflasyon sorununun meydana getirdiği olumsuz sonuçlardan kaynaklanmaktadır. Ayrıca enflasyonun kaynağı, para stokundaki değişimler olduğu için, fiyat istikrarının sağlanmasında para politikasına büyük görevler düşmektedir.

Fiyatlar genel düzeyindeki artışlar belirsizlik ortamı yaratmakta ve iktisadi birimlerin gelecek ile ilgili sağlıklı karar almalarını engellemektedir. Diğer bir ifade ile gelecekteki enflasyonun durumu hakkındaki belirsizlik, tüketicilerin görelî fiyatları doğru bir biçimde belirlemelerini zorlaştırmakta ve karar birimlerinin uzun dönemli plan yapmasını engellemektedir. Kısacası yüksek enflasyon oranı daha fazla belirsizlik demektir. Fiyat istikrarı ile iktisadi birimlerin enflasyonist beklentileri azaltılır ve makro ekonomik politikaların performansı artar. İktisadi birimlerin enflasyonist beklentilerini etkilemek ve fiyat dalgalanmalarından kaynaklanan belirsizliği azaltmak, yatırım ve

⁶⁵ Bu konuyla ilgili olarak, bkz. Bruno ve Easterly (1996), Ghosh ve Phillips (1998) ve Khan ve Senhadji (2001)

tüketim kararlarını olumlu yönde etkilemek ve fiyat istikrarını sürdürmekle sağlanmaktadır⁶⁶.

Fiyat istikrarının sağlanması ile karar alma mekanizmalarında ve geleceğe yönelik tahminlerde istikrar ve doğru yönlendirme sağlanmış olur. Fiyat istikrarı sağlandığında iktisadi birimlerin fiyat beklentisi ile parasal otoritenin fiyat beklentisinin uyumlaşması beklenir. Böylece hem iktisadi birimler hem de parasal otorite aynı anda aynı bilgiye sahip olabilirler⁶⁷.

Para politikasının bu amacı dışında başka diğer önemli bir amacı da finansal istikrarının sağlanmasıdır. Genelde para politikasının parasal istikrarı ve finansal istikrarı birlikte gözetmesi kabul edilen bir görüştür. Finansal istikrar, düşük enflasyon ortamında sağlıklı büyüme ve düşük işsizlik oranı olan bir ekonomiyi oluşturmayı amaçlar. Finansal istikrarın sağlanması ve korunması için fiyat istikrarı büyük öneme sahiptir. Finansal istikrar dar anlamda, finansal sistemin ekonominin performansını kolaylaştırma yeteneği ve beklenmedik olaylar sonucu olarak ortaya çıkan finansal dengesizliklerle mücadele edebilme gücüdür. Finansal istikrarın kurulması birbirleriyle içsel bağlantıda olan finansal istikrarın temel öğelerini teşkil eden üç unsurun istikrarına bağlıdır. Bunlar; kurumlardaki, piyasalardaki ve ödeme sistemlerindeki istikrardır. Finansal kurumların istikrarlı olması, bu kurumların güçlü olmaları, ihtiyaç duyulan dönemlerde yeterli sermayeye sahip olmaları, işlem yapabilmek ve oynaklığa dayanabilmek için yeterli likiditeye sahip olmaları anlamına gelmektedir. Piyasaların istikrarı, katılımcıların belirli fiyatlar ile işlemlerini güvenle yapmalarını ifade eder.

Fiyatlardaki değişkenlik ve yüksek enflasyon uzun vadeli sözleşme yapma olanağını zayıflatır. Başka bir ifade ile istikrarlı fiyatlar borç sözleşmelerinin uzun vadeli yapılmasıyla finansal istikrara katkıda bulunmaktadır. Finansal istikrar, finansal piyasanın kaynaklarını dağıtma, riski yayma, tasarrufun devam ettirilmesi, gelişmeyi ve

⁶⁶ Kunio Okina, *Policy Objectives and The Optimal Institutional Framework of a Central Bank*, Iwao Kuroda(ç), *Toward More Effective Monetary policy*, London: Macmillian Pres, 1997, s.255-260

⁶⁷ Alan Meltzer, *On Making Monetary Policy More Effective Domestically and Internationally, Toward more Effective Monetary Policy*,ed. Iwao Kuroda London: Macmillian Press:1997, s. 6-10

büyümei kolaylaştırmasının yanında, ekonomik yapı içerisinde ödeme sistemlerinin rahatça işlemlerini de içermektedir.

Para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişki; enflasyondaki hızlı değişimler, sıkı para politikası sonucu oluşan düşük enflasyon, kısa vadeli faizlerin para politikası aracı olarak kullanılmasının finansal piyasalara etkisi ile açıklanabilir. Para politikasının yanlış uygulanması sonucu yüksek enflasyonun var olduğu bir ekonomide borç verenlerin reel gelirinde azalma, borç alanların reel gelirinde artış meydana gelmektedir. Gelirin yeniden dağılımı anlamına gelen bu durumun oluşması, iflasların artmasına neden olabilecek ve bankacılık sistemindeki kredi kalitesinde bozulmalar meydana gelebilecektir.

Sıkı para politikası sonucu oluşan düşük enflasyon ortamında bireylerin ve kurumların nakit para talebinde artış olacaktır. Nakit para talebindeki artış finansal istikrar açısından önemli bir sorun yaratabilecektir. Söz konusu artış banka sistemindeki mevduatın azalmasına ve bu yolla bankacılık sektörü açısından kâr kaybının oluşmasına sebep olabilecektir. Bankacılık sektörünün karlılığının azalması mali yapısı bozuk olan bankalarda iflasa yol açacaktır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde para otoritesi, istikrarlı enflasyon hedeflerini tutturmak amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını araç olarak kullanmaktadır. Kısa vadeli faiz oranlarının fiyat istikrarının sağlanabilmesi için hızlı ve geçici bir şekilde değiştirilmesi faiz oranlarında istikrarı amaçlayan finansal piyasalarda dalgalanmalara sebep olacaktır. Faiz oranlarındaki dalgalanmalar belirsizliklere yol açarak ileriye yönelik plan yapılmasını, karar alınmasını zorlaştırır. Aynı zamanda istikrarlı olmayan faiz oranları ekonomik birimlerin gelecek beklentilerini olumsuz yönde değiştirdiğinden önemli kâr kayıplarına sebebiyet vermektedir. Kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişiklikler, varlık fiyatlarının değişmesine neden olmaktadır⁶⁸.

⁶⁸ P.J.N. Sinclair, *Central Banks and Financial Stability*, Bank of England, *Quarterly Bulletin*: 2000 s. 377

Tam istihdam ise 1929 dünya ekonomik krizinden bu yana ekonomi politikasının önemli amaçlarından biridir. Bu krizin büyük istihdam kayıplarına neden olması devletin tam istihdamı sağlamak amacıyla ekonomiye müdahalesinin yolunu açmıştır. Yalnız buradaki tam istihdam işsizliğin sıfır olacağı anlamına gelmemektedir. En iyi ekonomik koşullar altında bile ekonomide daima bir miktar işsiz bulunur. Bu işsizliğin bir nedeni geçici işsizlik, diğer nedeni de yapısal işsizliktir⁶⁹. Geçici işsizlik işgücüne yeni katılıp iş arayanlar ile çeşitli nedenlerle işini terk etmiş olup yeni iş arayanları kapsamaktadır. Yapısal işsizlik ise ekonominin talep ve üretim yapısında ortaya çıkan değişikliklere intibak sürecinden doğmakta, işsizlerle mevcut işlerin özelliklerinin uyuşmadığı bir ortamı ifade etmektedir. Geçici işsizlik ile yapısal işsizlik ekonomide her zaman var olduğu için bu ikisinin toplamına doğal işsizlik denmektedir. Üçüncü bir işsizlik türü, ekonominin faaliyet hacmindeki dalgalanmalar sonucunda ortaya çıkan konjonktürel işsizliktir. Ekonomide her zaman minimum bir doğal işsizlik bulunacağından önemli olan konjonktürel işsizliğin ortadan kaldırılmasıdır. Tam istihdam ekonomide konjonktürel işsizliğin bulunmadığı, yalnızca doğal işsizliğin bulunduğu durumu ifade eder. Fakat doğal işsizliğin ölçülmesi zor olduğundan belli bir minimum işsizlik oranı doğal işsizlik olarak kabul edilmektedir. Bu oran ülkeden ülkeye değişiklik göstermekle birlikte gelişmiş ülkelerde yüzde 3, gelişmekte olan ülkelere ise yüzde 5 oranındaki işsizlik normal olarak kabul edilmektedir.

Tam istihdamın para politikasının bir amacı olup olamayacağı konusunda literatürde tartışmalar bulunmaktadır. Para politikasının amaçları arasına bu türden bir amaç konulmasının enflasyonist para politikasının önünü açtığı konusunda yaygın bir inanç söz konusudur. Para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olması gerektiği görüşünü savunan iktisatçılar bu nedenle tam istihdamı para politikası aracı olarak telaffuz etmemektedirler.

Ekonomik büyüme ekonomide mal ve hizmet üretiminin artmasıdır. Büyüme kavramı özellikle 2. Dünya Savaşı'ndan sonra önem kazanmıştır. Önceki dönemlerde büyüme konjonktür olgusundan ayrı olarak düşünülüyor ve kısa dönemli ekonomik dalgalanmaların hafifletilmesine daha fazla önem veriliyordu. 2. Dünya Savaşı'ndan

⁶⁹ İlker Parasız (2007). "*Para Teorisi ve Politikası*" Bursa: Ezgi Kitabevi, s.298

sonra uzun dönemli ekonomik gelişme sorunu da ekonomi politikasının amaçlarından biri olmuştur. Geçmişte para politikasının uzun dönemli büyüme ve kalkınma amaçları doğrultusunda kullanılmaya çalışıldığı olmuştur. Ancak günümüzde para politikasının uzun dönemde yansız olduğu konusunda geniş bir mutabakat söz konusudur⁷⁰. Para politikasının uzun dönemde yansız olması, büyüme üzerinde etkili olamayacağı anlamına gelir. Bu nedenle günümüzde para politikasına daha çok fiyat istikrarını sağlayarak büyümeye uygun bir ortam yaratma rolü biçilmektedir.

Son yıllarda dünyada dış ticaretin öneminin artmasıyla birlikte döviz piyasalarında istikrarın sağlanması para politikasının önemli amaçlarından biri haline gelmiştir. Yerli paranın değerinin aşırı yükselmesi ülkenin dış ticaretteki rekabet gücünü törpülemekte, aşırı düşüş göstermesi ise enflasyonu olumsuz etkilemektedir. Döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar dövizin gelecekteki fiyatını öngörmeyi zorlaştırarak belirsizlik yaratmakta, bu da dış ticaretle uğraşan firmaların faaliyetlerini kısıtlamasına yol açmaktadır. Döviz piyasalarındaki dalgalanmaların finansal piyasalara sıçrayarak krizlere yol açması da olasıdır. Bu nedenlerle döviz piyasalarında istikrarın sağlanması para politikasının önemli amaçları arasındadır. Bu amaca ulaşmak için merkez bankaları gerekli gördüklerinde doğrudan müdahaleler yoluyla ya da döviz alım ve satım ihaleleri açarak döviz piyasasında arz-talep dengesini sağlamaya çalışırlar.

1.2.2 Para Politikasının Amaçları Arasındaki İlişkiler

Para politikasının amaçlarının bazıları birbiriyle tutarlıken bazıları arasında çatışma söz konusudur. Örneğin; ekonomik büyüme ile tam istihdam amaçları arasında bir tutarlılık vardır. Ekonomik büyüme üretim hacminde artış anlamına geldiği için istihdamda da artışa yol açacaktır. Faiz oranlarında istikrar ile finansal piyasalarda istikrar amaçları da birbiriyle tutarlıdır. Faiz oranlarındaki istikrar finansal piyasalardaki istikrara da katkıda bulunur. Buna karşılık ekonomik büyüme ile fiyat istikrarı amaçları arasında çatışma ortaya çıkabilmektedir.

⁷⁰ Philip Arestis, Malcolm Sawyer, "New Consensus," *New Keynesianism, and the Economics of the "Third Way"*, Levy Economics Institute of Bard College, New York Working Paper No. 364

Para politikasının amaçları arasındaki bu çelişkiler merkez bankalarını bazen zor seçimler yapmak durumunda bırakmaktadır. Merkez bankasının para politikasını yürütürken sadece fiyat istikrarı amacını esas alması gerektiğini savunanların gerekçelerinden biri de para politikasının amaçları arasındaki söz konusu çatışmalardır.

Fiyat istikrarının ve mali sistemin istikrarlı işleyişinin sağlanmasında merkez bankalarının rolü bugün artık herkes tarafından kabul edilmektedir. Bugün makro para politikası uygulamaları açısından merkez bankalarının öncelikli amacının fiyat istikrarının sağlanması ve korunması olduğu konusunda bir çok kesim arasında görüş birliği sağlanmıştır.

Fiyat istikrarı merkez bankaları için kısa vadeli ve bir kerelik ulaşılabilecek bir amaç değildir. Fiyat istikrarını sağlamak belli bir süreç gerektirdiği gibi bunun korunması ve ekonominin uzun vadede istikrarlı bir büyüme oranını düşük enflasyon altında sürdürmesi nihai hedef olarak görülmektedir.

Diğer yandan orta vadede sürdürülebilir, sağlıklı bir ekonomik büyüme için fiyat istikrarı ve güçlü bir mali sistem şarttır. Bununla beraber merkez bankalarının fiyat istikrarı amacına ulaşabilmesi için mali sistemin istikrarlı olması gerekmektedir. Çünkü istikrarlı bir mali sistem, ekonomideki tasarruf-yatırım bağımlı olarak kurabilen ve büyümeyi besleyen bir sistemdir. Ekonomide böylesine ağırlığı olan bir kurumun sorumluluk ve yetkileri de bu nedenle önemlidir.

Merkez bankaları uzun vadeli hedeflerine ulaşmak için kısa vadeli aktif para politikası uygularlar. Politikanın oluşturulmasında bayram dönemleri gibi mevsimlik hareketler ve iş çevrimleri göz önünde bulundurulur⁷¹. Bunları dikkate almayan kısa vadeli uygulamalar mali piyasalarda istenmeyen büyük dalgalanmalara yol açabilir.

Merkez bankaları, nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşmada para politikası uygulamalarını formüle ederken üç kısıtı göz önüne almak zorundadır. Bu kısıtların

⁷¹ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz.:Robert J. Barro David B. Gordon, *A Positive Theory Of Monetary Policy In A Natural-Rate Model*, NBER Working Paper Series Working Paper No. 807 Cambridge MA 02138 November 1981, Jordi Galí, *New Perspectives On Monetary Policy, Inflation, And The Business Cycle*, NBER Working Paper Series , Working Paper 8767 February 2002
<http://www.nber.org/papers/w876719>

etkisi ekonomilerin gelişmişlik düzeyine ve hassasiyetine göre farklı ağırlıklara sahip olabilecektir. Bunlar;

- Kamu kesimi borçlanma ihtiyacının büyüklüğü,
- Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestlik düzeyi,
- Bankacılık sisteminin ya da daha geniş olarak finans sisteminin yapısı ve gücüdür⁷².

Para politikaları oluşturulurken süresine bağlı olarak iki hedef gözetilmektedir. İlk olarak merkez bankalarının orta veya uzun vadeli bir hedefi olmalıdır. Merkez bankalarının orta vadede yalnızca bir hedefi olması gerektiği, onun da fiyat istikrarının sağlanması olduğu çoğu iktisatçı tarafından kabul edilmektedir. Fiyat istikrarının nihai amaç olarak seçilmesinin tek nedeni, bu amacın para politikası uygulamalarının sağlayabileceği bir hedef olmasıdır.

İkinci olarak merkez bankası ara hedefini belirlemelidir. Ara hedef olarak seçilecek değişkenin bazı kriterlere uyması gerekmektedir. Bu değişkenin nihai hedefle tutarlı ve istikrarlı bir ilişkisi olmalıdır. Ayrıca merkez bankasının kontrol edebileceği bir değişken olması gerekmektedir. Bu değişkenin diğer politika amaçlarının etkisinden mümkün olduğunca uzak olması göz önünde bulundurulmalıdır. Son olarak, hedef olarak seçilen değişkenin hedeflenen değerine nasıl ulaşılacağı açık olmalıdır. Böyle bir ara hedefin belirlenmesi ve açıklanması, yalnızca para politikası eğilimlerini ve uygulamalarını halka açıklamakla kalmaz, aynı zamanda para politikası uygulamaları için kamuoyunun desteğini sağlar.

Bu kriterleri sağlayan birden fazla değişken ara hedef olarak seçilebilir. Bunların başlıcaları; parasal büyüklükler, döviz kuru ve faiz oranıdır.

Merkez bankası para politikası uygulamalarında hedefini belirledikten sonra bu amaca ulaşmada sahip olduğu araçlar ve bunları uygulama yollarını saptamak durumundadır.

⁷² Gazi Erçel, Merkez Bankası ve Para Politikası, Finans Dünyası, Eylül 1997
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1997/MONPOLTU.html>

1.2.3 Para Politikası Araçlarının Amaçlara Göre Tasarımı ve Evrilmesi

Merkez bankalarının para politikası amaçlarına ulaşmak için kullandığı araçlardan bazıları genel bir nitelik taşırken bazıları ülkeye özgü özellikler gösterir.

1.2.3.1 Para Politikasının Geleneksel Araçları ve İşleyişleri

Geleneksel para politikası teorisinde, merkez bankasının para politikası yapım süreci ve uygulamaları tek taraflı ve özel kesimin beklentileri ve davranışları dikkate alınmaksızın, dışsal bir süreç olarak ele alınmaktadır. Fakat rasyonel beklenti teorisi kapsamında özel kesimdeki bireylerin rasyonel davranacağı varsayımı altında, para politikası yapım süreci, özel kesimdeki bireyler ile politika yapıcıları arasında stratejik bir oyuna dönüşmektedir. Para politikasının sonuçları sadece merkez bankasının seçimlerine bağlı değildir, aksine tüm ekonomik karar birimlerinin davranışlarının ortak sonucudur. Ayrıca ekonomik birimler rasyonel beklentilere sahip ise para politikasındaki değişiklikleri algılayarak merkez bankalarının para politikası amaçlarına ulaşmasını kolaylaştıracaklardır.

Modern para politikası yaklaşımının gelişmesiyle merkez bankası, ekonomik faaliyetlerin gerçekleştiği ortamda tıpkı diğer ekonomik birimler gibi bir oyuncu olarak ele alınmakta, özel kesim gibi kendi amaç fonksiyonunu fazlalaştıracak ya da kayıp fonksiyonunu minimize edecek politikaları seçmekte ve diğer ekonomik birimlerin beklenti ve davranışlarını dikkate alarak para politikası sürecini içselleştirmektedir. Bu içselleştirme sürecinde, geleneksel para politikası araçları kilit rol oynamaktadır. Konjunktüre göre merkez bankası aktif ve pasif faiz politikası izleyerek fiyat istikrarına ulaşmaya çalışmaktadır.

Söz konusu araçlardan “Reeskont Politikası” olarak adlandırılan araç, merkez bankalarının son kredi mercii işlevi çerçevesinde, bankaların ellerindeki ticari senet ve vesikaları yeniden iskonto ederek likidite yaratmasını sağlar. Dolayısıyla reeskont politikası, merkez bankalarının reeskont oranlarını ve koşullarını değiştirmek suretiyle

kredi talebini etkilemeye çalıştıkları bir politikadır. Reeskont politikası, kredi yapısının esnekliğini ve likiditesini etkileme yönünden büyük önem taşır. Fakat bu politikanın etkinliğini belirleyen ticari bankaların merkez bankasından aldıkları kredilerin genişliğidir⁷³. Merkez bankası reeskont oranını değiştirerek, faiz haddini ve ekonomideki para arzını etkileme gücüne sahiptir.

Reeskont politikası bekleyişler üzerinde de etkili olabilmektedir. Reeskont oranlarının yükseltilmesi ve reeskont koşullarının ağırlaştırılması para politikasının sıkılacağına yönelik uyarı sinyali gibi algılanabilir. Diğer bir deyişle, reeskont oranının değiştirilmesi ekonomik birimlerin bekleyişlerini etkileyerek para politikasının etkin çalışmasına katkıda bulunur.

Diğer geleneksel araçlardan açık piyasa işlemleri, merkez bankasının para arzını değiştirmek amacıyla, hazine bonusu ve tahvilleriyle, özel sektöre ait bazı tahvil ve senetleri alıp satma işlemleridir. Açık piyasa işlemleri para arzını ve piyasanın likiditesini düzenlemek için kullanılmaktadır⁷⁴.

Açık piyasa işlemleri ile finansal kurumların rezervlerinde değişiklik meydana gelir. Toplam rezerv hacminin daraltılması veya genişletilmesi kısa dönemli faiz oranlarının değişmesine sebep olmaktadır. Merkez bankasının, bankacılık piyasasındaki rezerv miktarında artışa sebep olan genişletici açık piyasa işlemleri kısa vadeli faiz oranlarında aşağı doğru baskı yaratır. Daraltıcı açık piyasa işlemlerinde ise para arzının azalması ile faiz oranlarında artış meydana gelir.

Açık piyasa işlemleri ile iktisadi birimlerin geleceğe ilişkin beklentileri de etkilenmektedir. Piyasa uzmanları ve yatırımcıların beklentilerinin şekillenmesinde, açık piyasa işlemlerinin enflasyon ve faiz oranı gibi temel değişkenler üzerindeki olası etkileri belirleyici rol oynamaktadır. Açık piyasa işlemleri tüm dünya merkez bankalarının en çok kullandıkları araçtır. Bunun sebepleri de açık piyasa işlemlerinin

⁷³ Suat Oktar, *Merkez Bankalarının Bağımsızlığı*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul 1996, s. 8-9

⁷⁴ Nur Keyder, *Para Teori ve Politika Uygulamaları*, Ankara geliştirilmiş 7.baskı, Bizim Büro Basımevi, 2000, s.74

kullanılmasındaki avantajlardan kaynaklanmaktadır. Açık piyasa işlemlerinin avantajları; tamamen merkez bankası denetiminde olması, sürekli uygulanabilmesi, esnek oluşu, yapılan hataların hemen düzeltilebilmesine imkan sağlaması, kapsamlı bir bürokrasi gerektirmeden kolayca uygulanabilir olmasıdır⁷⁵.

Bir diğer geleneksel araç olan “Zorunlu Karşılıklar”, finansal kurumların yükümlülüklerinin bir kısmını merkez bankasında rezerv olarak tutma zorunluluğuna dayanmaktadır. Bankalar atıl rezervlere sahip değilse, zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi durumunda verdikleri kredileri geri çağıracaklardır. Bankaların verdikleri krediyi geri çekmesi para arzının azalması anlamına gelmektedir. Zorunlu karşılık oranı düşürüldüğünde ise zorunlu karşılık oranının bir kısmı kullanılabilir rezerv şekline dönüşmektedir. Bu durumda bankaların kredi tabanı artmaktadır ve bankaların kredi tabanındaki artış para arzının genişlemesine sebep olmaktadır. Para otoriteleri bu para politikası aracını sadece para arzını ayarlamak için değil aynı zamanda kamu sektörüne fon sağlamak ve sektörel kredi dağılımını etkilemek için de kullanmaktadırlar⁷⁶.

Zorunlu karşılıklar politikasının bazı dezavantajları da bulunmaktadır. En önemli dezavantaj para arzında ince ayar yapmaya elverişli olmamasıdır. Örneğin; bankacılık sisteminde 300 milyar liralık bir yükümlülük varsa zorunlu karşılık oranındaki 1 puanlık artış bankaları 3 milyar liralık ek rezerv bulmaya zorlayacaktır. Rezerv ihtiyacındaki bu büyük artış faizler üzerinde büyük bir baskı yaratabilir ve serbest rezervleri düşük olan bankaları likidite sorunuyla baş başa bırakabilir. Öte yandan zorunlu karşılık oranında çok küçük (yüzde 0,001 gibi) değişiklikler yapmak da pratikte yaratacağı güçlükler nedeniyle uygun görülmemektedir⁷⁷. Zorunlu karşılıklar politikasının aktif bir şekilde kullanılmasına bir sonraki kısımda değinilecektir.

⁷⁵ Merih Paya, *Makro İktisat*, 2.Baskı, İstanbul: Filiz Kitabevi , 1998, s. 154-155

⁷⁶ Nur Keyder, *Para Teori ve Politika Uygulamaları*, Ankara geliştirilmiş 7 baskı, Bizim Büro Basımevi, 2000,s. 48-58

⁷⁷ Frederick Mishkin (1989). “The Economics of Money...”, s.405

1.2.3.2 Para Politikası Araçlarının Sistemik Risklere Yönelik Olarak Yeniden Şekillendirilmesi

Son yıllarda yaşanan küresel krizler, başta gelişmiş ülkeler olmak üzere izlenen ekonomi politikalarının sistemik bir krizle mücadelede genel olarak yeterince etkin olmadığını ortaya çıkarmıştır. Temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan para politikası uygulamaları, kredi büyümesi ve artan varlık fiyatlarındaki artışlar karşısında etkisiz kalmaya, finansal istikrara yönelik politikalar ise krizlere karşı hazırlıklı olma konusunda yetersiz olmaya başlamıştır. Bununla beraber, üretilen mikro riskleri azaltıcı politikalar finansal kuruluşların krizler karşısındaki dayanıklılığına odaklandığı için, risklerin sistemin geneli üzerindeki etkilerinin giderilmesinde eksik kalmıştır. Tüm bunların sonucunda, özellikle son global finansal krizin yarattığı sistemik risklerin oluşumunu ve bu risklerin ekonomi üzerinde yaratabileceği etkileri asgari düzeye indirmeyi amaçlayan makro riskleri azaltıcı politikalar (macroprudential policies) uluslararası planda ön plana çıkmış, mikro riskleri azaltıcı politikaların tamamlayıcısı olarak çeşitli şekillerde ele alınır hale gelmiştir. Literatürde makro riskleri azaltıcı politikaların sistemik riske yaklaşımı iki bakış açısıyla ele alınmaktadır⁷⁸. Birinci bakış açısı, risklerin zaman içerisindeki hareketini dikkate almak ve piyasaların iktisadi çevrimle aynı yönde hareket etmesini engelleyici önlemler geliştirmek üzerinedir. Piyasa katılımcıları piyasa göstergelerinin olumlu seyrettiği iyi dönemlerde aşırı risk alma, piyasalarda sorun yaşanmaya başladığı dönemlerde ise aksi yönde hareket ederek riskten aşırı kaçınma eğilimi göstermektedirler. Böyle bir ekonomik ortamda, makro riskleri azaltıcı tedbirler, kötü zamanlarda kullanabilmek üzere iyi zamanlarda birikim yapılmasını teşvik etmeyi amaçlamaktadır⁷⁹.

Sistemik riske yönelik diğer yaklaşım ise, risklerin belli bir zaman dilimi içerisindeki dağılımına bakarak piyasalar ve kuruluşlar arası bulaşıcılık etkisini incelemektedir. Böyle bir bakış açısıyla özellikle sistemik öneme sahip finansal kuruluşlardan kaynaklanabilecek risklere odaklanılmakta, bu risklerin söz konusu kuruluşlara getirilecek ek yükümlülüklerle sınırlandırılması ve özellikle sınır ötesi faaliyet gösteren

⁷⁸ Frederick Mishkin, *Monetary Policy strategy, Lessons From the Crisis*, NBER Working Paper 16755, <http://www.nber.org/papers/w16755>, 2011, s.8-10

⁷⁹ TCMB Finansal İstikrar Raporu 2010-II, s.50

bu kuruluşların sorunlarının uluslararası platformda etkin olarak çözümlenmesini sağlayıcı tedbirler üzerinde çalışılmaktadır⁸⁰.

1.2.3.2.1 Politika Bileşimi ve Teorik Alt Yapısı

Finansal istikrar açısından önem taşıyan kredi büyümesi, varlık fiyatları ve cari açık gibi faktörler için faiz oranları temel belirleyicidir. Buradan hareketle fiyat istikrarı için gerekli olan faiz seviyesini veren Taylor kuralına⁸¹ paralel, finansal istikrar için de uygun olan bir faiz seviyesi belirlenebilir⁸². Ancak, ekonomide fiyat istikrarı için gerekli olan faiz seviyesi ile finansal istikrar için gerekli olan faiz seviyesi her zaman birbirleri ile uyumlu olmayabilir. Ekonominin hızlı büyüdüğü dönemlerde, enflasyonu kontrol altına alan faiz politikası, finansal risklerin ortaya çıkmasını engellemekte yetersiz kalabilmektedir. Diğer taraftan, derin bir daralma durumunda ise fiyat istikrarının tesis edilebilmesi için finansal istikrarı sağlayan faiz oranından daha da yüksek bir faiz seviyesine ihtiyaç duyulabilmektedir. Her iki durumda da, politika faiz oranının hem fiyat hem de finansal istikrarı sağlayabilmesi amacıyla faiz dışındaki politika araçlarının kullanılması gerekebilecektir. Bahse konu araçların kullanılması, hem finansal istikrarı sağlayan hem de fiyat istikrarını sağlayan faiz eğrisini yataylaştırarak iki eğri arasındaki marjın daralmasına ve böylelikle her iki amaca da hizmet edilmesine katkıda bulunacaktır.

Bu çerçevede, zorunlu karşılıklar finansal istikrarı sağlamada kullanılabilecek etkin bir politika aracı olarak değerlendirilebilmektedir. Zorunlu karşılık uygulaması, bankaların kredi olarak kullanılabilecekleri temel bazı kaynakların belli bir oranının merkez bankası nezdinde tutulmasını, böylece merkez bankasının yurt içi para arzı üzerindeki kontrolünü ve likidite yönetimini güçlendirmeyi öngörmektedir. Zorunlu karşılıklar ayrıca, bankaların ellerinde bulunan kredilendirilebilir fonların miktarını değiştirmek yoluyla kredi hacmini ayarlamak ve kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığı azaltmaya yardımcı olmak fonksiyonuna da sahiptir. Söz konusu fonksiyonları sayesinde zorunlu

⁸⁰ *ibid.*, s.50

⁸¹ Taylor kuralı, nominal faiz oranının, gerçekleşen enflasyonun hedeflenen değerinden sapması ile üretim açığının bir fonksiyonu olarak tanımlanmaktadır. TCMB Finansal İstikrar raporu, 2010-II, s.50

⁸² TCMB Finansal İstikrar Raporu 2010-II, s.51

karşılıklar gerek para politikası gerekse makro riskleri azaltıcı bir politika aracı olarak kullanılabilmekte ve hem fiyat istikrarının hem de finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmaktadır⁸³.

1.2.3.3 Para Politikası Araçlarının Amaca Yönelik Kullanımı

Para politikasının belirlenme süreci, merkez bankalarının fiyat istikrarı ve büyüme veya üretimde istikrar gibi nihai amaç değişkenleriyle para politikası araçları arasındaki ilişkinin nasıl ortaya konulduğu ile ilgilidir. Para politikası belirlenme süreci açısından bir merkez bankasının hangi nihai amaç değişkeni hedeflediği sorusu, “hangi değişkenlerin hedeflenen değerlerinden sapmalarına merkez bankası, politika araç değişkeni değerini değiştirerek reaksiyon göstermektedir” haline dönüşmektedir.

Politika araç sayısının amaç sayısından daha fazla olması durumunda hedefler arasında tutarsızlık doğmakta ve araç-amaç değişkenleri arasında çelişki oluşmaktadır. Amaç-araç tutarsızlığına ilişkin olarak Theil nihai hedef değişkenler arasındaki değiş-tokuş ilişkilerinin açıkça ortaya konmasını önermiştir. Aralarında değiş-tokuş ilişkisi bulunan hedef değişkenlerden birisinin değerinin belirlenmesi diğer değişkenin de değerinin belirlenmesi anlamını taşıyacağı için araç sayısının yetersizliği problemi ortadan kalkacaktır. Buna bağlı olarak Theil, hedef değişkenin hedef değerinden sapmasına belirli bir ağırlık verilmesini ve genel tipte bir kayıp/refah fonksiyonunun minimizasyonunun/maksimizasyonunun amaçlanmasını önermektedir⁸⁴.

Tinbergen-Theil analizinde ilk aşama makro ekonominin bir modeline sahip olunmasıdır⁸⁵. Analizde hedef değişkenler nihai politika amaçları olan (enflasyon, büyüme-üretim gibi) ve toplumsal tercihleri yansıttığı düşünülen bir sosyal refah fonksiyonunu maksimize etme amacına uygun biçimde seçilmektedir. Politika yapımcıların iyi tanımlanmış sosyal refah kriterlerine veya kamu yararına göre hareket ettikleri ve bu nedenle hedef değişkenler için tek bir değer belirleyebildikleri varsayılmaktadır. Dolayısıyla analizde siyasi otoritelerin sosyal

⁸³ *ibid*, s.51

⁸⁴ Hughes Hallet, *Econometrics and the Theory of Economic Policy: The Tinbergen- Theil Contributions 40 Years On*, Oxford Economic Papers 41, 1989, s.189-214

⁸⁵ Alan Blinder, *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press, 1998, s.9

refah fonksiyonuna eşdeğer bir amaç fonksiyonunu maksimize etmeye çalıştığı kabul edilmektedir⁸⁶.

Amaç fonksiyonunda hedef değişkenlerin gerçekleşen değerlerinin arzulan (veya sosyal olarak optimal) değerlerinden sapmaları yer almakta ve her bir sapmaya belirli bir ağırlık verilmektedir. Söz konusu sapmalar ne kadar küçük ise politika yapıcının, dolayısıyla toplumun faydası o kadar büyük olmaktadır. Hedef değişkenlerin arzulan değerleri almaları için kullanılan politika araçlarının değerleri sistemdeki diğer değişkenlerden bağımsız olarak siyasi otorite tarafından belirlendiği için bu değişkenler dışsal kabul edilmektedir.

1.3 Para Politikasının Belirlenme Süreci ve Kurumsal Yapının Oluşumu

Para politikasının fiyat istikrarı amacına uygun bir şekilde dizayn edilmesi ve uygulanması teorik analiz çerçevesinin ötesinde para politikasının fiilen nasıl yürütüldüğü ile de ilgilidir. Para politikası faaliyet süreçleri, para politikasının yürütülmesinde belirleyici olan araç ve hedef değişkenler arasındaki ilişkileri, kuralları ve uygulama prosedürünü oluşturan teknik esasları ortaya koymaktadır.

Gerek ekonominin yapısı ve karşılaşılabileceği şoklarla ilgili belirsizlik, gerekse para politikasının etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkması, merkez bankalarının nihai amaç değişkenlerini doğrudan kontrol edememeleri ile sonuçlanmaktadır. Ayrıca nihai amaç değişkenleri para politikası dışında birçok faktörden etkilenmektedirler. Nihai amacı etkileyen faktörler önceden bilinmediğinden merkez bankaları uygun bir para politikası faaliyet süreci dizayn etme ve yürütme sorunuyla karşılaşmaktadırlar.

Para politikası faaliyet süreci nihai bir amaç değişkeninin saptanmasını, belirlenen amaç değişkene ulaşmayı sağlayacak bir ara hedef değişkenin seçilmesini ve bu değişkenin belirli bir değerinin belirlenmesini, bu ara hedefe götürecek bir operasyonel hedef değişkenin tayinini ve

⁸⁶ Esas olarak amaç fonksiyonu içerisinde yer alan değişkenlerden hangisinin tam olarak toplumsal tercihleri yansıttığını belirlemek sosyal kayıtsızlık eğrilerinin bilinmemesi nedeniyle güçtür. Ancak, konu ile ilgili literatürde yapılan çalışmalar, bireylerin işsiz oldukları durumda istihdama, enflasyonun geliri yeniden dağıtıcı etkilerinden zarar gördüklerinde ise enflasyon sorununa öncelik verdiklerini ortaya koymaktadır. Kenneth Scheve, *Public Demand for Low Inflation*, Bank of England Working Paper, No.172, 2002, s.1-8,39-40

bu değişkenin belirli bir değerinin belirlenmesini ve para politikası araçlarını kullanmak suretiyle saptanan uzun vadeli nihai amaç değişkenine ulaşmayı kapsamaktadır.

Faaliyet sürecinde yer alan operasyonel hedef değişkeni, merkez bankasının başka bir hedef değişkende dolaylı bir kontrol sağlamak amacıyla nisbeten doğrudan manipülasyon yapabildiği bir değişkendir. Ekonomideki gelişmelerden bağımsız olarak bu hedeflerin değiştirilmesi para politikasındaki bir değişikliği ima eder. Dolayısıyla bu hedef değişkenler hem nihai amaç değişkendeki değişmeleri önceden öngörebilen bir gösterge değişken, hem de onları etkilemek için kullanılan bir araç deęişkenidir⁸⁷.

Para politikasının nihai amaç değişkenleri söz konusu olduğunda, fiyat istikrarı amacı ön planda olmakla beraber tam istihdam, sürdürülebilir büyüme, ödemeler dengesi, finansal istikrar ve büyümenin gerçekleştirilmesine yönelik sermaye yatırımlarının teşvik edilmesi diğer amaçlar olarak sıralanmaktadır. Kuşkusuz daha önce ele alınan tartışmalar bağlamında para politikası ile nelerin yapıp nelerin yapılamayacağı dikkate alındığında, örneğin büyüme amacı için para politikasının fiyat istikrarını sağlamak suretiyle büyüme amacına katkıda bulunabileceği düşünülmektedir.

Burada önemli olan ekonominin yapısında var olan nominal katılıkların uygun nihai amacın belirlenmesinde oynadığı roldür. Ekonominin yapısında meydana gelen değişmeler (daha esnek ücret- fiyat yapısı, rekabetin artması, enflasyonist bekleyişlerin katılığı gibi) nihai amaç değişkenini etkilemektedir. Bu anlamda özellikle parasal yansızlıkların anlaşılması ve para politikasının çok farklı kanallardan ekonomiyi etkileyebilmesi, politikanın dizayn edilmesi ve yürütülmesinde para politikası aktarım mekanizmasının ayrıntılı bir biçimde ortaya konmasını ve nihai amacın fiyat istikrarının ötesinde değerlendirilmesini gerektirmektedir⁸⁸.

Benzer şekilde fiyat istikrarı amacının uzun vadeli olarak saptanması, iktisadi hayattaki kısa vadeli değişmelerin etkilerinin de gözardı edileceği anlamına gelmemektedir. Ekonomideki özel karar birimleri fiyat istikrarı politikasına tam olarak uyum sağlamış olsalar

⁸⁷ Richard C. Barth, *The Framework of Monetary Policy, Macroeconomic Management, Programs and Policies*, <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/content/pdfs/73241.pdf>, 2002, s.3-11

⁸⁸ Carl Walsh, *Implications of a Changing Economic Structure for the Strategy of Monetary Policy*, iç. Rethinking Stabilization Policy, A Symposium held by FED of Kansas, August 28-30 2003, s.13

bile enflasyonist şok yaratma potansiyeline sahip tüm faktörler ortadan kaldırılamamaktadır. Örneğin; 1970'li yıllarda yaşanan iki petrol şokunda olduğu gibi fiyatların hızla ve aniden yükselmesine yol açan arz şoklarının merkez bankası tarafından kontrol edilmesi mümkün değildir. Bu sebeple para politikasının, nihai amaç değişkenine ulaşma yolunda hem nominal katılıklar hem de olası arz şokları dikkate alınarak yürütülmesi gerekir⁸⁹.

Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı bağlamında değerlendirildiğinde para politikası, fiyat istikrarının yürütülmesinden sorumlu tutularak ekonomideki nominal katılıklar ve olası arz şoklarını dikkate alma gerekliliği sebebiyle istikrar sağlama fonksiyonunu yerine getirmekte ve ikincil nitelikteki diğer amaç değişkenlerine uygun bir makro ekonomik ortam sağlamak suretiyle istikrara katkıda bulunmaktadır⁹⁰.

Uygun bir para politikası faaliyet sürecinin oluşturulması; para politikası aracının (operasyonel hedefin) seçimi, politika aracı değişim kuralının belirlenmesi ve ara hedefleme konularını kapsamaktadır. Bu çerçevede para politikası nihai amaçtan başlanarak araçlara doğru dizayn edilmektedir. Önce amaç belirlenmekte, bunu amaçla uyumlu bir ara hedefin belirlenmesi izlemekte ve operasyonel hedef değerini sağlayacak araç büyüklüğü saptanmaktadır.

Para politikası için belirlenen amaçlar, enflasyon oranı ve reel üretim artışı (büyüme oranı) gibi politikanın yönlendirildiği nihai değişkenler üzerine tanımlanmaktadır. Aslında para politikası süreci ilki tek aşamalı diğeri iki aşamalı olmak üzere iki farklı süreci içermektedir. Tek aşamalı politika sürecinde para politikası doğrudan doğruya nihai amaç değişkene doğru uygulanmaktadır ve herhangi bir ara hedef söz konusu değildir. Şayet nihai amaçtan herhangi bir sapma olursa araçlarda gerekli değişiklikler yapılarak nihai hedefler gerçekleştirilmeye çalışılmaktadır.

Para politikasının nihai değişkenleri doğrudan etkileyemiyor olması ilgili literatürde iki aşamalı bir politika sürecinin oluşturulması sonucunu doğurmuştur. İki aşamalı sürecin temel niteliği araçlar ile nihai değişkenler arasındaki ilişkinin operasyonel hedef ve ara hedef

⁸⁹ Erdiñç Telatar, "Fiyat İstikrarı..."s.16

⁹⁰Christopher Allsop and David Vines, *Assessment: Macroeconomic Policy*, Oxford Review of Economic Policy, vol. 16, No.4, Winter 2000, s. 13

değişkenler yardımıyla kurulmasıdır. Bu şekilde doğrudan kontrol edilebilen araçlardan nihai değişkenlere doğru bir etki zinciri kurulmaktadır.

Uygulama aşamasında ise söz konusu zincir tersine işlemektedir. Basit düzeyde iki aşamalı süreç şöyle açıklanabilir. Birinci aşamada nihai amaç değişken için bir hedef seçilmekte, ikinci aşamada ise nihai değişkeni en çok etkilediği düşünülen bir değişken ara hedef olarak alınmakta ve bu değişken artık nihai bir amaç değişkenmiş gibi düşünülerek uygun araçlar aracılığıyla hedeflenen patikada tutulmaya çalışılmaktadır.

Para politikası araçlarının ulaşılmak istenen amaçları genellikle bir yıllık bir gecikmeyle ve dolaylı olarak etkilediği kabul edilmektedir. Herhangi bir para politikası aracının kullanılmasından sonra etkisinin görülmesi için bir yıl beklenmesi halinde ise gerekli düzeltmelerin yapılması için çok geç olacaktır. Bu nedenle merkez bankaları para politikası uygulamasında hedef kullanımı olarak adlandırılan bir strateji izlemektedir

Hedefleme stratejisinde ilk olarak para politikasının amacı (örneğin fiyat istikrarı gibi) belirlenir. Daha sonra bu amaca ulaşmak için amaç üzerinde direkt olarak etkili olan ve ara hedefler denilen bir dizi değişken (örneğin; M1 ya da M2 gibi bir parasal büyüklük veya kısa ya da uzun vadeli faiz oranları gibi) seçilir. Fakat merkez bankası para politikası araçlarıyla bu değişkenleri de doğrudan etkileyememektedir. Bu durumda, merkez bankası, söz konusu ara hedefleri etkileyebilecek ve doğrudan kontrol edebileceği başka değişkenler (örneğin; banka rezervleri, parasal taban veya bankalararası para piyasasındaki gecelik faiz oranı gibi) arar. Para politikası araçlarıyla doğrudan etkilenebilen bu değişkenlere de operasyonel hedefler adı verilmektedir.

Para politikasında böyle bir stratejinin izlenmesi, uygulanan politikaların ulaşılmak istenen amaç üzerindeki etkisini görmek için beklemek yerine doğru yolda olunup olunmadığını daha çabuk görmeyi sağlamaktadır. Eğer ara hedefler ve operasyonel hedefler beklendiği gibi gerçekleşmiyorsa hemen düzeltici önlemler alınabilmektedir.

Hedefleme stratejisinde kullanılan hedeflerin seçimi için birtakım kriterlere dikkat edilmesi gerekmektedir. Ara hedeflerin seçiminde dikkat edilmesi gereken üç kriter vardır ve bunlar şu şekilde sıralanabilir⁹¹:

- **Ölçülebilirlik:** Bir ara hedef değişkeninin çabuk ve doğru ölçülebilmesi gerekir. Çünkü ara hedef ancak para politikasının yoldan çıkmakta olduğunu hızla haber verirse işe yarar. Bu nedenle ara hedef olarak fazla gecikme olmadan yayınlanan ve çok fazla revize edilmeyen değişkenlerin seçilmesi tercih edilmelidir.

- **Kontrol edilebilirlik:** Bir ara hedef değişkeninin yararlı olabilmesi için merkez bankası tarafından etkili bir şekilde kontrol edilebilmesi gerekir. Eğer merkez bankası bir ara hedefi kontrol edemiyorsa bu hedef raydan çıktığında onu tekrar yoluna sokamaz.

- **Amaçlar üzerinde öngörülebilir bir etki:** Bir değişkenin ara hedef olarak yararlı olabilmesi için gereken en önemli özellik amaç üzerinde öngörülebilir bir etkisinin olmasıdır.

Operasyonel hedeflerin seçiminde de yukarıdakilere benzer kriterler kullanılmaktadır. Yalnız operasyonel hedefler bağlamında üçüncü kriter, “ara hedefler üzerinde öngörülebilir bir etki” halini almaktadır. Ayrıca operasyonel hedeflerin seçiminde kontrol edilebilirlik kriterine daha fazla vurgu yapılması gerekmektedir. Operasyonel hedeflerin para politikası araçlarıyla doğrudan kontrol edilebilir değişkenler olduğuna yukarıda değinilmişti. Ara hedefler üzerinde ise dolaylı bir kontrol söz konusudur.

Para politikası hedefleme stratejisinde önemli bir nokta da ara hedef ve operasyonel hedef olarak seçilebilecek iki grup değişken olan parasal büyüklükler ile faiz oranlarından sadece bir grubunun seçilebilir olmasıdır. Hem parasal büyüklükler hem de faiz oranları aynı anda ara hedef ya da operasyonel hedef olarak kullanılamamaktadır. Çünkü merkez bankası aynı anda hem faiz oranını hem de para miktarını kontrol edemez. Parasal büyüklükler hedef olarak seçildiğinde bu hedefin

⁹¹ Frederick S. Mishkin , “*The Economics of Money...*”, s. 418-419

tutturulabilmesi için faiz oranı dalgalanmaya bırakılmak durumundadır. Faiz oranları hedef olarak seçildiğinde ise bu hedefin tutturulabilmesi parasal büyüklüklerin dalgalanmaya bırakılmasına bağlıdır.

1.4 Para Politikasının Bir Hedefleme Stratejisi Çerçevesinde Tasarımı ve İşletilmesi

1.4.1 Parasal Hedefleme Stratejisinde Para Politikasının Fonksiyonu

Parasal hedefleme stratejisinin teorik-entelektüel temelleri M. Friedman'ın sabit oranlı parasal büyüme kuralına dayanır⁹². Monetarist iktisatçılar enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olduğundan hareketle, miktar kuramı çerçevesinde gelir ve fiyat düzeyinin para arzı tarafından belirlendiğini ve dolayısıyla para talebinin istikrarlı ve paranın dolanım hızının öngörülebilir olması durumunda parasal hedefleme aracılığıyla uzun vadede nominal gelir ve enflasyonun kontrol altına alınabileceğini savunmaktadırlar.

Uygulamada parasal hedefleme stratejisine geçiş Monetarist tezlerin etkilerinden ziyade, merkez bankalarının 1970'li yılların başından itibaren dünya ekonomisinin değişen koşullarına pragmatik politika reaksiyonları vermelerini yansıtmaktadır. Nitekim ülkeler parasal hedefleme stratejilerini enflasyonun yanında, üretim ve kur istikrarını da gözeterek mekanik bir kurala bağlı kalmaksızın esnek bir biçimde uygulamışlardır. Bretton Woods sisteminin çöküşü ve petrol şoklarının ardından global olarak yükselen enflasyon oranları ile birlikte Keynesyen aktivist politikalara inancın azalması sonucu para politikası için yeni bir nominal çıpa ihtiyacı doğmasına bağlı olarak merkez bankalarının parasal hedefleme stratejilerini uygulamaya koydukları gözlenmektedir. Bu çerçevede ilk olarak 1974 yılında Almanya, daha sonra İsviçre (1975), ABD (1975), Kanada (1975), İngiltere (1976) parasal hedefleme stratejisini

⁹² Otmar Issing, *Why Price Stability?*, iç. *Why price stability?*, First ECB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany ed. Alicia García Herrero, Vítor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, ECB Publications, Frankfurt:2000, s.187

yürütmeye başlamışlardır. Almanya ve İsviçre diğer ülke uygulamalarından farklı olarak parasal hedefleme stratejisinin başarılı örnekleri olarak gösterilmektedir⁹³.

Parasal hedefleme stratejisi uygulamalarının temel karakteristikleri şöyle sıralanabilir:

- Parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkinin kopması sonucunda parasal büyüklükler, üzerinde politika kararlarının alındığı bir değişken (nominal çıpa) olma özelliklerini yitirmişlerdir. Bunun yerine parasal büyüklükler gelecekteki enflasyona yönelik bir gösterge olarak kullanılmakta, fiyat istikrarına ilişkin risklerin değerlendirilmesinde bir enformasyon değişkeni olarak hizmet görmektedirler. Bu bağlamda parasal büyüme için belirlenen referans değerinden sapmalar, mevcut para politikası uygulamalarının nihai amaç ile olan uyumsuzluğunu sinyalleme ve politikanın yeniden değerlendirilmesini sağlama yönünde taşıdıkları bilgi itibarı ile ele alınmaktadır⁹⁴.

- Hedefleme stratejilerinin başarısında, katı bir biçimde nihai amaç doğrultusunda katı bir uygulamadan ziyade, kısa vadede nihai amaçtan olası sapmalara izin veren esnek uygulamalara izin verilmesi önemli yer tutmaktadır. Bu bağlamda özellikle Almanya ve İsviçre uygulamaları kısa vadede belirli esnekliklere izin veren ancak uzun vadede nihai amaca ulaşmayı amaçlayan politikaların uygulandığı "sınırlandırılmış ihtiyarilik" çerçevesinde tanımlanmaktadır⁹⁵.

-“Sınırlandırılmış ihtiyarilik” çerçevesinde hedefleme stratejilerinin başarısında, politikaların açık bir biçimde kamuoyu ile paylaşılarak şeffaflığa önem verilmesinin ve kamuoyu ile iletişimin büyük rolü olduğu anlaşılmıştır. Hedefin nihai amaçtan sapmalarına yönelik açıklama ve yayınlar, politikaların kamuoyu tarafından daha iyi

⁹³Charles Goodhart and Boris Hoffman, *Asset Prices and the The Conduct of Monetary Policy*, The Economic Journal, repec.org/res2002/Goodhart.pdf , s.1-15

⁹⁴ Edward Nelson, *The Future of Monetary Aggregates in Monetary Policy Analysis*, Journal of Monetary Economics, vol.50, Issue5, July 2003, s.1-5

⁹⁵ Thomas Laubach and Adam Posen, *Disciplined Discretion: The German and Swiss Monetary Targeting Frameworks in Operation*, Federal Reserve Bank of New York, Research Paper No: 9707, 1997, http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/research_papers/9707.pdf , s.1-5, 56-60

anlaşılmasına ve esneklik-şeffaflık dengesinin sağlanması suretiyle fiyat istikrarının kredibilitesine katkıda bulunmaktadır⁹⁶.

- Ülkelerin uyguladığı hedefleme stratejileri teknik prosedürler itibarıyla benzer özellikler gösterebilmekte, hedefleme stratejileri arasındaki ayırım merkez bankalarının kamuoyu ile iletişimi, şeffaflık ve hesap verebilirliğe yönelik kurumsal mekanizmaları vasıtasıyla oluşturulabilmektedir. Dolayısıyla stratejilerin adı ne olursa olsun farklılıklar para politikasının esneklik, şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi modern unsurlarına merkez bankalarının atfettikleri önem düzeyinin aynı olmamasına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.

1.4.2 Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinde Para Politikasının Fonksiyonu

Para politikasının yürütülmesinde döviz kurunun hedeflenmesi, ulusal paranın değerinin altın gibi bir mala sabitlenmesine (altın standardı uygulaması) kadar uzanan bir geçmişe sahiptir. Günümüzde ise ulusal paranın daha düşük enflasyona sahip ülkenin parasına (çıpa ülke) sabitlenmesi şeklinde sabit kur rejimi çerçevesinde uygulanmaktadır. Bu durumda enflasyon oranı çıpa ülkenin enflasyon oranına yakınsamaktadır. Bir diğer alternatif, ulusal paranın durağan bir oranda değer kaybetmesine izin verildiği ve düşük enflasyonlu ülke parasına sürünen bir parite şeklinde bağlandığı uygulama biçimidir ki bu durumda enflasyon oranı çıpa ülkedeki enflasyon oranından daha yüksek olabilecektir⁹⁷.

Döviz kuru hedefleme stratejisinin dizaynı, yürütülmesi ve işleyiş dinamiklerinin belirlenmesi ülkenin seçmiş olduğu döviz kuru rejimine bağlıdır. Döviz kuru rejiminin seçimi, sabit kur-esnek kur arasında yapılan bir tercihten ziyade daha önce değinildiği üzere, kural-esneklik bağlamında çeşitli alternatifler arasında yapılan bir tercihi ve bu tercihe yönelik olarak geliştirilen taahhüt mekanizmalarını ifade etmektedir. Bu

⁹⁶ Frederick S. Mishkin, *From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries*, World Bank Economics Working Paper, No.2684, 2001, s.13

⁹⁷ Frederick S. Mishkin, "International Experience...", s.2

bağlamda kura yönelik bir hedefin belirlenmesi hedefe uygun para ve maliye politikalarının uygulanmasını gerektirmektedir⁹⁸.

Nominal çıpa olarak döviz kurunun hedeflenmesiyle, dış ticarete konu olan malların fiyatlarını çıpa ülkelerin fiyatlarına bağlayarak dış ticareti yapılamayan mallardaki ücret ve fiyat ataletinin enflasyon üzerindeki etkisinin süreç içerisinde kırılması ve enflasyon bekleyişlerinin çıpa ülkedeki enflasyon düzeyine yakınlaşarak enflasyonun kontrol altına alınması beklenmektedir⁹⁹. Böylelikle ülkenin kendi başına sağlayamadığı kredibilitenin, döviz kuru hedefi aracılığıyla çıpa ülkede uygulanan istikrar odaklı para politikaları çerçevesinde adeta miras alınarak kazanılması söz konusu olabilecektir. Bu anlamda kur taahhüdü aracılığıyla elde edilen kredibilitenin para ve maliye politikaları üzerinde disipline edici bir etkide bulunması amaçlanmaktadır¹⁰⁰.

Para ve maliye politikalarının kur taahhüdüne uygun bir biçimde dizaynı zaman tutarsızlığı sorununu ortadan kaldırmaktadır. Döviz kuru hedefi, ulusal paranın değer kaybettiği zamanlarda sıkı para politikası, değer kazandığı zamanlarda ise genişletici para politikası uygulamasını gerektiren otomatik bir para politikası kuralı gibi işlemektedir. Öte yandan genişletici maliye politikaları ödemeler bilançosu açığına ve dolayısıyla kur taahhüdünün çökmesine neden olacağından tercih edilmeyecektir.¹⁰¹ Bu duruma, kur taahhüdünün ücret ve finansal sözleşmelerde enflasyonist eğilim içeren davranışları ortadan kaldırmasıyla oluşan yurtiçi finansal disiplinin kur taahhüdünün devam ettirilebilmesi için gerekli olan mali ayarlamalar açısından güçlü bir teşvik olması da katkıda bulunmaktadır. Bu anlamda para ve maliye politikalarının yürütülmesinde ihtiyari uygulamaların ortadan kalkması uygulanan politikaların kredibilitesine destek sağlayacaktır¹⁰². Bunun yanı sıra, döviz kuru hedefinin para ve maliye politikaları üzerindeki disipline edici etkisi ve kamuoyu ile iletişim sürecindeki

⁹⁸Thorarin G. Petursson, *Exchange Rate of Inflation Targeting in Monetary Policy*, Iceland Central bank Research Paper, http://www.sedlabanki.is/uploads/files/mb001_6.pdf, s.1-10

⁹⁹ Frederick S. Mishkin and Miguel Savastano, *Monetary Policy Strategies for Emerging Market Countries: Lessons From Latin America*, IMF Research Department, 2002, s.1

¹⁰⁰Louis Felilpe Cespedes, Roberto Chang and A.Velasco, *Balance Sheets and Exchange Rate Policy*, NBER WP/7840, s.1,33-34

¹⁰¹ Frederick S. Mishkin, "International Experience...", s.2

¹⁰² A. Javier Hamann, *Exchange Rate-based Stabilization: A Critical Look at the Stylized Facts*, IMF Staff Papers, No. 139, October 1999, s.111-114

üstünlüğünün kombinasyonu bir yandan dezenflasyon sürecini kolaylaştırmakta diğer yandan stratejinin yürütülmesinde dışsal baskıların elimine edilmesine yardımcı olmaktadır¹⁰³.

Belirtilen avantajlarına bağlı olarak döviz kuru hedefleme stratejisinin gelişmiş ülkelerde bir süre başarıyla uygulandığı gözlenmiştir. Örneğin; İngiltere ve Fransa Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) çerçevesinde ulusal paralarını Alman markına bağlayarak enflasyonu kontrol altına almayı başarmışlardır. 1987 yılında Fransa ulusal parasını Alman markına sabitlediğinde yüzde 3 olan enflasyon oranını 1992 yılına kadar yüzde 2'ye, 1996 yılına kadar ise yüzde 2'nin de altına çekerek enflasyon oranını Almanya'ya yaklaştırmıştır.

Benzer şekilde İngiltere ulusal parasını 1990 yılında Alman markına sabitleyerek enflasyon oranını 1992 yılına kadar yüzde 10'dan yüzde 3'e indirmeyi başarmıştır¹⁰⁴.

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hedefleme stratejisinin uygulanması, söz konusu ülkelerde enflasyon dinamikleri ve makro ekonomik temellerin gösterdiği özellikler itibarıyla literatürde biçimsel olgulara ilişkin ortak bir çerçeve ortaya koymaktadır.

Döviz kuru hedeflemesi uygulamasının avantaj ve dezavantajlarını maddeler halinde şu şekilde sıralayabiliriz:

Avantajlar:

- Hiperenflasyon ve yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde döviz kuru hedefleme stratejisinin enflasyonun kontrol altına alınmasında başarılı olduğu gözlenmektedir. Ancak enflasyonist baskıların yoğun ve yerleşik bir enflasyon yapısının hakim olduğu

¹⁰³ Andrew Atkeson and P. Kehoe, "The Advantage of Transparent Instruments of Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Minneapolis Research department, October 2001, s.31

¹⁰⁴ Frederick S. Mishkin, "International Experience...", s.3

kronik enflasyon yaşayan ülkelerde enflasyon oranı ile kurun uyum sürecinin uzaması hedefleme stratejisinin sürdürülebilirliğini tehlikeye atmaktadır¹⁰⁵.

- Uzun süre devam etmiş olan yüksek enflasyon periyodları ekonomide yüksek düzeyde dolarizasyona yol açmaktadır. Parasal hedefleme stratejisi benimsenecek olursa, her şeyden önce seçilen para tanımında yabancı para olarak tutulan varlıkların yerli para cinsinden değeri ile yabancı para cinsinden mevduat içerisinde gösterilmesi gerekecektir. Bununla birlikte para arzının belirli bir kısmı para otoritelerinin kontrolü altında değildir. Dolayısıyla para arzının yurtiçi kısmında yaşanan düşüş toplam likidite ve enflasyon üzerinde fazla etki yaratmayabilecektir. Bu koşullar altında döviz kurunun hedef olarak benimsenmesi uygun olmaktadır¹⁰⁶.

- Uzun süreli kronik enflasyon yaşayan ülkelerde iktisadi ajanların enflasyon beklentilerindeki katılık ve uygulanan para ve maliye politikalarına ilişkin kredibilite eksikliği, döviz kuru hedefi aracılığıyla daha kolay giderilebilecektir. Bu argüman politika yapıcılarının kur taahhüdünün varlığı sebebiyle devalüasyonun yüksek maliyetlerine katlanmak istemeyecekleri ve bu sebeple mali ve parasal disiplini ön planda tutacakları varsayımıyla ve döviz kurunun olası gevşek politika uygulamalarını anında yansıtan ve gözlenmesi kolay bir değişken olmasının katkısıyla daha da güçlenmektedir¹⁰⁷.

Dezavantajlar:

- Döviz kuru hedefleme stratejisinin en temel dezavantajı, sabitleme yapan ülkedeki (pegging country) para politikasının, iç ekonomik koşulların gerektirdiği biçimde bağımsız uygulanma imkanının ortadan kalkmasıdır. Dışa açık finansal piyasalara sahip ülkelerdeki faiz oranları çıpa ülkenin faiz oranları ile yakından ilişkili hale gelmekte ve para yaratma süreci çıpa ülkedeki para arzı artışlarına bağlanmaktadır. Dolayısıyla kuru sabitlemiş bir ülke para politikasını çıpa ülkedeki şoklardan bağımsız olarak olası yurtiçi şoklara tepki verecek şekilde uygulama yeteneğinden yoksun kalmaktadır. Örneğin; kuru sabitleyen ülkede yurtiçi talepte bir düşme olduğunda (kamu

¹⁰⁵ A. Javier Hamann, "Exchange Rate-based...", s.111-114 ve Stanley Fischer and C.Vegh, *Modern Hyper and High Inflation*, Journal of Economic Literature, Vol:XL November 2002, s.837-880

¹⁰⁶ Erdiç Telatar, *İstikrar Programlarında Nominal Çıpa Seçimi ve Uygulama Sonuçları*, Hacettepe Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 18, Sayı2, 2000, s.468

¹⁰⁷ Andres Velasco, *Exchange Rate Policies for Developing Countries: What Have Learned? What Do We Still Not Know?*, UNCTAD G24, Discussion Paper Series, No.5, June 2000, s.1-3

harcamalarında bir azalış ya da ihraç mallarına olan talepte bir düşme gibi nedenlerle) para politikası faiz oranlarını düşürme şeklinde bir tepki verememektedir. Bu durumda üretim ve hatta enflasyon arzulanan düzeylerin altına düşebilmekte ancak para otoriteleri bu hareketleri durdurmaya yönelik bir tepki verememektedir¹⁰⁸.

- Döviz kuru hedefleme stratejisinin bir diğer dezavantajı, ulusal paranın spekülâtif ataklara açık bir duruma gelmesidir. Çıpa ülkede meydana gelen bir şok, sabitleme yapan ülkede ekonomik büyümenin gerilemesine ve istihdamda azalmaya yol açan negatif bir talep şoku doğurmaktadır. Bu durumda spekülâtörler otoritelerin kur taahhüdünü sorgulamaya başlamakta, değer kaybetme eğilimindeki parayı satarak potansiyel olarak düşük risk ve yüksek getiri sağlayan cazip bir kar olanağı elde etmektedirler. Kuşkusuz merkez bankasının oluşan krize karşı faiz oranlarını yükseltmesi hem fiili ve beklenen enflasyonu artırmakta hem de ciddi boyutlarda döviz rezervi kaybına yol açmaktadır¹⁰⁹.

Döviz kuru hedefleme stratejisinin yukarıda belirtilen iki dezavantajı nedeniyle, gelişmekte olan ülkelerde ekonominin fiyat istikrarı ile finansal kriz arasında bıçak sırtında seyrettiği bir sürecin ardından hedefleme stratejisinin finansal kriz ile sonuçlandığı görülmektedir. Buradan hareketle, döviz kuru hedefleme stratejilerinin gelişmekte olan ülkelerde finansal krizle sonuçlanması stratejinin taşıdığı içsel dezavantajlar ile söz konusu iki kısım arasındaki ilişkilere bağlı olarak ele alınmaktadır¹¹⁰. Bu durumu aşmak için gelişmekte olan ülkelere katı (hard peg) ve yumuşak (soft peg) olmak üzere iki tip döviz kuru hedefleme stratejisi önerilmektedir¹¹¹. Katı döviz kuru hedefleme stratejilerinin, söz konusu ülkelerin bağımsız para politikası izleme konusundaki ekonomik ve kurumsal yetersizlikleri ile disiplin ve kredibilityle ilgili eksikliklerine ilişkin argümanlar çerçevesinde; olarak para kurulu (currency board) ve resmi dolarizasyon (official dollarization) şeklinde iki türlü uygulanması söz

¹⁰⁸ Frederick S. Mishkin, *The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging Market Countries*, International Finance, vol.1, Issue1, October 1998, s.85

¹⁰⁹ Maurice Obstfeld and K.Rogoff, *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, Journal of Economic Perspectives, vol.9, No.4, Fall 1995, s.1-5

¹¹⁰ *ibid*, s.1-5

¹¹¹ Stanley Fischer, *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, Finance and Development, June 2001, s.18

konusudur¹¹². Yumuşak döviz kuru hedefleme stratejilerinde ise kurun hedef enflasyon oranına göre değer kaybederek enflasyon oranına yakınsaması, beklenen çıpa işlevini görmektedir.

Kronik enflasyon problemi yaşayan gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hedefleme stratejisi uygulamasında gözlenen en temel biçimsel olgu kurdaki değer kaybı oranı ile enflasyon oranı arasındaki yakınsamanın yavaş gerçekleşmesi ya da gecikmeli olmasıdır. Dolayısıyla ulusal para çıpa ülkenin parasına oranla aşırı değerli hale gelmekte ve bu durum dış dengeyi olumsuz etkilemektedir. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda sermaye girişleri sürdüğü ve merkez bankası yeterli döviz rezervine sahip olduğu müddetçe dış dengenin sürdürülebilirliği sorun yaratmamaktadır¹¹³.

Bununla birlikte sermaye hareketleri ile döviz kuru hedefleme stratejisi uygulayan ülkenin iç ve dış dengeleri arasındaki ilişki yumuşak döviz kuru hedefleme stratejilerinin sürdürülebilirlik sorununu ve kriz olasılığını stratejinin yürütülmesi boyunca gündemde tutmaktadır. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucunda kur taahhüdünün (ya da dış dengenin) sürdürülebilirliğine yönelik kuşku özellikle hedefleme stratejisine uygun olmayan tutarsız politikaların (genişlemeci maliye politikaları gibi) uygulandığı ortamlarda devalüasyon baskısını artırmaktadır.

Öte yandan, hedefleme stratejisine uygun politikaların izlendiği, diğer bir deyişle ülkenin makro ekonomik temellerinde herhangi bir bozulma olmadığı ortamlarda bile, finansal piyasalarda oluşan olumsuz bekleyişler kendi kendini besleyen bir süreçte kura yönelik spekülasyon atığı tetiklemekte ve döviz talebi yükselmektedir¹¹⁴. Bu durumda hükümetler kur taahhüdünü terk etmek ya da stratejiyi sürdürmenin maliyetlerine katlanmak arasında bir tercihle karşı karşıya kalmaktadırlar. Spekülasyon atığının

¹¹² Steve Hanke ve Kurt Schuler, Gelişmekte olan Ülkeler İçin Para Kuralları El Kitabı, (çev.) Bekir B.Özipek ve M.Toprak, Ankara: Liberte Yay., 2001, s.14

¹¹³ Steven B.Kamin, "Real Exchange Rates and Inflation in Exchange Rate Based Stabilizations: An Empirical Examination", FED International Finance Discussion Papers, No.554, June 1996, s.1-2

¹¹⁴ Bu durum kanonik kriz modelleri olarak da anılan ilk nesil modeller çerçevesinde açıklanmaktadır. Buna göre kriz, kur taahhüdü ile tutarlı olmayan politika uygulamalarına bağlı olarak doğmaktadır. Flood and Marion, s.5

gerçekleşmesi durumunda kur taahhüdünün savunulması amacıyla faizlerin yükseltilmesi bir yandan büyüme ve istihdamı olumsuz etkilerken, diğer yandan özellikle borç/GSYİH oranının yüksek olduğu ekonomilerde borçların (iç dengenin) sürdürülebilirliğinin sorgulanmasına ve borçları ödeyememe riskinin (default) doğmasına neden olmakta ve krizin etkilerini derinleştirmektedir¹¹⁵.

Döviz kuru hedefleme stratejisinin yürütülmesinde sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamlarda karşılaşılan sorunlar reel faizler ve reel kurların gösterdikleri davranışlara bağlı olarak artan parasal tabanın reel faizleri düşürmesine bağlıdır. Ancak reel faizlerdeki düşüş tüketim ve kredi genişlemesi sonucunda ithalatı artırmakta ve dış denge kötüleşmektedir. Dolayısıyla strateji kendi içsel kurgusu itibarıyla ekonomiyi istikrar ve kriz arasında bıçak sırtı bir dengeye oturtmaktadır¹¹⁶.

Tüm bunlara bağlı bir biçimde döviz kuru hedefleme stratejilerinin gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlere ve finansal istikrarsızlığa uygun zemin hazırladığı görülmektedir. Hedefleme stratejisinde finansal kırılganlığa ilişkin riskler; finansal piyasalarda varolan asimetrik enformasyon problemleri, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalarda kendi ulusal paraları cinsinden borçlanmamaları hipotezi ve söz konusu ülkelerde banka-finans kesimine yönelik düzenleme ve denetim-gözetim süreçlerindeki zayıflıklar olarak sıralanabilmektedir¹¹⁷.

Gelişmekte olan ülkelerin kurumsal özelliklerinden olan; borcun kısa vadeli olması, yabancı para cinsinden borçlanmaların çokluğu, bankacılık kesiminin zayıf kurumsal yapısı bu ülkelerin uyguladıkları politikalara ilişkin kredibilite eksikliği ile birleştiğinde ciddi ekonomik ve toplumsal maliyetleri olan krizlere dönüşebilmektedir¹¹⁸.

¹¹⁵ Graciela Kaminsky, "Varieties of Currency Crises", NBER Working Paper, No.10193, December 2003, s.1

¹¹⁶ George Tavlas, "On the Exchange Rate as a Nominal Anchor: The Rise and Fall of the Credibility Hypothesis", The Economic Record, vol.76, No233, June 2000, s.190

¹¹⁷ Barry Eichengreen and R.Hausmann, "Exchange Rates and Financial Fragility", NBER Working Paper, No.7418, November 1999, s.2-3

¹¹⁸ Frederick S.Mishkin, "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers", Maintaning Financial Stability in a Global Economy, A Symposium Sponsored by FED of Kansas City, 1997, s.86

Döviz kuru hedefleme stratejisi ulusal paranın değerindeki belirsizliğe bağlı olarak yurtiçindeki firmaları, banka-finans kurumlarını ve hükümeti döviz cinsinden borçlanmaya teşvik edebilmektedir. Kura yönelik spekülasyon bir saldırının getirdiği devalüasyon döviz cinsinden borçlu olan firma ve kurumların borç yükünü artıracaktır. Ancak firmaların varlıkları ulusal para cinsinden olduğundan varlıklarında kurdaki değer kaybına eşdeğer bir azalış olmaması, bilançolarının bozularak net değerlerinin azalmasına yol açacaktır. Bu durumda ekonomi, işler daha kötüye gitse bile firmaların ellerindeki varlıkların net taahhüdünü savunmak durumunda kalan bankacılık sisteminin çökmesi tehlikesi ile karşı karşıya kalır. Merkez bankası zayıf bankacılık sisteminin etkisi ile kur taahhüdünü yerine getirmekte zorlanırsa, spekülasyon artışına paralel olarak döviz krizi giderek büyüyebilir¹¹⁹.

Öte yandan merkez bankasının izlediği para politikasının yönü ancak spekülasyon atakları ardından anlaşılabilir. Zira gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının bilançoları yeterince şeffaf olmadığı için uyguladıkları politikaların niteliği kolaylıkla anlaşılabilir. Döviz kuru hedefleme stratejisi uygulaması merkez bankasının faaliyetlerini daha az şeffaf ve hesap veremez hale getirdiğinden dolayı bu stratejide zaman tutarsızlığı sorunu artmaktadır¹²⁰.

Döviz kuru hedefleme stratejisinin işleyiş dinamikleri ve dezavantajları bağlamında yukarıda ortaya koyulan çerçeve, dünya ekonomisinde özellikle 1990'lı yıllarda sermayenin küreselleşmesi sürecine paralel olarak yaşanan bir dizi finansal krizin temel çizgilerini ortaya koymaktadır. Meksika (1994-95), Doğu Asya (1997-98), Rusya (1998), Brezilya (1988-99), Arjantin (2000-01) ve Türkiye'de (2000-01) yaşanan krizler döviz kuru hedefleme stratejisinin finansal krizleri hazırlayıcı iç dinamikler taşıması ve stratejinin sürekli krizle sonuçlanması nedeniyle fiyat istikrarının sağlanmasına uygun bir hedefleme stratejisi olmadığına dair görüşlerin yaygınlaşmasını beraberinde getirmiştir. Genel olarak finansal krizle sonuçlanmasına rağmen yüksek kronik enflasyon yaşanan ülkelerde özellikle enflasyonla mücadelenin erken aşamalarında döviz kuru hedefleme stratejisinin enflasyonist beklentilerin kırılması ve enflasyondaki

¹¹⁹ Frederick S.Mishkin, "International Experiences....", s.6-7

¹²⁰ *ibid*, s.10

katılığın aşılması açısından etkili olduğunu belirtmek gerekir. Bu sebeple stratejinin belirli bir süre dezenflasyon amacıyla kullanıldıktan sonra daha esnek bir kur rejimine geçişi ortaya koyan bir stratejinin uygulamaya konulması ile beraber açıklanabileceği ve kur çıpasından kademeli bir çıkışın sağlanabileceği ileri sürülmektedir. Daha esnek kur rejimine geçmeden önceki sürede ise mali disiplin ve banka-finans kesimine yönelik kurumsal ve ekonomik önlemler alınabilecektir¹²¹.

Bu konuda yapılan çalışmalar hedefleme stratejisinden çıkışın doğasının stratejinin uygulama ömrüne bağlı olduğunu ortaya koymaktadır. Stratejinin ömrü uzadıkça kur taahhüdünün işlevini başarıyla yerine getirdiği ancak kriz olasılığının ve daha esnek kur rejimine geçiş ihtimalinin kuvvetlendiği görülmektedir. Ekonominin dışa açıklık derecesinin yüksekliği ve mali zayıflıkların varlığı stratejinin kademeli bir biçimde terk edilmesinde rol oynamaktadır. Ancak finansal piyasaların etkinliği ve derinlik arzemesi stratejiden çıkışın maliyetlerini azaltıcı bir rol oynamamaktadır¹²².

Döviz kuru hedefleme stratejisinin finansal krizle sonuçlanmasının ardından kriz öncesi enflasyonun görece olarak düşük olduğu ülkelerde katı kur rejimlerine nazaran esnek kur rejimlerine geçişin nominal istikrarı daha hızlı sağladığı gözlenmiştir. Kriz sonrası esnek kur rejimini tercih eden ülkeler, para politikası hedefleme stratejisi olarak tüm koşulları yerine getirilmiş olmasa da belirli düzeylerde uygulama özellikleri olan enflasyon hedeflemesine geçmişlerdir¹²³.

1.4.3 Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Para Politikasının Fonksiyonu

Literatürde enflasyon hedeflemesi stratejisinin para politikası bağlamında kurala bağlı bir politika mı yoksa ihtiyari bir politika mı olduğu konusunda farklı yaklaşımlar

¹²¹ Barry Eichengreen, P.Masson et al., "Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange Rate Flexibility", Essays in International Finance, No.213, April 1999, s.24-25

¹²² Rupa Duttagupta and I.Ötoker-Robe, "Exit from Pegged Regimes: An Empirical Analysis", IMF Working Paper, No. 147, July 2003, s.31

¹²³ Bu ülkeler arasında Brezilya, Meksika, Rusya, Kore, Malezya ve Türkiye bulunmaktadır. Andrew G.Berg, M.Stone et al., "Re-establishing Credible Nominal Anchors After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience", IMF Working Paper, No.76, April2003, s.19

vardır¹²⁴. Enflasyon hedeflemesi, teknik olarak merkez bankasına, basit ve mekanik bir kuralın uygulanmasına benzer bir prosedür sunmamaktadır. Aksine ekonominin çeşitli yapısal modellerinin ve mümkün olan tüm enformasyonun değerlendirildiği bir politikayı içermektedir. Bunun yanında, orta vadeden uzun vadeye uzanan enflasyon hedefi, merkez bankalarına istihdam ve döviz kuru gibi değişkenleri dikkate alabilecekleri ya da ihtiyari davranabilecekleri bir manevra alanı sunmaktadır. Bu doğrultuda Bernanke vd. enflasyon hedeflemesini bir kuraldan ziyade bir para politikası çerçevesi olarak değerlendirmiştir¹²⁵. Buna göre enflasyon hedeflemesi; para politikasının esnekliğini kaybetmeden belirli bir disiplin altında yürütülen hem kural hem de ihtiyari uygulamalara dayalı “sınırlandırılmış ihtiyarilik” olarak nitelenen bir para politikası stratejisidir. Bu nitelemeye göre para otoritesi, ekonomik işleyişe ilişkin beklenmeyen olaylar ve olağan dışı durumlara karşı tepki verebilecek ve gerekli gördüğünde değişikliğe gitmeyi gündemine alabilecektir. Ayrıca böyle bir tercih, politika yapıcıları uzun dönemde arzu edilmeyen sonuçlar doğuracak olan politikaları uygulamaya teşebbüs etmekten sistematik olarak alıkoyacaktır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi katı bir kuraldan ziyade, sınırlı bir müdahale politikası olarak düşünülmelidir.

Strateji kapsamında ele alındığında enflasyon hedeflemesi, para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak kurumsallaştığı modern bir stratejidir. TCMB’ ye göre enflasyon hedeflemesi stratejisinin karakteristik özellikleri şu şekilde sıralanabilir¹²⁶:

¹²⁴ Bu tartışmalar için bkz. Christopher Allsopp, David Vines, *The Assessment: Macroeconomic Policy*, Oxford Review Of Economic Policy, Vol. 16, No. 4, Stephen G. Cecchetti, *Central Bank Policy Rules: Conceptual Issues And Practical Considerations*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6306, National Bureau Of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 December 1997, Juha Kilponen, *The Political Economy of Monetary Policy and Wage Bargaining: Theory and Econometric Evidence*, Bank of Finland Studies E:19, 2000, Frederick S. Mishkin, *Issues in Inflation Targeting*, Bank of Canada Working Paper, www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2000/mishkin.pdf, Frederick S. Mishkin, *Strategies for Controlling Inflation*, NBER Working Paper, no.6122, <http://www.nber.org/papers/w6122.v5.pdf>, Marvin Goodfriend Robert G. King, *The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, Cambridge, MA, June 1997, Frederick S. Mishkin Adam S. Posen, *Inflation Targeting: Lessons From Four Countries*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6126, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, August 1997

¹²⁵ Ben Bernanke, Thomas Laubach, Frederick S. Mishkin and Adam S. Posen: *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press. 1999

¹²⁶ TCMB “Enflasyon Hedeflemesi” kitapçığı, bkz. www.tcmb.gov.tr

i. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında, sayısal bir enflasyon hedefi belirlenir ve bu hedef kamuoyuna duyurulur. Merkez bankası belirli bir süre sonunda bu hedefe ulaşacağını taahhüt eder. Bu yapı para politikasının toplum tarafından kolaylıkla anlaşılabilmesini sağlamaktadır.

ii. Merkez bankası tüm para politikası araçlarını belirlenen enflasyon hedefine ulaşmaya yönelik kullanır. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankasının temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır.

iii. Enflasyon hedeflemesi rejimi sadece bir enflasyon hedefi saptamak ve bunu kamuoyuna açıklamaktan ibaret değildir. Bu rejim aynı zamanda karar alma sürecinin kurumsallaşmasını sağlamaktadır. Karar alma sürecinin kurumsallaşması;

- Politika kararlarının şeffaf bir yapıya kavuşması,

- Kararın alınacağı tarihlerin belli bir takvime bağlanması ve önceden kamuoyuna duyurulması,

- Kararların gerekçelerinin açıklanması ile bu açıklamalarda gelecekteki kararlara ilişkin eğilimlere yer verilmesi gibi unsurları kapsamaktadır.

iv. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında, merkez bankasının gelecekteki enflasyona ilişkin öngöruları büyük önem taşımaktadır. Merkez bankasının enflasyon ve diğer ekonomik büyüklüklere ilişkin öngöruları gelecekteki enflasyonist baskılara karşı merkez bankasını önceden uyarmakta ve faiz kararlarının alınması aşamasında merkez bankasına yol göstermektedir. Merkez bankası enflasyonun gelecekte izleyeceği seyri öngörebilmek ve buna göre faiz kararlarını alabilmek için çok geniş bir bilgi setinden yararlanır.

v. Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında ön plana çıkan diğer unsurlar beklentilerin iyi yönetilmesi ve etkin iletişim politikalarıdır. Özellikle enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde insanlar beklentilerini geçmişteki enflasyon oranına bakarak oluştururlar. Bu da yüksek enflasyon oranının zaman içinde süreklilik kazanması, bir başka deyişle enflasyonda atalete neden olur. Ancak enflasyon hedeflemesi rejimi altında diğer para politikası stratejilerinden farklı olarak geleceğe yönelik enflasyon hedefleri konulmakla birlikte bu hedeflere ulaşılacağı merkez bankası tarafından taahhüt edilmekte ve ekonomik birimlere geçmiş enflasyon dışında referans alabilecekleri bir başka enflasyon oranı daha sunulmaktadır. Toplumun konulan hedeflere uygun yürütülen politikalara güvenmesini sağlayabilmek için merkez bankasının etkin bir

iletişim politikası izlemesi gerekir. Etkin bir iletişim politikası merkez bankasının uyguladığı politikalarda topluma karşı şeffaf olmasını gerektirir.

Yukarıda sıralanan özellikler çerçevesinde merkez bankası nihai hedefini, uyguladığı ve gelecekte uygulayacağı politikaları ekonomik birimlere en doğru şekilde açıklamalı, ekonominin görünümüne ilişkin bilgi ve görüşlerini gelecekteki enflasyona ilişkin öngörülerini toplumla paylaşmalıdır. Böylece toplumun para politikası konusunda bilinç düzeyi yükselir, merkez bankasının belirtilenin dışında bir hedefinin olmadığı daha iyi anlaşılır, belirsizlikler azalır, toplumun gerek merkez bankasına gerekse konulan enflasyon hedefine olan güveni artar. Güven arttığı ölçüde beklentiler daha iyi yönetilmekte, beklentiler daha iyi yönetildiği ölçüde ise hedeflere ulaşmak kolaylaşmakta ve daha az maliyetli olmaktadır¹²⁷.

Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi için merkez bankası bağımsızlığı hayati öneme sahiptir. Para politikasıyla ilgili olarak yetki ve otoritenin bağımsız bir kurumda toplandığına kamuoyunun nasıl ikna edileceği konusu merkez bankalarını bağımsız bir yapıya kavuşturmayı zorunlu hale getirmiştir. Aksi takdirde kamuoyu merkez bankasının siyasi otoritenin nüfuz ve etkisi altında kaldığına inanacaktır¹²⁸.

Öte yandan para politikasının başarısı, merkez bankasının bağımsızlığının gereğini her şartta kararlı bir şekilde yerine getirmesiyle yakından ilgilidir. Diğer bir ifadeyle merkez bankasının uygulayacağı para politikası bazen diğer iktisadi hedeflerle çatışsa bile ödün vermeden kararlı bir biçimde uygulanmalıdır. Güvenilirlik yalnızca kararlı bir şekilde uygulanacak para politikasına dayanmamakta, aynı zamanda siyasi otoritenin uyguladığı genel makro ekonomik programın bütünlüğüne de bağlı olmaktadır. Örneğin; bağımsız bir merkez bankası politika gereği sıkı para politikası izlerken, maliye politikasında görülen gevşeme uygulanan politikaların tutarsızlığını ortaya koyacaktır. Bunu gören iktisadi ajanların uygulanan para politikasına olan güvenleri sarsılacak ve spekülasyon davranışlar yaygınlaşmaya başlayacaktır.

Para politikası uygulamalarında özellikle emisyon yoluyla para arzının artırılması hükümetlerin sık başvurduğu bir stratejidir. Bunun en önemli nedeni emisyonun vergi

¹²⁷ *ibid*

¹²⁸ *ibid*

oranlarının artırılması ya da yeni vergiler konulmasına göre hem daha kolay hem de daha az oy kaybettirici olmasıdır. Böylece hükümetler kaynak ihtiyacını emisyonla gidermeye ve kamu harcamalarını bu yolla finansa etmeye çalışmaktadırlar. Ancak para arzı artışının çıktığı açığının üzerinde artırılması parasal istikrarı bozarak yüksek enflasyona neden olmaktadır. Bu nedenle merkez bankasının emisyon başta olmak üzere para politikalarını uygulamada hükümetten bağımsız davranabilmesi gerekmektedir. Böylece oy kaybına uğramak gibi bir endişesi olmayan merkez bankasının emisyon hacmini kontrol ederken daha nesnel davranacağı düşünülmektedir. Buna karşılık Friedman gibi bazı iktisatçılar merkez bankasının hükümet tarafından denetlenmesinin uygun olacağını savunmuşlardır¹²⁹.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olması ve kamuya kredi vererek bütçe açıklarını finansa etmek gibi fiyat istikrarıyla çelişen görevlerinin olmaması rejimin başarısı için oldukça önemlidir. Bağımsızlık sayesinde merkez bankası siyasi baskılara maruz kalmadan fiyat istikrarı hedefine odaklanmakta, uygulanan politikalara güvenin artmasıyla beklentiler daha iyi yönetilmekte ve hedefe ulaşmak daha kolay olmaktadır.

1.5. Para Politikası Aktarım Mekanizması

1.5.1 Para Politikası Aktarım Mekanizması Kavramı ve Tipolojisi

Para politikası aktarım mekanizması para politikası araçlarındaki değişimlerin toplam çıktı, enflasyon ve istihdam gibi reel değişkenleri nasıl etkilediğini gösteren mekanizmadır¹³⁰. Bu mekanizma iki adımlı bir süreçten oluşmaktadır. Birinci adım para politikası araçlarındaki değişimlerin para piyasası faiz oranı, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi finansal piyasa koşullarına aktarımıyla ilgilidir. İkinci adım ise finansal piyasa koşullarındaki değişimlerin üretim seviyesi ve enflasyonu nasıl etkilediğini gösterir. Merkez bankalarının para politikası aktarım mekanizmasının nasıl çalıştığını anlamaları,

¹²⁹ Jose Vinals, *Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment*, iç. *Why price stability?*, First ECB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany ed. Alicia García Herrero, Vitor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, ECB Publications, Frankfurt:2000, s.113-178

¹³⁰ Peter N. Ireland, *The Monetary Transmission Mechanism*, İç. *The New Palgrave Dictionary of Economics, Second Edition*, edited by Lawrence Blume and Steven Durlauf, Hampshire: Palgrave Macmillan Ltd. 2006, s.1

para politikası araçlarının üretim seviyesi ve enflasyona etki düzeyi ile bu etkileşimin sürecini bilmeleri bakımından önem taşımaktadır. Ancak gerek teoride gerekse uygulamada oldukça karışık olan bu mekanizmayı mükemmel olarak anlamamanın veya çözmenin mümkün olmadığı kabul edilmektedir.

Para politikası aktarım mekanizması ele alındığında merkez bankasının politika aracı ile; kısa vadeli faiz oranı, varlık fiyatları, döviz kuru gibi değişkenler arasındaki aktarım süreci önem kazanmaktadır. Bu süreç öncelikle bankacılık ve finansal kesimin yapısına bağlı olarak şekillenmektedir. Banka-finans kesimi ile özel sektör ve hane halklarının rezerv talebi arasındaki ilişki gelişmiş finansal piyasaların var olduğu ekonomilerde, hane halkı ve firmaların çoğunlukla banka kredisi kullanma eğilimleri ile kurulmaktadır. Özellikle firmaların makine- teçhizata ve fabrika yatırımlarına, hane halklarının konut ve otomobil gibi dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalarının, uzun vadeli yapıları itibariyle ödünç alınan fonlar ile finanse edildiği gözlenmektedir. Finansman konusunda büyük ölçüde banka kredilerine bağımlı olunması, özel karar birimlerinin harcama kararlarının da faiz oranı dalgalanmalarından etkilenmeleri sonucunu doğurmaktadır. Buna bağlı olarak hane halkı ve firmaların finansal koşulları varlık ve yükümlülüklerinin döviz kompozisyonu, portföylerinde yer alan finansal ve reel varlıklar arasındaki ikame ilişkileri, finansal sözleşmelerin vade yapısı, dış borçlanma düzeyi gibi unsurlar da özel kesimin ve hane halklarının üretim-tüketim davranışlarını etkilemektedir.

Merkez bankalarının para politikası uygulamaları öncelikle finansal piyasalarda etkisini göstermektedir. Bu çerçevede, para politikasındaki değişmelerin üretim (reel GSYİH) ve enflasyon üzerindeki etkilerinin ve dolayısıyla para politikası aktarım mekanizmalarının açıklanmasında; finansal piyasa fiyatlarına önem veren yaklaşım ve kredi yaklaşımı olmak üzere iki alternatif teorik çerçeveden söz edilebilir¹³¹.

Para politikası aktarım mekanizmasının açıklanmasında finansal piyasa fiyatlarına -faiz oranı, döviz kuru, diğer varlık fiyatları- önem veren yaklaşım, para politikasının finansal piyasa fiyatları üzerindeki etkisine bağlı olarak özel kesim ve hane halklarının finansal

¹³¹ John B.Taylor, "Alternative Views of the Monetary Transmission Mechanism: What Difference Do They Make for Monetary Policy", Oxford Review of Economic Policy, vol.16, No.4, Winter 2000, s.62

olmayan kararlarının nasıl değiştiğini ele almaktadır. Bu yaklaşım çerçevesinde ekonominin dışa açıklık derecesine bağlı olarak döviz kuru ya da diğer varlık fiyatlarına verilen öneme göre farklı açıklamalar yapılmaktadır.

Standart aktarım mekanizması olarak faiz oranı kanalı ile işleyen para politikası aktarım süreci, Keynesyen aktarım mekanizmasının temel değişkeni olarak M. Friedman ve diğer Monetarist iktisatçıların çalışmaları ile eleştirilmektedir. Bu anlamda modern miktar teorisi çerçevesinde nominal gelirdeki kısa dönemli dalgalanmaların ve fiyatlar genel düzeyinin belirlenmesinde paranın rolü üzerinde durulmaktadır. Monetaristler para politikası uygulamalarının nisbi varlık fiyatları ve servet üzerindeki etkilerini analize katarak J. Tobin'in q teorisi ve servet uyarlama mekanizmasının önemini vurgulamaktadırlar.

Para politikasının faiz oranı aracılığıyla uzun dönemli varlıklara yönelik harcamaları nasıl etkilediği konusunda standart Keynesyen ve Monetarist yaklaşımın eksikleri, kredi yaklaşımı çerçevesinde kredi piyasasında varolan asimetrik bilgi sorunundan hareketle para politikası aktarım mekanizmasına alternatif açıklamalar sunarak ele alınmaktadır. Kredi kanalı yaklaşımında para politikasının, kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra bankacılık sektörü tarafından arz edilen kredi hacmi ve koşulları üzerindeki etkileri aracılığıyla da toplam talebi etkileyebileceği vurgulanmaktadır.

Ücret- fiyat yapışkanlıklarının varlığı üretim ve enflasyon üzerindeki belirleyici etkileri para politikası aktarım mekanizmasının açıklanmasında önem arz etmektedir. Ücretlendirme ve fiyatlama davranışları, enflasyon bekleyişleri ve piyasaların rekabet yapısı gibi kurumsal faktörlerden etkilenmektedir. Para politikası uygulamalarının kredibiliteye sahip olması düşük ve istikrarlı enflasyon bekleyişleri sağlamak suretiyle para politikası aktarım mekanizmasının işleyişindeki gecikmeleri ve belirsizlikleri ortadan kaldırmakta ve para politikasının etkinliğini artırmaktadır. Bu ortamda para politikasının bekleyişler aracılığıyla nihai değişkenleri etkilemesi nedeniyle bekleyişler kanalının varlığından da söz edilmektedir¹³².

¹³² Yuong Ha, "Uncertainty About the Length of the Monetary Policy Transmission Lag: Implications for Monetary Policy", Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series, DP 2000/01, 2000, s.6

Literatürde esas olarak faiz oranı kanalı, döviz kuru (ve diğer varlıklar) kanalı ve kredi kanalı olmak üzere üç temel kanaldan söz edilmektedir. Belirtilmesi gereken önemli bir nokta bu kanalların işleyişlerinin para politikası uygulama sürecinin çeşitli aşamalarında ortaya çıktığı ve birbirleriyle karşılıklı etkileşim içinde olduğudur.

Ayrıca aktarım sürecinin dinamikleri; banka-finans piyasalarının gelişmişliği, makro ekonomik istikrarın varlığı gibi unsurlara bağlı olarak ülkeler arasında farklılaşmaktadır¹³³.

1.5.2 Para Politikası Aktarım Mekanizmasının İşleyişine İlişkin Teorik Yaklaşımlar

Günümüzde iktisatçıların çoğu para politikasının reel ekonomiyi en azından kısa dönemde etkilediğini kabul etmektedir¹³⁴. Bu noktaya son elli yılda özellikle Keynesyen ve Monetarist iktisatçıların tartışmaları sonucunda gelinmiştir. 1930'lu yıllardaki Büyük Bunalım döneminde sonradan kendi adıyla anılacak teorisini oluşturan Keynes, para arzı ile ekonomideki toplam gelir arasında faiz oranı ve yatırımlar yoluyla bir ilişki kurmuş, ancak bu ilişkinin oldukça zayıf olduğunu savunmuştur¹³⁵. Keynes'in görüşlerini benimseyen iktisatçılar da 1960'lı yılların başına kadar toplam üretimdeki değişimler ve dolayısıyla konjonktür dalgalanmaları açısından paranın bir önemi olmadığı görüşünü savunmuşlardır. Para politikasının etkisiz olduğunu savundukları için de ekonominin yönetiminde maliye politikasına öncelik vermişlerdir. Ancak 1960'lı yıllarda Milton Friedman'ın öncülüğünü yaptığı Monetarist iktisatçılar para arzındaki değişimlerin konjonktür dalgalanmalarında oynadığı rolü gösteren kanıtlar sunmuşlardır. Monetarist iktisatçıların paranın ekonomide oynadığı rolü ikna edici bir şekilde ortaya koymalarından sonra Keynesyen iktisatçıların görüşlerinde de bazı değişiklikler olmuştur. Günümüzde ekonomik faaliyetler açısından paranın taşıdığı önem konusunda

¹³³ BIS (Bank for International Settlements), The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economics, BIS Policy Paper, No.3, January 1998, s.9

¹³⁴ Ben Bernanke, Thomas Laubach, Frederick S Mishkin and Adam S. Posen (1999): *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.,s. 27

¹³⁵ Nur Keyder., "Para, Teori, Politika ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama", METU, Ankara, 1997, s. 443

ortaya çıkan sonuç, Keynesyen ve Monetarist görüşlerin yakınlaşması şeklindedir¹³⁶. Ancak paranın ekonomiyi hangi yollarla etkilediği konusunda bir fikir birliği hala mevcut değildir.

Keynesyen ve Monetarist iktisatçılar arasındaki görüş farklılıklarının temelini iki ekolün ampirik kanıtlarını ortaya koydukları modeller oluşturmaktadır. İktisatta ve genel olarak diğer bilimlerde ampirik kanıtların ortaya koyulmasında iki tip modelin kullanılması söz konusudur. Bu modellerden birincisi yapısal kanıt modeli, ikincisi de indirgenmiş kanıt modelidir. Yapısal kanıt modellerinde bir değişkenin diğer bir değişkeni etkileyip etkilemediğine, bu etkinin hangi kanallar vasıtasıyla oluştuğunu gösteren veriler incelenerek karar verilmektedir. İndirgenmiş kanıt modellerinde ise bir değişkenin diğer bir değişkeni etkileyip etkilemediği bu iki değişken arasındaki doğrudan ilişki incelenerek ortaya koyulmaya çalışılmaktadır. Kanıtlara bakarken bu modellerden hangisinin kullanılacağı ulaşılan sonucu etkileyebilmektedir.

Keynesyenler yapısal modeli kullandıklarında paranın ekonomideki toplam üretim seviyesi üzerinde bir etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır. Bu sonuca ulaşmalarına yapısal modelden elde ettikleri şu üç kanıt neden olmuştur¹³⁷. Birinci kanıt, 1930'lardaki Büyük Bunalım döneminde ABD'de hazine bonusu ve devlet tahvillerinin faizleri çok düşük seviyelere düştüğü halde, bunun yatırım harcamalarında artışa yol açmamasıdır. İkinci kanıt, yapılan ilk ampirik çalışmaların nominal faiz oranlarındaki değişimler ile yatırım harcamaları arasında bir bağlantı tespit edememesidir. Üçüncü kanıt ise işadamlarıyla yapılan anketlerde yatırım harcamalarının piyasa faiz oranlarından etkilenmediği şeklinde sonuçlar çıkmasıdır. Keynesyenler para politikası aktarım mekanizmasını sadece faiz oranları ve yatırım harcamaları kanalıyla işleyen bir mekanizma olarak gördükleri için bu üç kanıtı para politikasının etkin olmadığı şeklinde değerlendirmişlerdir.

¹³⁶ Frederick S. Mishkin (2004). "*The Economics of Money...*", s. 616

¹³⁷ *ibid*, s. 608

Buna karşılık Monetarist iktisatçılar para arzının ekonomi üzerindeki etkisini belirli bir etkileşim kanalıyla belirlemenin zor olduğundan hareketle, bu etkiyi para arzı ile toplam üretim arasındaki doğrudan ilişkiyi araştırmak suretiyle incelemişlerdir.

Milton Friedman'ın öncülüğündeki Monetaristler indirgenmiş kanıt modelini kullanarak para arzı ile ekonominin faaliyet hacmi arasındaki ilişki üzerine üç tür kanıt sunmuşlardır¹³⁸. Bunlar; zamanlamaya ilişkin kanıt, istatistiki kanıt ve tarihsel kanıttır. Zamanlamaya ilişkin kanıt para arzı büyüme oranının konjonktüre göre nasıl değiştiği araştırılarak elde edilmiştir. ABD'de incelenen yaklaşık yüz yıllık bir dönemde, ortalama olarak üretim düzeyi zirveye ulaşmadan 16 ay önce para arzı artış oranının zirveye ulaştığı sonucuna varılmıştır. Buradan, para miktarındaki artışın uzun süreli ve değişken bir gecikme ile konjonktür dalgalanmalarına yol açtığı yorumu yapılmıştır. İstatistiki kanıt, para arzı ile toplam üretim arasında bulunan yüksek korelasyona dayanmaktadır. Bu kanıt ABD ekonomisine ilişkin veriler kullanılarak elde edilmiştir. Tarihi kanıt ise para arzında dışsal değişikliklerin olduğu bazı dönemleri takiben konjonktürde dalgalanmalar olduğunun gösterilmesidir. Burada yine ABD ekonomisine ilişkin veriler kullanılmıştır. Monetaristlerin zamanlamaya ilişkin kanıtları ile istatistiki kanıtları, korelasyonun her zaman nedenselliği içermemesi, ters nedensellik (para arzının toplam üretimi değil, toplam üretimin para arzını etkilemesi) olasılığı ve iki değişkeni aynı yönde etkileyen dışsal bir faktörün ihmal edilmiş olabileceği gibi nedenlerle eleştiriye uğramıştır. Fakat sundukları tarihsel kanıtlar oldukça ikna edici bulunmuş ve bu da paranın ekonomi için önemli olduğunun birçok iktisatçı tarafından kabul edilmesini sağlamıştır.

Para politikası aktarım mekanizmasını kara bir kutuya benzetip indirgenmiş kanıt modellerini kullanan Monetarist iktisatçıların bu mekanizmanın daha iyi anlaşılmasına önemli katkıları olmuştur. Bunların en önemlilerinden birisi; yatırım harcamalarının nominal faizlerden çok reel faizlerle ilişkili olduğunu göstermeleridir. Böylece Keynesyen iktisatçıların nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasındaki zayıf ilişkiye dayanarak oluşturdukları para politikasının etkisiz olduğu görüşü çürütülmüştür.

¹³⁸ *ibid*, s.611-615

Monetarist iktisatçıların bu konudaki bir diğer katkıları da, faiz oranlarının yatırım harcamaları üzerindeki etkisinin para politikasının toplam talebi etkileme yollarından sadece bir tanesi olduğunu göstermeleridir. Para politikasının ekonomiyi faiz oranı-yatırım harcamaları kanalından başka kanallardan da etkileyebileceği görüşünün kabul edilmesiyle bu kanalların araştırılması gündeme gelmiştir¹³⁹.

1.5.3. Para Politikasının Aktarımında İşleyen Kanalların Tipolojisi

1.5.3.1. Faiz Oranı Kanalı ve Etkileri

Faiz oranı kanalı ile işleyen para politikası aktarım mekanizması literatürdeki konumunu elli yıldır koruyan standart mekanizma olarak karşımıza çıkmaktadır. Keynesyen aktarım mekanizmasının temel değişkeni olarak faiz oranının etkisi IS-LM analizi çerçevesinde açıklanmaktadır¹⁴⁰.

Keynesyen IS-LM analizine göre faiz oranı kanalı ile işleyen para politikası aktarım mekanizması basit bir biçimde şöyle gösterilebilir:

$$M\uparrow \Rightarrow i_r\downarrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

Para arzında meydana gelen artış ($M\uparrow$), likidite tercihi teorisi dahilinde faiz oranlarında (i_r) düşüş yaratmaktadır. Merkez bankası politika aracı olarak borçlanmanın maliyetini ifade eden faiz oranını kullanmak suretiyle sermayenin maliyetini, dolayısıyla sabit yatırım, konut, stok yatırımı ve dayanıklı tüketim malları gibi uzun ömürlü mallara yönelik harcama davranışlarını etkileyebilir. Faiz oranlarındaki düşüş yatırım ve tüketim harcamalarını artırarak toplam talebi ve üretimi artırmaktadır. Böylelikle standart aktarım mekanizmasında

¹³⁹ İlker Parasız “Para Teorisi ve Politikası” Bursa: Ezgi Kitabevi, 2007, s.339-353

¹⁴⁰ Para politikası aktarım mekanizması çerçevesinde faiz oranı kanalını ele alan başlıca çalışmalar için bkz. John Taylor (1995): The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, The Journal of Economic Perspectives, 9 (4), s. 11-26; Yanchun Zhang ve Sun Guofeng (2006): China’s Consumer Credit Sector Expansion and Monetary Transmission Mechanism: What should China’s Central Bank Do?, Journal of Chinese Political Science, 11, (1), s.79-93; Bilan, Olena ve Maxim Kryshko (2007), “Does Monetary Policy Transmission in Ukraine Go Through The Interest Rates?”, EERC Working Paper Series, 1-84

parasal genişleme iktisadi faaliyet hacmini artırmakta, parasal daralma iktisadi faaliyet hacmini azaltmaktadır¹⁴¹.

Para politikası aktarım mekanizmasının bir unsuru olarak faiz oranı kanalının etkinliği enflasyonist ortamın niteliğine göre değişmektedir. Yüksek enflasyon ortamında reel faiz oranları enflasyon belirsizliğini yansıtan bir risk primini içermektedir. Şayet enflasyon değişkenlik gösteriyorsa yüksek reel faiz oranları sadece sıkı para politikası uygulamalarının bir yansıması değil aynı zamanda yüksek risk primini de ifade etmektedir. Düşük enflasyon ortamında ise faiz oranı kanalının etkinliği artmaktadır. Zira düşük enflasyon ortamı, daha az değişkenliği ifade eden düşük risk primini ve reel faiz oranını ima etmektedir.

Başlangıçta Keynes faiz oranı kanalının işleyişini girişimcilerin yatırım kararları çerçevesinde ortaya koymuşsa da daha sonraki araştırmalar tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı satın alma kararlarının da girişimcilerin yatırım kararları ile benzerlik gösterdiğini ortaya koymuştur. Buna göre tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı harcamaları da faiz oranlarındaki değişimlerden etkilenmektedir. Bu nedenle faiz oranı kanalı bu tür harcamalara da uygulanabilir niteliktedir. Para arzındaki bir artış reel faiz oranlarını düşürerek tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını artırabilir ve böylece toplam talep ve üretimin yükselmesini sağlayabilir.

Faiz oranı kanalının işleyişi iki aşamalı bir süreçten oluşmaktadır. İlk aşamada merkez bankası para politikası araçlarını kullanarak piyasa faiz oranlarını değiştirmektedir. İkinci aşamada ise faiz oranlarındaki değişim firmaların yatırım kararları ile tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını etkileyerek toplam üretimin değişmesine neden olmaktadır.

Buradaki ilk aşama Keynes'in likidite tercihi teorisine dayanmaktadır. Likidite tercihi teorisine göre, iktisadi birimler işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdülerıyla para talep etmektedir. Spekülasyon güdüsüyle para talebi faiz oranlarındaki değişimlerden

¹⁴¹ Frederick S. Mishkin, "Symposium on The Monetary Transmission Mechanism", Journal of Economic Perspectives, vol.9, No.4, Fall 1995, s.4

yararlanmak amacına yöneliktir. Bu modelde para ve tahvil olmak üzere sadece iki tür varlık vardır ve belli bir anda bireyler varlıklarının bir bölümünü para bir bölümünü de tahvil olarak tutmaktadırlar. Likidite tercihinde bir değişiklik yok iken para arzında yükseliş olduğunda iktisadi birimler ellerine geçen ilave parayı tahvil alımında kullanırlar. Tahvile olan talebin bu şekilde artması tahvil fiyatlarını artırırken faiz oranlarını düşürmektedir¹⁴².

Günümüzde faiz oranındaki düşüş başka şekillerde de meydana gelebilmektedir. Örneğin; merkez bankasının açık piyasa işlemleriyle bizzat tahvil alımına girişmesi de tahvillerin fiyatlarını yükseltip faiz oranlarını düşüreceklerdir. Ayrıca günümüzde birçok merkez bankası para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmakta ve faizler üzerinde doğrudan bir kontrol mekanizması oluşturabilmektedir. Merkez bankasının bankalararası para piyasasında uyguladığı politika faizini değiştirmesi kısa vadeli piyasa faiz oranlarını da değiştirmektedir.

Merkez bankasının kontrol ettiği faiz oranları nominal faiz oranlarıdır. Firmaların yatırım harcamalarıyla hane halklarının konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını etkileyen faiz oranı ise reel faiz oranıdır. Merkez bankasının nominal faiz oranını değiştirerek reel faiz oranında da değişikliğe yol açabilmesi yapışkan fiyatlar olgusuna dayanmaktadır¹⁴³. Para arzındaki değişim uzun dönemde fiyatlarda değişime yol açmakla birlikte kısa dönemde bu ilişki zayıftır. Bunun nedeni de fiyat ve ücret ayarlamalarının yavaş gerçekleşmesidir. Bu durum, kısa vadeli nominal faiz oranını düşüren genişlemeci bir para politikasının, aynı zamanda kısa vadeli reel faiz oranını da düşürmesini sağlamaktadır.

Bu konuda bir başka önemli nokta, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını kontrol edebilmesine karşın, harcamalar üzerinde etkili olan faiz oranının kısa vadeli değil uzun vadeli faiz oranı olmasıdır. Burada merkez bankasının kısa vadeli faiz oranını değiştirerek uzun vadeli faiz oranı üzerinde de etkili olabilmesi, faiz oranlarının vade

¹⁴² İlker Parasız (2007). “Para Teorisi...” s. 339-353

¹⁴³ Frederick S. Mishkin (): *The Channels Of Monetary Transmission: Lessons For Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 5464, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, February 1996

yapısına ilişkin “bekleyişler hipotezi”ne dayanmaktadır. Bekleyişler hipotezine göre, uzun vadeli faiz oranları iktisadi birimlerin kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki değerlerine yönelik bekleyişlerini yansıtır. Bu durumda merkez bankası para arzını artırarak veya bankalararası para piyasasındaki politika faiziyle oynayarak kısa vadeli faiz oranlarını değiştirdiğinde iktisadi birimlerin kısa vadeli faiz oranlarının gelecekte alacağı değerlere ilişkin beklentilerini etkileyerek uzun vadeli faiz oranlarına da tesir edebilmektedir.

Faiz oranı kanalının ikinci aşamasını oluşturan faizlerdeki düşüşün yatırımları artırması ise sermaye maliyetiyle ilişkilidir. Reel faiz oranlarının düşmesi firmaların sermaye maliyetini azaltır ve yeni yatırım projelerinden elde edilebilecek karı artırır. Bu da firmaların yatırım yapmak konusunda daha istekli olmasına yol açar.

Reel faiz oranlarındaki düşüşün hane halklarının konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını artırması ise tüketimin zamanlararası ikame etkisinden kaynaklanır. Reel faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde hane halkları bugünkü tüketimlerini erteleyip gelecekte tüketim yapmak için tasarrufta bulunur. Reel faiz oranlarında düşüş olduğunda ise bu tasarruflar çözülür ve tüketime gider. Yani bugünkü tüketim gelecekteki tüketimi ikame etmiş olur.

1.5.3.2. Döviz Kuru Kanalı

1970'li yılların başında Bretton Woods sisteminin yıkılması ve özellikle 1990'lı yıllarda yaşanan finansal kriz deneyimlerinin ardından, sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle yaşanan küreselleşme süreci ve sabit kurlar yerine esnek döviz kurlarının benimsenmesi yönündeki eğilimler, para politikasının döviz kuru kanalından ortaya çıkan etkilerinin önemini artırmıştır.

Döviz kuru kanalı ile işleyen aktarım mekanizmasında faiz oranı değişikliklerinin etkileri de içermektedir. Zira para arzındaki artışın reel faiz oranlarında yarattığı düşüş yabancı para cinsinden mevduatı yerli para cinsinden mevduata nazaran daha cazip hale getirerek yerli paranın

değer kaybetmesine yol açmaktadır (E↓). Yerli paranın değer kaybetmesi ise yurt içinde üretilen malları yabancı mallara oranla ucuz hale getirmekte ve bu şekilde net ihracatı artırarak (Nx↑) toplam üretimin artması sonucunu doğurmaktadır¹⁴⁴. Döviz kuru aktarım mekanizması basit bir biçimde şöyle gösterilebilir:

$$M\uparrow \Rightarrow i_r\downarrow \Rightarrow E\downarrow \Rightarrow Nx\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

Burada önemli olan, reel ve nominal döviz kuru arasındaki ayırımın aktarım mekanizması açısından oynadığı roldür. Kısa dönemde ücret ve mal fiyatlarının yavaş biçimde ayarlanması halinde nominal döviz kurundaki artış reel döviz kurunu da yükseltmektedir. Reel döviz kuru, fiyatlar ve/veya nominal döviz kurlarının ayarlandığı uzun dönemde ise denge değerine yakınsayacaktır. Dolayısıyla ekonominin bünyesinde mevcut katılıklar üretim artışı tayan etmektedir. Söz konusu katılıklar reel faiz oranı ve reel döviz kurundaki değişikliklerin kısa dönemde net reel ihracat, reel tüketim, reel yatırım ve dolayısıyla reel GSYİH üzerinde etkide bulunmasını sağlamakta, uzun dönemde reel GSYİH, reel döviz kuru ve reel faiz oranları temel düzeylerine dönmektedir.

Para politikasının döviz kuru aracılığıyla net ihracatı etkileme süreci uluslararası finansal sermayenin hareketliliğine bağlı olarak oluşmaktadır. Sermaye hareketlerindeki serbestlik, kısa dönem faiz oranları ile döviz kuru arasında faiz oranı paritesi olarak adlandırılan bir ilişki olduğu anlamına gelmektedir. Faiz oranı paritesine göre rasyonel bekleyişlerin var olduğu varsayımı altında, iki ülkedeki faiz oranları arasındaki farklılık döviz kuru açısından beklenen değişim oranına eşit olmalıdır. Bu ilişki bozulduğu takdirde, nisbi olarak yüksek getiri oranının olduğu ülkeye sermaye girişi ortaya çıkacak ve bu süreç beklenen getiri oranları her iki ülke için eşitleninceye kadar devam edecektir.

Bu durumda para politikasının döviz kurunu etkileme süreci şöyle açıklanabilir: Merkez bankası kısa dönem faiz oranını artırdığı takdirde, faiz oranı paritesine göre döviz kurunun artması gerekmektedir ki buna bağlı olarak döviz kurunun düşeceği yönünde ortaya çıkan bekleyişler getiri oranlarının yurtiçi ve yurtdışında eşitlenmesini sağlayacaktır. Özetle, iki

¹⁴⁴ Frederick S. Mishkin: *The Transmission Mechanism And The Role Of Asset Prices In Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 8617, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA , December 2001

ülkedeki faiz oranı farklılıkları ile döviz kuru arasında pozitif bir ilişki olması gerekmektedir¹⁴⁵.

Gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere bazı ekonomilerde hem finansal firmaların hem de finansal olmayan firmaların yabancı para cinsinden önemli miktarda borçları vardır. Bu nedenle döviz kurlarındaki dalgalanmalar bu firmaların bilançolarını etkiler ve bu yolla da toplam hasılda değişiklik yaratır. Ancak bu durumda parasal genişlemenin toplam hasıla üzerindeki etkisi artış değil düşüş şeklinde ortaya çıkmaktadır¹⁴⁶. Burada döviz kurunun para politikası aktarım mekanizması üzerinde bozucu etkisinden söz edilebilmektedir.

Faiz oranlarında düşüş ve yerli parada değer kaybına yol açan bir para arzı genişlemesi yabancı para cinsinden yükümlülükleri bulunan bankaların da borç yükünde artışa neden olur. Ayrıca yerli paranın değer kaybı nedeniyle borç yükü artan firmaların ve hane halklarının bu borçlarını ödeyemez hale gelmesi bankaların bilançolarının varlık tarafında da sorunlara yol açar. Bunun sonucu, bankaların varlıklarının net değerinde düşüş yaşanmasıdır. Bilanço dengesindeki bu bozulma bankaları daha az kredi kullandırmaya sevk ederek yatırımların gerilemesine ve sonuçta toplam hasılda düşüş meydana gelmesine neden olacaktır.

Döviz kuru değişikliğinin bilanço dengesi aracılığıyla çalışması yoluyla genişletici para politikasının daraltıcı etkilerinin ortaya çıkması için ekonomide önemli miktarda yabancı para cinsinden borcun bulunması gerekir. Bu da daha çok gelişmekte olan ülkeler için geçerli bir durumdur. Gelişmiş ülkelerde ise genellikle yerli para cinsinden borçlar ağırlık taşır. Bu nedenle döviz kuru kanalının bilançolar üzerinden çalıştığı bu

¹⁴⁵ J.B. Taylor J.B.: *Alternative Views of the Monetary Transmission Mechanism: What Difference Do They Make for Monetary Policy?*, Paper prepared for the *Oxford Review of Economic Policy*, an updated, revised, and shortened version of an earlier paper entitled, "The Monetary Transmission Mechanism and The Evaluation of Monetary Policy Rules," presented at the Central Bank of Chile in September 20-21, 1999, s.15-16

¹⁴⁶ Frederick S. Mishkin: *The Transmission Mechanism And The Role Of Asset Prices In Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 8617, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA ,December 2001

mekanizma gelişmiş ülkeler açısından fazla önem taşımazken, gelişmekte olan ülkeler açısından büyük öneme sahiptir¹⁴⁷.

1.5.3.3. Varlık Fiyatları Kanalı

J. Tobin tarafından geliştirilen portföy dengesi yaklaşımında para ve tahvil dışı varlıkların da analize katıldığı nisbi fiyat analizi temel alınmakta, buna karşılık Monetarist servet uyarlama mekanizması, para arzındaki değişiklikleri genel ekonomik faaliyetleri etkileyen dominant faktör olarak kabul etmesi ile portföy dengesi yaklaşımından ayrılmaktadır.

Tahvil faiz oranının sermayenin maliyetini dolayısıyla üretimi etkileyen temel faktör olduğu yönündeki Keynesyen görüşü reddeden J. Tobin, para politikasının ekonomiyi hisse senetlerinin fiyatlarında ortaya çıkan değişiklikler aracılığıyla etkilediği bir mekanizma ortaya koymaktadır. "Tobin'in q'su" olarak bilinen yaklaşımda Tobin q'yu "firmaların piyasa değerinin sermayenin yenileme maliyetine oranı" olarak tanımlamaktadır. Eğer q yüksek bir değer alıyorsa firmaların piyasa değeri sermayenin yenileme maliyetine oranla yüksektir ve yeni bina yapımı, makine ve teçhizat satın alımı ticari firmaların piyasa değerine oranla ucuz olmaktadır. Bu durumda firmalar hisse senedi ihraç ettiklerinde satın aldıkları sermaye mallarının maliyetine oranla yüksek bir fiyat elde ederler. Haliyle firmalar az miktarda hisse senedi satarak elde edecekleri fonları kullanmak suretiyle çok miktarda yeni sermaye malı satın alabilecekleri için yatırım harcamaları artacak, toplam talep ve üretim de artacaktır. Diğer taraftan q düşükse belirtilen süreç tersine işleyecek, firmalar açısından bir başka firmayı ucuza satın alarak mevcut sermayeyi elde etmek daha cazip olacağı için yatırımlar azalacaktır.

Yüksek hisse senedi fiyatlarının ($P_s \uparrow$) yüksek q ($q \uparrow$) değerine ve dolayısıyla yüksek yatırım harcamalarına ($I \uparrow$) neden olacağı varsayımlarının birleştirilmesi ile oluşan mekanizma basit bir biçimde şöyle ifade edilebilir:

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

¹⁴⁷ *ibid*, s. 9

Hisse senedi fiyatları yoluyla gerçekleşen alternatif bir para politikası aktarım mekanizması **servet kanalı** yoluyla oluşmaktadır. F. Modigliani'nin "yaşam boyu gelir" modelinde kişiler tüketim ve tasarruf davranışlarında sadece cari gelir seviyelerine göre değil, beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servet unsurlarının toplamından oluşan yaşam boyu gelirlerine göre de hareket ederler¹⁴⁸. Finansal servetin en önemli bileşeni hisse senedir. Hisse senedi fiyatları arttığında finansal servetin değeri de artmaktadır. Haliyle tüketicilerin yaşam boyu kaynakları da yükselmekte ve tüketim artmaktadır. Böylece genişletici para politikasının hisse senedi fiyatlarında bir artışa neden olabileceği diğer bir aktarım mekanizması oluşmaktadır. Servet kanalı basit bir biçimde şöyle ifade edilebilir:

$$M\uparrow \Rightarrow P_s\uparrow \Rightarrow \text{servet}\uparrow \Rightarrow \text{tüketim}\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

1.5.3.4. Kredi Kanalları

Kredi yaklaşımında banka kredileri ile halka arz edilen tahvillerin tam ikame edilebilir varlıklar olmadığı kabul edilmektedir. Bu yaklaşımda para politikasının faiz oranları üzerindeki doğrudan etkilerinin dış finansman priminde ortaya çıkan içsel değişikliklerle güçlendirildiği iddia edilmektedir. Bu anlamda kredi kanalının geleneksel Keynesyen-Monetarist mekanizmalara bir alternatif nitelik taşımadığı, tersine geleneksel faiz oranı mekanizmasını güçlendiren ve yaygınlaştıran bir mekanizma olarak ortaya çıktığı ifade edilmektedir¹⁴⁹.

Dış finansman primi, dış finansman (hisse senedi ve tahvil ihracı) yoluyla elde edilen fonlar ile iç finansman (karların dağıtılmaması) yoluyla elde edilen fonlar arasındaki maliyet farklılığını ifade etmekte ve primin büyüklüğü ödünç verenlerin beklediği getiri ile alıcıların maruz kaldığı maliyetleri birbirinden farklılaştıran piyasa başarısızlıklarının derecesini yansıtmaktadır. Ödünç verenin alıcı hakkında bilgi toplama, faaliyetlerini denetleme ve değerlendirme maliyetleri, ödünç alıcıların borç verenlerden daha fazla bilgiye sahip

¹⁴⁸ Torsten Persson Guido Tabellini, *Political Economics And Macroeconomic Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6329, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, December 1997

¹⁴⁹ Ben S. Bernanke and M.Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol.9, No.4, Fall 1995, s.34-35

olmalarından kaynaklanan ahlaki zafiyet probleminin varlığı dış finansman primi ile yansıtılmaktadır.

Bu çerçevede kredi yaklaşımına göre para politikasının dış finansman primi üzerindeki etkileri piyasa faiz oranları üzerindeki etkileri ile aynı yönde çalışmakta, para politikasının yarattığı etkilerin bu şekilde güçlendirilmesi, söz konusu etkilerin bileşimi, gücü ve zamanlaması hakkında tek başına faiz oranlarından daha fazla bilgi taşımaktadır. Merkez bankaları dış finansman primini **banka kredi kanalı** ve **bilanço kanalı** olmak üzere iki kanaldan etkilemektedir.

Literatürde kredi kanalı analizinin daha çok firmaların yatırım harcamaları üzerine odaklandığı görülmektedir. Fakat kredi kanalı yaklaşımı tüketicilerin özellikle dayanıklı tüketim mallarına ve konut alımına yönelik harcamalarına da uyarlanabilir niteliktedir. Parasal bir daralma sonucunda banka kredileri azaldığında, diğer kredi kanallarına ulaşma olanağı bulunmayan tüketicilerin dayanıklı tüketim malı ve konut harcamalarında bir azalma olacaktır. Benzer şekilde, faiz oranlarında bir artış tüketicilerin nakit akımını ters yönde etkileyeceğinden bilançolarının da olumsuz yönde etkilenmesine yol açacaktır¹⁵⁰.

Bilanço kanalının tüketicileri nasıl etkileyebileceğini görmenin bir başka yolu da dayanıklı tüketim malı ve konut harcamaları üzerindeki likidite etkisine bakmaktır. Likidite etkisi yaklaşımında bilanço kanalı, borç verenlerin borç verme isteğinden çok tüketicilerin harcama isteği üzerindeki etkisi yoluyla çalışmaktadır. Dayanıklı tüketim malları ve konutlar, nitelikleri hakkındaki asimetric enformasyon nedeniyle likit olmayan varlıklardır. Tüketiciler gelirlerindeki ani bir azalma nedeniyle bu varlıkları paraya çevirme ihtiyacı duyduklarında, söz konusu varlıkları gerçek değerinden satmaları zor olacağından büyük bir kayıpla karşılaşabileceklerdir. Tersine, banka mevduatı, hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıkların ise piyasa değeri üzerinden nakite çevrilmeleri kolaydır. Bu nedenle eğer tüketici finansal sıkıntıya girme olasılığını

¹⁵⁰ Frederick S. Mishkin (February 1996): *The Channels Of Monetary Transmission: Lessons For Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 5464, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA , s. 8

yüksek görüyorsa likit olmayan dayanıklı tüketim malları ve konutlar yerine daha likit olan finansal varlıklara yönelecektir.

Tüketicinin bilanço pozisyonu da finansal sıkıntıya düşme olasılığını tahmin etmesinde önemli bir etkiye sahiptir. Tüketiciler borçlarına oranla daha fazla finansal varlığa sahip olduklarında, finansal sıkıntıya düşme olasılıklarının düşük olduğunu tahmin edecek ve dayanıklı tüketim malı ve konut satın almaya daha istekli olacaklardır. Hisse senedi fiyatları yükseldiğinde finansal varlıkların değeri artacak, finansal pozisyonlarının güçlendiğini ve finansal sıkıntıya düşme olasılıklarının azaldığını tahmin eden tüketiciler daha fazla dayanıklı tüketim malı ve konut satın almaya yöneleceklerdir.

Dayanıklı tüketim malları ile konutların likiditesinin düşük olması, aktarım mekanizmasının çalışmasına bir dayanak oluşturmaktadır. Buradaki varsayım para politikasının tüketicilerin nakit akımını etkilemesine dayanmaktadır. Genişlemeci bir para politikası faizleri düşürerek tüketicilerin nakit akımını hızlandıracak, bu da finansal sıkıntı olasılığını azaltarak dayanıklı tüketim malı ve konut satın alma isteğini artıracaktır. Daraltıcı bir para politikası uygulamasında ise bunun tersi bir durum ortaya çıkacaktır.

1.5.3.5. Banka Kredi Kanalı

Banka kredi kanalı, bankaların ödünç alıcıları özellikle de asimetrik bilgi problemlerinin ortaya çıkma ihtimallerinin yüksek olduğu küçük firmaları denetleyebilme güçleri nedeniyle özel bir role sahip olmaları şeklindeki temel fikirden yola çıkılarak analiz edilmeye başlanmıştır. Bu görüş doğrultusunda küçük firmalar ancak bankalardan borç alarak kredi piyasasına girebilirken, büyük firmalar bankalara başvurmaksızın tahvil ve hisse senedi piyasaları aracılığıyla kredi piyasalarına doğrudan ulaşabilmektedirler¹⁵¹.

Bu koşullar altında, banka rezervlerini ve mevduatını artıran genişletici bir para politikası uygulaması ödünç verilebilir fon miktarını ve kredi arzını artırmaktadır. Banka kredi

¹⁵¹ ibid, s.7

arzında ortaya çıkan artış dış finansman primini azaltarak reel faaliyetleri ve dolayısıyla yatırım ve tüketim harcamaları ile üretimi artıracaktır¹⁵². Bu mekanizma basit bir biçimde şöyle ifade edilebilir:

$$M\uparrow \Rightarrow \text{Banka mevduatları}\uparrow \Rightarrow \text{Banka kredileri}\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

Banka kredileri kanalı bankaların kredi piyasalarındaki asimetrik enformasyon sorununu çözebilecek araçlara sahip olmaları nedeniyle finansal sistem içerisinde özel bir rol oynamalarına dayandırılmaktadır¹⁵³. Borçlanıcı ile borç veren arasındaki asimetrik enformasyon problemi, birçok piyasa gibi kredi piyasasının da etkin çalışmasını engellemektedir. Bu ortamda bankalar takip etme, gözetleme ve değerlendirme hususlarındaki uzmanlıkları ile bu tür problemleri azaltarak kredi piyasasının etkin çalışmasında özel bir rol oynamaktadırlar. Büyük ve tanınmış firmalar tahvil ve hisse senedi piyasaları aracılığıyla kredi piyasalarına doğrudan ulaşabilmektedirler. Fakat küçük firmalar genelde bu imkanlardan yoksundurlar. Çünkü tasarruf sahibi hane halklarının bu firmalar hakkında bilgi sağlaması ve kredibilitelerini değerlendirmesi çok zor ve maliyetlidir. Öte yandan bu firmaların da hane halklarını ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerine sahip olmadıkları konusunda ikna etmeleri oldukça güçtür. Fakat bankaların araya girmesiyle bu zorluklar aşılmakta ve maliyetler aşağıya çekilmektedir. Böylece özellikle küçük firmalar için banka kredileri temel borçlanma kaynağı haline gelmektedir. Bu durum para politikasının banka kredilerine bağımlı küçük firmalar üzerinde daha büyük etkiye sahip olduğu anlamına da gelmektedir.

Literatürde genel olarak banka kredileri kanalının işlemesi için şu üç koşulun sağlanması gerektiği kabul edilmektedir:

- Firma bilançolarının yükümlülük tarafında yer alan krediler ile halka arz edilen tahviller tam ikame edilebilir olmamalıdır. Bu varsayım altında, firmaların kredi

¹⁵² Banka kredi kanalına göre para politikası dış finansman primini özellikle ticari bankaların kredi arzını değiştirerek etkileyebilmektedir. Lokman Gündüz: *Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması ve Banka Kredi Kanalı*, İMKB Dergisi Cilt:5 Sayı 18, Haziran 2001, s.16

¹⁵³ ibid, s. 7

arzındaki düşmeyi doğrudan hane halklarından borçlanarak telafi etmeleri mümkün olmamaktadır.

- Merkez bankası, bankacılık sistemindeki rezerv miktarını değiştirerek kredi arzını etkileyebilmelidir. Başka bir deyişle, bankacılık sisteminin mevduattan daha az rezerv yoğun finansman türlerine (örneğin; mevduat sertifikası, finansman bonosu, hisse senedi) kayma gibi yollara başvurarak, ödünç verme faaliyetlerini rezerv şoklarından izole edememesi gerekmektedir.

- Fiyat uyarlaması para politikasının “nötr” olmasını engelleyecek şekilde tam olmamalıdır. Bunun nedeni, hemen ve tam olarak uyarlanabilmeleri halinde fiyatlarda ortaya çıkan eşit oranlı değişikliğin, nominal rezervlerdeki değişikliği tamamen ortadan kaldırmasıdır. Böyle bir durumda banka ve firma bilançolarında reel terimlerle herhangi bir değişiklik olmayacağı için para politikasının herhangi bir kanaldan reel etkiler yaratması mümkün olmayacaktır¹⁵⁴.

Buna göre, banka rezervlerini ve mevduatını artıran genişlemeci bir para politikası banka kredilerinin miktarını da artıracaktır. Birçok ekonomik birim faaliyetlerini finanse etmek için banka kredilerine bağımlı olduğundan kredilerdeki bu artış yatırım (ve muhtemelen tüketim) harcamalarının artmasına yol açacaktır. Böylece ekonomik aktivitede bir genişleme ortaya çıkacaktır.

1.5.3.6. Bilanço Kanalı

Bilanço kanalı, ödünç alıcıların karşı karşıya kaldığı dış finansman priminin finansal pozisyonlarına bağlı olması gerektiği şeklindeki teorik beklenti üzerine kuruludur. Ödünç alınan likit varlıklar ile pazarlanabilir teminat toplamından oluşan net değer ne kadar yüksekse dış finansman priminin o kadar düşük olması gerekmektedir. Daha yüksek net değer yarattığı daha güçlü bir finansal pozisyona sahip olunması alıcının ödünç veren ile potansiyel çıkar çatışmasını azaltmaktadır. Ödünç alıcıların finansal pozisyonlarının dış finansman primini ve dolayısıyla borçlanma koşullarını etkiliyor olması, bilançolarının da yatırım ve harcama kararlarını etkilemesi gereğini doğurmaktadır.

¹⁵⁴ ibid, s.9

Para politikası firma bilançolarını çeşitli şekillerde etkileyebilmektedir. Hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olan genişletici para politikası, ters seçim ve ahlaki zafiyet sorunları azalacağı için firmaların net varlıklarını artırarak yatırım harcamaları ve toplam üretimi artırmaktadır. Bu mekanizma basit bir biçimde şöyle gösterilebilir:

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow \text{Ters Seçim ve Ahlaki Zafiyet Sorunları} \downarrow \Rightarrow \text{Banka Kredileri} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Nominal faiz oranlarını düşüren genişletici para politikası firmaların nakit akışlarını yükselterek firma bilançolarını iyileştirmekte, ters seçim ve ahlaki zafiyet sorunlarını azaltmaktadır. Bu mekanizma ise şöyle gösterilebilir:

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{Nakit Akımı} \uparrow \Rightarrow \text{Ters Seçim ve Ahlaki Zafiyet Sorunları} \downarrow \Rightarrow \text{Banka Kredileri} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Bu mekanizmanın işleyişinde belirtilmesi gereken önemli bir husus, firmaların nakit akımını etkileyen oranın nominal faiz oranı olmasıdır. Bu sebeple bilanço kanalındaki faiz oranı mekanizması, yatırımların esas olarak nominal değil reel faiz oranının fonksiyonu olarak kabul edildiği geleneksel faiz oranı kanalından farklıdır. Bunun yanı sıra firmaların nakit akımının uzun vadeden çok, kısa vadeli borçlar için yapılan faiz ödemelerinden etkilenmeleri nedeniyle kısa dönem faiz oranı bilanço kanalının işleyişinde önemli bir rol oynamaktadır.

Bilanço kanalı para politikasının fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkileri aracılığıyla da işlemektedir. Borç geri ödemeleri sözleşme itibarıyla nominal olarak sabit olduğundan, fiyat düzeyinde beklenmeyen bir artış firmaların bilançolarındaki yükümlülüklerinin reel değerini düşürürken varlıkların reel değerini düşürmemektedir. Bu anlamda fiyat düzeyindeki artışların bilanço etkileri simetrik değildir. Dolayısıyla fiyat düzeyinde öngörülmedik artış yaratan genişletici bir para politikası, firmaların net reel değerini artırmakta ve bu şekilde ters seçim ve ahlaki zafiyet sorunlarını azaltarak yatırım harcamaları ve toplam üretimde artışa yol açmaktadır. Bu mekanizma ise basit olarak şöyle gösterilebilir:

$$M \uparrow \Rightarrow \text{Beklenmeyen } P \uparrow \Rightarrow \text{Ters Seçim ve Ahlaki Zafiyet Sorunları} \downarrow \Rightarrow \text{Banka Kredileri} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Bilanço kanalı yaklaşımı literatürde firmaların davranışları üzerine odaklanmakla beraber, kredi piyasasında yaşanan uyumsuzluklar aynı şekilde hane halklarının özellikle konut ve dayanıklı tüketim harcamalarına da uygulanabilir. Parasal daralmanın neden olduğu banka kredilerindeki azalma diğer fon kaynaklarına ulaşamayan tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını azaltmaktadır. Aynı şekilde faiz oranlarındaki bir artış da tüketicilerin bilançolarını bozarak nakit akışlarını olumsuz etkilemektedir¹⁵⁵.

Bilanço kanalının bu mekanizması, ödünç verenlerin ödünç verme arzusundan çok tüketicilerin harcama yapma istekleri yoluyla işlemektedir. Tüketiciler borçlarına nazaran daha fazla finansal varlığa sahipler ise daha az likit varlık tutmayı yeğleyerek dayanıklı tüketim malı ve konut harcamalarını artırmaya istekli olurlar. Hisse senedi fiyatları arttığında tüketicilerin finansal varlıklarının da değeri artacağı için daha güvenli bir finansal pozisyona sahip olacaklar ve geleceğe yönelik olumlu beklentileri artacağından, dayanıklı tüketim ve konut harcamalarını artıracaklardır. Para ve hisse senedi fiyatları ile işleyen farklı bir mekanizma olan bu süreç basit bir biçimde şöyle gösterilebilir:

$$M \uparrow \Rightarrow P \uparrow \Rightarrow \text{Finansal Varlıkların Değeri} \uparrow \Rightarrow \text{Finansal Sıkıntı Bekleyişi} \downarrow \Rightarrow \text{Dayanıklı Tüketim Malı ve Konut Harcamaları} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Akademisyenler arasında hangi aktarım mekanizmasının işleyişinin önemli olduğu hususunda görüş birliği bulunmamaktadır. Bu konudaki tartışmalar güncelliğini korumaktadır.

1.5.3.7. Duyurular Kanalı

Günümüzde merkez bankası uygulamalarına bakıldığında iki durum dikkat çekmektedir. Birincisi, benzer para politikası hedeflerine sahip merkez bankaları oldukça farklı iletişim politikaları yürütmektedirler. İkincisi, aynı merkez bankasının iletişim politikaları zaman içinde değişmektedir. Bu iki durum birlikte ele alındığında merkez bankası iletişimi ve bu iletişimin neleri kapsamaması gerektiğine ilişkin genel kabul görmüş bir metodoloji bulunmadığı ortaya çıkmaktadır.

¹⁵⁵ Frederick S.Mishkin, "The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy", NBER Working Paper, No.8617, December 2001, s.10-11

Bununla beraber, merkez bankaları genel olarak para politikasının dört farklı yönü hakkında açıklamada bulunmaktadırlar. Bunlar, genel hedef ve stratejiler, herhangi bir politika kararının arkasında yatan nedenler, ekonomik görünüm ve gelecekteki para politikası kararlarıdır.

Merkez bankası iletişiminin, kamuoyunu para politikasının hedef ve stratejileri hususunda bilgilendirmenin faydalı bir yolu olduğundan hareketle araç bağımsızlığına sahip bir merkez bankasının açıkça belirtilmiş bir stratejisi olmalıdır. Hesap verebilirlik çerçevesinde bazı para otoriteleri uygulamada beklentileri yönetmede başarılı olmak için sayısal hedefler belirlerken, bazılarının açıkça ilan edilen nümerik hedefleri bulunmamaktadır (örneğin; Federal Reserve Bank)¹⁵⁶. Para otoriteleri kesin bir “politika kuralı” ilan etmemektedirler. Bunun yerine ekonomik aktörler politikalar hakkındaki bilgilerini politika yapıcının neler yaptığını gözleyerek ve söylediklerini dinleyerek edinirler¹⁵⁷.

Günümüzde neredeyse bütün merkez bankaları kamuoyunu para politikası hakkındaki kararlarından hemen ya da çok kısa bir süre sonra haberdar etmektedirler. Para politikası kararlarının zamanında ve anlaşılır biçimde ilanı açıkça haber üretmekte, aynı zamanda kamuoyunun yanlış yönlendirilmesinin önüne geçerek paraziti de azaltmaktadır. Para politikası kararına eşlik eden açıklamada ne söyleneceğine ilişkin uygulamalardan merkez bankasından merkez bankasına değişiklik göstermektedir¹⁵⁸.

1.5.3.7.1. Ekonomik Görünüm Hakkındaki Duyurular

Enflasyon tahminleri, gelecekteki ekonomik görünüm tahminleri ve izlenecek para politikasıyla ilgili eğilimler gibi geleceğe dair enformasyonun iletilip iletilmemesi ya da

¹⁵⁶ Ancak Amerikan Merkez Bankası'nın yeni uygulaması olan üç yıllık enflasyon tahminlerini yayınlanması üstükapalı bir enflasyon hedefi ilanı olarak görülebilmektedir.

¹⁵⁷ Bernanke, Ben (2004): “FedSpeak”, remarks at the Meetings of the American Economic Association, San Diego, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200401032/default.htm>

¹⁵⁸ Bu konu hakkında, bkz. Chappell, Henry W, Rob Roy McGregor and Todd A Vermilyea (2004): “Committee Decisions on Monetary Policy. Evidence from Historical Records of the Federal Open Market Committee”, Cambridge (MA), MIT Press. ve Meade, Ellen E and D Nathan Sheets (2005): “Regional Influences on FOMC Voting Patterns”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, no 27(4), s. 661–78

nasıl iletileceği konusunda merkez bankaları arasında uygulama farklılıkları bulunmaktadır.

Enflasyon hedefi belirleyen merkez bankaları beklenen enflasyon ile ilgili değerlendirmelerini kimi zaman olasılık dağılımlarını göstermek için “fan charts” kullanılan periyodik enflasyon raporlarında sunmaktadırlar. Enflasyon hedefi belirlemeyen merkez bankaları da çoğunlukla enflasyon tahminlerini yayınlamaktadırlar.

Son zamanlara kadar konu GSYİH’yi tahmin etmek olduğunda merkez bankaları arasındaki farklılıklar daha da fazla idi. Günümüzde para otoriteleri GSYİH öngörülerini sıklıkla yayımlamakta, bazıları çıktı ile ilgili tahminlerini de yayınlarının içerisine almaktadırlar¹⁵⁹.

1.5.3.7.2 Politika Faizlerinin Gelecek Dönemlerdeki Seyrine İlişkin Duyurular

Günümüzde pek çok merkez bankası çok farklı şekillerle de olsa muhtemel politika kararlarıyla ilgili olarak bir şekilde geleceğe dair yönlendirmede bulunmaktadır. Kimileri Avrupa Merkez Bankası (AMB) gibi genellikle “büyük teyakkuz” gibi anahtar kelimelerin kullanımıyla dolaylı sinyaller kullanmaktadırlar. Bazı merkez bankaları ise makro ekonomik tahminlerinin temelini oluşturan gelecekteki oranların sayısal rotasını yayımlayarak daha açık biçimde niceliksel yönlendirmede bulunmaktadır. Bu yöneme başvuran aralarında Yeni Zelanda ve Norveç’in de olduğu küçük gruba son zamanlarda İsveç ve İzlanda da katılmıştır. Kimi gözlemciler politika yapıcının gelecekteki davranışını öngörebilmelerini merkez bankası şeffaflığının varabileceği son nokta olarak görmektedirler. Ancak merkez bankalarının çoğu o kadar ileriye gitmeye henüz hazır değildirler. Bu konudaki tartışmalar halen devam etmektedir¹⁶⁰.

¹⁵⁹ Örneğin Yeni Zelanda, Norveç, Çek Cumhuriyeti, İsveç ve Macaristan

¹⁶⁰ Lehte argümanlar için, bkz. Svensson, Lars EO (2006): “Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro Transparency, Not Con”, *American Economic Review*, no 96(1), s. 44—51 ve Woodford, Michael (2005): “Central-Bank Communication and Policy Effectiveness”, in *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 399-474.

Hem Goodhart hem de Mishkin politika yapıcısı kurulun karar verme sürecini karmaşıklatacağı gerekçesiyle politika kararlarının öngörülen rotasını duyurmaya karşı olduklarını belirtmişlerdir. Bu durum, öngörünün şartlı doğasını anlaması imkanı pek bulunmayan kamuoyu ile iletişimi de karmaşık hale getirebilmektedir¹⁶¹. Uygulamada pek çok merkez bankasının geri durmasına neden olan temel çekincelerden birisi bu tür bir iletişimin taahhülle karıştırılması ihtimalidir. Eğer öngörülen gelişmeler ortaya çıkmazsa, önceden öngörülen politika ile uygulanan politikanın kendisi arasındaki tutarsızlıklar merkez bankasının güvenilirliğine zarar verebilmektedir. Bununla beraber, merkez bankasının geleceğe dönük öngörülerde bulunmasının amacı beklentileri yönlendirmek ve böylelikle kaynakların yanlış kullanımını azaltmak olsa da, kusurlu öngörüler tam tersine yanlış kullanımın nedeni olabilmektedir.

Bu potansiyel tuzaklardan kaçınmak için faiz oranları hakkında geleceğe dönük yönlendirmede bulunan bütün merkez bankaları geleceğe yönelik değerlendirmelerinin her zaman eldeki bilgiye bağlı olduğunu ve bu nedenle değişebileceğini vurgulamaktadırlar.

Merkez bankasının faiz oranına yönelik yol haritalarının (patika) yayınlanması uygulaması, merkez bankası iletişiminin “yeni sınırı” gibi dursa da, çok az ülkede ve çok kısa bir süredir mevcut olması nedeniyle etkilerine dair henüz pek az ampirik bilgi ortaya konmuştur.

1.5.3.7.3 Duyurlar Kanalına Para Politikası Kurullarının İşlevi

Merkez bankaları çok çeşitli yollardan iletişim kurabilirler ve her biri kendi yöntemini seçmektedir¹⁶². Bu kısımda, özellikle önemli kararlar ile ilgili olarak, sinyalin netliğini de etkileyebilecek olan göndericinin seçimi (örneğin; sinyal kurul tarafından mı yoksa tek bir üye tarafından mı gönderiliyor) incelenmektedir. Sinyallerin para politikası

¹⁶¹ Otmar Issing : “The Eurosystem: Transparent and Accountable, or ‘Willem in Euroland’”, *Journal of Common Market Studies*, 1999, no 37(3), s. 503–19.

¹⁶² Merkez bankalarınca kullanılan çeşitli araçların, günümüz için biraz tarihi geçmiş de olsa, ayrıntılı bir muhasebesi ve açıklaması için bkz. Blinder, Alan S, Charles Goodhart, Philipp Hildebrand, David Lipton and Charles Wyplosz (2001): “How Do Central Banks Talk?“, Geneva Reports on the World Economy 3, Geneva/London: ICMB/CEPR.

kurulunca ya da kurul adına gönderildiğinde uygun içerik, zamanlama ve kanalların seçilmesi bağlamında bir değerlendirme yapılması gerekmektedir. Bireyler tarafından kurulan iletişim de iletişime daha eşitlikçi bir yaklaşımı gösteren bir tutumla sadece tek bir üye mi kurul adına konuşmalı (örneğin; başkan) yoksa daha bireysel bir iletişim stratejisini yansıtan bir tutumla her üye kendi görüşlerini mi sunmalı gibi başka sorular üretmektedir.

Merkez bankası iletişimi için en önemli an kararların da açıklandığı, para politikası kurulu toplantılarının olduğu günlerdir. Ancak hem bu iletişimin zamanlaması hem de sunduğu ayrıntı miktarı merkez bankaları arasında büyük farklılık göstermektedir. Federal Reserve Bank (FED) aldığı kararı, kararın altında yatan nedenlerin özlü (ve çoğunlukla bir şablona oturtulmuş) bir açıklamasını ve çoğunlukla kimi geleceğe dönük yönlendirmeleri içeren kısa bir basın bildirisi yayınlamaktadır. Bank of England basın bildirisi ile alınan kararı duyurmakta, genellikle sadece faiz oranları değiştiğinde ya da beklenmedik bir karar aldığı anda bir açıklama yapmaktadır¹⁶³.

Buna mukabil AMB politika kararıyla birlikte bir basın bildirisi yayınlamakla kalmayıp toplantı günlerinde bir soru-cevap bölümü de içeren bir basın toplantısı düzenlemektedir¹⁶⁴.

Bank of England ya da FED'in toplantı tutanaklarıyla kıyaslandığında AMB'nin basın toplantıları daha az detay içerir görünmektedir. Ancak televizyonda yayınlanan bir basın toplantısı haberi daha hızlı yaymakta ve daha geniş bir kitleye ulaştırmaktadır. Ayrıca soru-cevap bölümü, basına sorular sorarak belirsizlikleri giderme imkanı tanımaktadır. Ehrmann ve Fratzscher araştırmalarında AMB basın toplantılarının varlık fiyatları üzerindeki muhtemel etkisinin politika ilanlarından daha büyük olduğunu bulmuşlardır¹⁶⁵.

¹⁶³ Bir süre sonra, ama sıradaki toplantıdan önce, hem Amerikan hem de İngiliz merkez bankaları tutanaklarındaki kararların ayrıntılı muhasebe ve açıklamalarını sunmaktadır. Ve beş sene sonra, Amerikan Merkez Bankası FOMC toplantılarının dökümlerini de yayınlamaktadır.

¹⁶⁴ Çek Cumhuriyeti, Japonya, Yeni Zelanda, Norveç, Polonya, İsveç, ve İsviçre merkez bankaları da düzenli basın toplantıları düzenlemektedir.

¹⁶⁵ Ehrmann, Michael and Marcel Fratzscher. "Explaining Monetary Policy Decisions in Press Conferences", *ECB Working Paper* no 767. 2007

Yasal bildirim gerekliliği iletişimin bir diğer boyutunu oluşturmaktadır. Günüümüzde bir çok merkez bankası yıllık raporlar sunmak ve yasama organlarının önünde ifade vermek zorundadır. AMB'nin Aylık Bülteni, Bank of England'ın üç aylık Enflasyon Raporu, FED başkanının Kongre önünde verdiği ifade ile sunulan altı aylık Kongreye Para Politikası Raporu gibi yayınlar en önemli bildirim araçlarının arasında bulunmaktadır. Bunların her biri medyanın büyük ilgisini çekmektedir.

Bununla birlikte günüümüzde pek çok merkez bankasında kararlar “kurullarca” alınmaktadır. Ancak bu kurullar farklı üye sayıları ve farklı niteliklerde oluşturulmakta olup üç grupta ele alınmaktadır. Bunlar sırasıyla; “bireyci” (İngiliz ve İsveç merkez bankaları), eşitlikçi (AMB ve Ben Bernanke yönetiminde FED) ve otokratik olarak eşitlikçi (Norveç Merkez Bankası ve Alan Greenspan yönetiminde FED)¹⁶⁶ kurullarıdır.

Bireyci kurullarda piyasaların ve ilgili vatandaşların para politikasının oluşturulmasında karşılaşılan belirsizliklerin derecesini anlamasına yardımcı olmak adına kuruldaki görüş ayrılıkları kamuoyuna açıklanmaktadır. Eşitlikçi kurullarda ise benzer bir görüş ayrılığı kamuoyuna duyurulduğu takdirde netlik ve ortak kavrayışa zarar verip bir kavram kargaşasına neden olabilmektedir. Bu yüzden iletişim genel olarak kurulun görüşlerinin iletilmesi şeklinde olmaktadır¹⁶⁷.

Paradoksal olarak eşitlikçi yapısına rağmen FED oldukça bireyci bir iletişim stratejisi izlemekte, bu da çeşitli görüşlerin üretilmesi nedeniyle dışarıdan bakan gözlemcilerin kafasını karıştırmaktadır. Buna karşılık AMB çok daha eşitlikçi bir iletişim stratejisi takip etmekte, kurul üyelerinin şahsi beyanları arasında çoğunlukla daha büyük bir tutarlılık bulunmaktadır¹⁶⁸.

¹⁶⁶ A. Blinder, M Ehrmann, M Fratscher, J de Haan & D-J Hansen “Central bank communication and monetary policy: a survey of the evidence”, *Journal of Economic Literature*, no 46, vol 4, s. 910-45,2008

¹⁶⁷ Goodhart, Charles AE : “Monetary policy transmission lags and the formulation of the policy decision on interest rates”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, no 83(4), 2001, s. 165–81

¹⁶⁸ M. Ehrmann, and Marcel Fratzscher. “Explaining Monetary Policy Decisions in Press Conferences“, *ECB Working Paper* no 767,2007

1.5.3.9 Para Politikası Aktarım Mekanizmasının İç Dinamikleri

Para politikasının reel ekonomiyi ne kadar hızlı etkilediğini değerlendirirken iki unsur önem taşımaktadır. Birinci unsur, merkez bankasının doğrudan kontrolü altında bulunan kısa vadeli faiz oranları ve zorunlu karşılıklar gibi araçların, finans dışı sektörlerdeki koşulları doğrudan etkileyen kredi faiz oranları, mevduat faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kurları gibi değişkenler üzerindeki etkisidir. Bu bağlantı esas olarak finansal sistemin yapısı tarafından belirlenmektedir. İkinci unsur, hane halkları ve firmaların finansal durumlarıyla harcama kararları arasındaki bağlantıdır. Bu noktada hane halkları, şirketler ve bankaların başlangıçtaki finansal pozisyonları önemli bir rol oynamaktadır. Bu başlangıç pozisyonları ise borçlanma oranları, aktif ve pasiflerin döviz ve vade kompozisyonu ile özellikle bankaların finansmanındaki dış kaynak bağımlılığı gibi faktörler tarafından belirlenmektedir¹⁶⁹.

Para politikası aktarım mekanizmasının işleyişini etkileyen bu iki unsur, 1980’li yıllardan beri dünyada yaşanan finansal serbestleşme sürecinden önemli ölçüde etkilenmiştir. Finansal sistemin işleyişinde hükümetlerin rolünün azalması faiz oranı kanalına kıyasla kredi kanalının önemini azaltmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların derinleşmeye başlaması, finans dışı sektörlerin bilançolarında hem varlıklar hem de yükümlülükler bölümlerinin çeşitlenmesine neden olmuştur. Bu da varlık fiyatları kanalının para politikası aktarım süreci içindeki rolünü güçlendirmiştir.

Finansal piyasaların serbestleştirildiği bir ortamda, borçlananların ve tasarruf sahiplerinin karşı karşıya oldukları faiz oranlarının merkez bankasının doğrudan etkilediği kısa vadeli para piyasası faiz oranına duyarlılığı, para politikası aktarım sürecinin önemli özelliklerinden biridir. Burada önemli etkisi olan bazı faktörler ise bankacılık sektörünün rekabet derecesi, alternatif finansman kaynaklarına erişim olanağı ve finansal piyasaların derinliğidir¹⁷⁰.

¹⁶⁹ S. Kamin, P. Turner and J. Van ‘t dack : “The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies: an overview”. *The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies*, BIS Policy Papers No. 3, January, 1998, s. 15-16

¹⁷⁰ *ibid* s. 15-16

Borçlanıcı ve tasarruf sahiplerini etkileyen kredi ve mevduat faiz oranlarının para piyasası faiz oranlarındaki değişikliklere cevabı ne kadar büyük ve hızlı olursa, para politikası aktarım mekanizmasının reel ekonomiye etkisi de o ölçüde büyük ve hızlı olacaktır. Bu duyarlılığın en önemli belirleyicisi ise bankacılık sektöründeki rekabetin derecesidir. Sektöre giriş engellerinin düşük, piyasa koşullarının rekabete açık ve banka sayısının çok olduğu bir ortamda, para politikasında bir değişiklik ile fonlama maliyetlerinde yaratılacak değişim kredi ve mevduat faiz oranlarına daha hızlı yansıtacaktır. Banka sayısının az ve rekabet düzeyinin düşük olduğu bir ortamda ise oligopolistik bir fiyatlamının geçerli olabilmesi, kredi ve mevduat faiz oranlarının para piyasası faiz oranlarındaki değişikliğe daha yavaş ve asimetrik olarak cevap vermesine neden olacaktır. Bankacılık sektöründe kâr güdüsünden çok siyasal ve sosyal motivasyonlarla hareket eden kamu bankalarının faaliyet göstermesi de kredi ve mevduat faiz oranlarının para politikası değişimlerine olan duyarlılığını azaltacaktır.

Bankacılık sistemi tarafından belirlenen mevduat ve kredi faiz oranları, aynı zamanda hane halkı ve firmaların menkul kıymet piyasaları gibi alternatif fon kaynaklarına erişilme olanaklarına da bağlıdır. Bu alternatif finansman kaynakları, gelişmişlik durumları ve bankacılık sektörüyle entegrasyon dereceleri ölçüsünde, para politikasının etkinliğini artırır. Prensip olarak yurt içi menkul kıymet piyasalarının varlığı para politikası şoklarının aktarımını hızlandırır. Gelişmiş ve rekabetçi sermaye piyasaları genellikle daha esnektir ve bankaların mevduat ve kredi faiz oranlarına kıyasla para politikası değişimlerine daha çabuk tepki verme eğilimindedir. Sermaye piyasalarındaki faiz oranlarının harcama kararlarıyla ilişkisi ise banka mevduat ve kredi faiz oranlarına göre daha fazladır. Bankacılık sektörü ile sermaye piyasalarının iyi entegre olması, bankaları para politikası değişimlerine daha fazla yanıt vermek zorunda bırakır.

Para ve sermaye piyasalarının derinliği de para politikası değişimlerinin piyasa faiz oranları ve dolayısıyla hane halkları ve firmaların harcama davranışları üzerindeki etkisiyle ilişkilidir. Sığ ve rekabetçi olmayan bir finansal piyasa para piyasası faiz oranlarında büyük dalgalanmalara neden olur. Kredi ve mevduat faiz oranlarının para piyasası faiz oranlarına göre ayarlanmasının ise belli bir maliyeti vardır. Bu maliyetler nedeniyle, eğer para piyasası faiz oranlarının değişkenliği yüksekse ve eski seviyesine

hızlı bir şekilde dönebileceği beklentisi varsa, bankalar kredi ve mevduat faiz oranlarını para piyasası faiz oranlarına ayarlamakta yavaş davranabilir. Benzer şekilde, sık sermaye piyasalarında faiz oranlarının para politikasındaki değişimlere tepkisi çoğu zaman öngörülemez niteliktedir. Bu nedenle, sermaye piyasaları henüz tam olarak gelişmemişse para politikası aktarım mekanizmasının işleyişinde belirsizlikler olabilir.

Finansal sistemin derinliği ve yapısı hangi aktarım kanalının daha etkin işleyeceği konusunda da belirleyicidir. Finansal sistemin sık ve yeterli çeşitliliğe sahip olmaması durumunda, hisse senedi piyasasının kapitilizasyonu düşük olduğundan varlık fiyatları kanalı çok az etkili, bankaların tekel gücüne sahip olması yüzünden faiz oranı kanalı ise zayıf olacaktır. Ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin yoğun olması nedeniyle, sık piyasalarda en büyük etkinliğe kredi kanalı sahiptir. Finansal piyasaların gelişmediği ekonomilerde genellikle döviz kuru kanalı da etkin değildir. Bunun nedeni de böyle ekonomilerde dış ticaret ve uluslararası sermaye akımlarıyla ilişkili döviz kuru işlemlerinin genellikle devlet kontrolü altında olmasıdır. Finansal sistemin gelişmesi, derinleşmesi ve çeşitlenmesiyle birlikte varlık fiyatları, faiz oranı ve döviz kuru kanalları daha etkili hale gelir¹⁷¹.

Para politikasının ekonomik aktivite üzerindeki en önemli etkisi borçluların nakit akışında yarattığı değişiklik vasıtasıyla meydana gelmektedir. Bu ise sadece para politikası değişiminin kısa vadeli mevduat ve kredi faiz oranlarını değiştirmesine değil, aynı zamanda bu yeni faiz oranlarının finansal sözleşmelere ne kadar çabuk yansıtacağına da bağlıdır. Burada ise finansal sözleşmelerin vade yapısıyla ilgili iki faktör öne çıkmaktadır. Birinci faktör finansal sözleşmelerin vade uzunluğu, ikinci faktör ise bu sözleşmelerin faiz oranlarının vadenin dolmasından önce ayarlanabilir olup olmamasıdır. Finansal sözleşmelerin vadeleri ne kadar kısa ise kredi ve mevduat o kadar sık olarak yenilenecektir. Yenilenen kredi ve mevduat için ise yeni faiz oranları geçerli olacaktır. Dolayısıyla finansal sözleşmelerin vadeleri ne kadar kısa ise para politikasındaki bir değişimin etkisi o kadar çabuk görülecektir. Finansal sözleşmelerin

¹⁷¹ Norman Loayza, Klaus Schmidt-Hebbel, “*Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview*”, Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms, Ed. Norman Loayza, Klaus Schmidt-Hebbel, Santiago, Central Bank of Chile, 2002, s. 9

faizlerinin vadenin dolmasından önce ayarlanabilir olması halinde de faiz oranlarındaki değişiklikler bu sözleşmelere çabuk yansıtılabilecek, böylece yine para politikasının etkilerinin görülme hızında yükseliş olacaktır¹⁷².

Finansal sözleşmelerin yapısıyla ilgili bir başka faktör de bu sözleşmelerin enflasyon veya döviz kuru gibi bir değişkene endekslenmesiyle ilgilidir. Bu tür bir endeksleme para politikası aktarım mekanizması üzerinde iki şekilde etkili olur. Birincisi, bu tür kontratlara uygulanan faiz oranı endekslemenin özel durumuna bağlı olarak reel faiz oranı olarak kabul edilebilir. Bu, merkez bankasının para politikası aracılığıyla finansal piyasalara gönderdiği sinyalin daha iyi anlaşılmasına yardım edebileceği gibi, merkez bankasının endeksli borç araçları üzerindeki piyasa faiz oranlarındaki hareketleri daha iyi anlamasına da yardım edebilir. İkincisi, mevduat ve krediler düzenli olarak endekslendiğinde, beklenen enflasyon ve/veya döviz kuru değer kayıplarındaki oynamalar mevduat ve kredi faiz oranlarında değişikliğe neden olmayacaktır. Bu yüzden de bu tür gelişmeler nakit akışı üzerinde endekslenmemiş finansal sistemlerdeki gibi bir etki oluşturmayacaktır.

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde para politikasının etkinliği ülkede uygulanan döviz kuru rejimi ile yerli ve yabancı finansal varlıklar arasındaki ikame derecesi tarafından belirlenir. Sermaye hareketleri serbest ve dalgalı kur rejimi söz konusuysa, para politikası iki kanal aracılığıyla işler. Birincisi, para arzı dışsal olarak merkez bankası tarafından kontrol edildiğinden, para politikası geleneksel faiz oranı ve likidite etkisiyle çalışır. İkincisi, para politikası toplam talebi ve fiyatları döviz kuru üzerindeki etkisi aracılığıyla etkiler. Yerli ve yabancı finansal varlıklar arasındaki ikame derecesinin daha büyük olması halinde döviz kurunun faiz oranlarındaki değişikliklere tepkisi de daha büyük olur ve bu nedenle para politikasının etkisi de genişler¹⁷³.

Sermaye hareketleri serbest iken sabit kur rejimi uygulaması söz konusu olduğundaysa varlık ikamesi derecesinin para politikası üzerindeki etkisi tersine döner. Böyle bir durumda yerli ve yabancı finansal varlıklar arasında tam ikame olduğunda, herhangi bir

¹⁷² Kamin, Turner ve Van 't dack, 1998, s. 31-32

¹⁷³ Kamin, Turner ve Van 't dack, s.34

para politikası değişikliği derhal sermaye hareketleri tarafından dengelenir ve parasal koşullar değişmeden kalır. İkame derecesi düşük olduğunda ise para otoritesinin yurtdışı faiz oranlarından bağımsız olarak yurtiçi faiz oranlarını değiştirme olanağı daha fazla olur. Bu durumda, yerli ve yabancı varlıklar arasındaki ikame derecesi ne kadar düşükse merkez bankasının bağımsız bir para politikası uygulama imkanı o kadar yüksek olacaktır¹⁷⁴.

Sermaye hareketlerinin artmasının önemli bir etkisi, firmaların yurtdışından borçlanma olanaklarını da artırmasıdır. Yurtdışından borçlanma olanağının artması ise firmaların yurtiçi kredi piyasası koşullarına bağımlılığını azaltmakta ve para politikasının toplam talep üzerindeki etkisini sınırlandırmaktadır. Bu durumda, yurtiçi kredi faiz oranlarını yükselten sıkı bir para politikası firmaların yurtdışından borçlanmaya yönelmelerine neden olacaktır. Bu da para politikasının sıkılaştırılmasının etkisini sınırlandırırken, yurt içi bankaların kredi faiz oranlarını yükseltebilmesine de engel oluşturacaktır. Dalgalı kur sisteminde yerli ve yabancı faiz oranları arasındaki farkta yaşanan bir değişim döviz kurunda aynı oranda bir değişimle telafi edilmezse para politikasının harcamalar üzerindeki etkisi sınırlanmış olmaktadır.

Paranın; mübadele aracı olması, hesap birimi olması ve değer saklama aracı olması şeklinde üç temel fonksiyonu vardır. Yüksek enflasyonun yaşandığı ülkelerde paranın bu fonksiyonları aşınmaktadır. Bir ülkede yerli para yerine yabancı bir ülkenin parasının bu fonksiyonların bir kısmını veya tamamını yerine getirmeye başlaması para ikamesi olarak adlandırılmaktadır. Bu ülkelerde yabancı para cinsinden mevduat ve kredilerin toplam mevduat ve krediler içindeki payı oldukça yüksektir. Para ikamesinin yaşandığı ülkelerde para politikasının aktarımı sadece yurtiçindeki yerli ve yabancı para cinsinden varlıkların ikame derecesine değil, yurtiçindeki yabancı para varlıklar ile yurtdışındaki yabancı para varlıkların ikame derecesine de bağlıdır. Eğer yurt içindeki yerli ve yabancı para cinsinden varlıkların ikame derecesi yüksek fakat yurt içindeki yabancı para varlıklar ile yurt dışındaki yabancı para varlıklar arasındaki ikame sınırlıysa, yerli paranın faiz oranında yükselişe yol açan bir para politikası değişikliği borçlanıcıların yabancı para cinsinden kredilere yönelmesine neden olacak, tasarruf sahipleri ise

¹⁷⁴ Norman Loayza, Klaus Schmidt-Hebbel: (2002), "*Monetary Policy...*" s.10

yükselen faizlerden yararlanmak için varlıklarını yerli para cinsinden mevduata kaydıracaktır. Bunun sonucunda yurtiçindeki yabancı para cinsinden mevduat ve kredilerin faizleri de yükselecektir. Böyle bir durumda para politikası etkinliğini koruyacaktır. Fakat yurtiçindeki yabancı para varlıklar ile yurtdışındaki yabancı para varlıkların ikame derecesi de yüksekse, para politikası aktarım mekanizmasının işleyişi sermaye hareketlerinin serbest olduğu ve para ikamesinin bulunmadığı ülkelere benzeyecektir. Yukarıda ele alındığı gibi, böyle bir durumda ise para politikasının etkinliği uygulanan kur rejimine göre değişiklik gösterecektir¹⁷⁵.

Hane halkı, firmalar ve bankaların başlangıçtaki finansal pozisyonları, para politikasıyla üç yoldan etkileşim içindedir. Birincisi, para politikasının tüketim ve yatırım harcamaları üzerindeki etkisi bu harcamaların ne kadarının finansal sistem aracılığıyla finanse edildiğine bağlıdır. İkincisi, para politikası değişikliği sonucunda varlık fiyatlarında yaşanan değişimin net değer üzerindeki etkisi finansal portföyün kompozisyonuna bağlı olarak farklılık gösterir. Üçüncüsü, hane halkı, firmalar ve bankaların başlangıçtaki finansal pozisyonlarının güçlü ya da zayıf olması borçlanma ve harcama kararları üzerinde etkide bulunur¹⁷⁶.

Finansal aracılığın gelişmediği, yatırımların genellikle kişisel tasarruflar ve dağıtılmamış karlar gibi iç finansman kaynaklarıyla finanse edildiği ekonomilerde para politikasının toplam talep üzerindeki etkisi sınırlı olmaktadır. Çünkü bu durumda hane halkı ve firmaların banka kredileriyle finansmana bağımlılık dereceleri düşük olmakta ve bu da para politikasındaki değişimlerden daha az etkilenmeleri sonucunu doğurmaktadır. Gelişmiş ekonomilerde ise tasarrufların büyük bir kısmı bankalar tarafından değerlendirilmekte ve yatırımların büyük bir bölümü de banka kredileriyle finanse edilmektedir. Bu da toplam talebin para politikasındaki değişimlere duyarlılığını artırmaktadır.

Para politikasındaki bir değişiklik hane halkı ve firmaların portföylerindeki varlıkların ve yükümlülüklerin değerini değiştirerek toplam talep üzerinde etkili olmaktadır. Bu

¹⁷⁵ Norman Loayza, Klaus Schmidt-Hebbel: (2002), "Monetary Policy..." s. 12

¹⁷⁶ Kamin, Turner ve Van 't dack, s. 37-38

durumda para politikasındaki değişikliğin toplam talep üzerindeki etkisi portföylerin kompozisyonuna bağlı olarak farklılık göstermektedir. Finansal gelişmenin erken aşamalarında tasarruflar ağırlıklı olarak bankacılık sistemi aracılığıyla değerlendirilmekte, piyasa koşullarındaki değişmelere daha hızlı tepki veren menkul kıymet piyasalarına yapılan yatırımların hane halkı ve firmaların portföylerindeki payı düşük kalmaktadır. Bu da para politikasının etkinliğini zayıflatmaktadır. Finansal piyasaların gelişmesiyle birlikte ise portföyler çeşitlenmekte ve para politikası değişikliklerine duyarlılıkları artmaktadır.

Güçlü bilanço pozisyonu borçlanma ve harcama kararları açısından önemli bir belirleyicidir. Fakat bilanço pozisyonunun gücü ile finansal kırılganlık ve dolayısıyla harcamalar arasındaki ilişki doğrusal değildir. Bilanço pozisyonunun güçlü (varlıkların borç yükümlülüklerinden fazla olması) olduğu bir durumda, gelecekteki bir finansal sıkıntı olasılığı varlıkların piyasa değerini düşürse bile bunun harcamalar üzerindeki etkisi sınırlı kalabilir. Fakat bilanço pozisyonu zayıfken varlıkların piyasa değerinin düşmesi borçların geri ödenmesi konusunda önemli sorunlar yaratarak borçlanma ve harcamalarda sert bir düşüşe yol açabilir. Buna göre, hanehalkı ve firmaların başlangıçtaki finansal pozisyonları para politikasının etkinliği açısından önemli faktörlerden biridir. Bilanço pozisyonunun güçlü olması para politikası değişikliklerinin tüketim ve yatırımlar üzerindeki etkisini azaltmaktadır. Ayrıca hane halkı ve firmaların bilançolarında net borcun (faize duyarlı yükümlülükler ile faize duyarlı varlıklar arasındaki fark) payının düşük olması da parasal koşullardaki değişikliğin nakit akışı üzerindeki etkisinin düşük kalmasına neden olmaktadır.

Bankacılık sisteminin finansal durumu banka kredilerinin maliyet ve erişilebilirliğinin önemli belirleyicilerinden biridir. Risk ağırlıklı sermaye/varlık rasyosundaki düşüşler, hem faiz oranlarını hem de kredi verme standartlarını yükselteceğinden, bankaları kredi sağlama konusunda sınırlayabilir. Bankaların finansal durumları ne kadar zayıf olursa, para politikası sıkılaştığında sağlayacakları krediler de o kadar azalır. Banka sermayesi varlıklara kıyasla yüksek olduğunda varlıkların değerindeki azalmalar sermaye/varlık rasyosunu riskli seviyelere getirmeyebilir. Bununla birlikte eğer başlangıçtaki sermaye/varlık rasyosu düşükse para politikası değişimiyle fonların maliyetinin

yükselmesi, varlık fiyatlarının gerilemesi ve kredi performansının bozulması, bankaları kullandıracakları kredileri keskin bir biçimde kısıtlamak zorunda bırakabilmektedir.

1.6. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Çerçevesinde Para Politikası Aktarım Mekanizmasının Etkinliği ve Beklenti Yönetimindeki Fonksiyonu

1.6.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikası Aktarım Mekanizmasının Uygulamadaki Yeri

Para politikasının etkili olup olmamasında belirleyici unsurlardan biri de etkilemek istenilen değişkenle para politikası araçları arasında anlamlı ve istikrarlı bir ilişkinin olmasıdır¹⁷⁷. Eğer etkilemek istenilen değişken enflasyon ise enflasyonla tercih edilen para politikası aracı arasındaki ilişkiye bakmak gerekir. Enflasyonun belirli bir süre için öngörülebilir olması para politikasının hem etkinliğini artıracak hem de öngörülen enflasyon oranına odaklanarak politika araçlarını kullanma kabiliyetine ulaşılacaktır¹⁷⁸. Söz konusu araçların şoklara karşı etkin bir şekilde kullanılabilmesi için gelişmiş para ve sermaye piyasalarının varlığı da kaçınılmazdır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde enflasyon tahminleri önemli rol oynamaktadır. Bu yöntemde, gelecekteki enflasyon oranının hedeflenen enflasyon oranından giderek uzaklaştığının öngörülmesi halinde para politikasında bir takım ayarlamalar yapılması gerekmektedir¹⁷⁹. Dolayısıyla para otoritelerinin yeterli öngörü yapabilecek ve bunları çeşitlendirebilecek birikime sahip olmaları stratejinin başarısı için oldukça önemlidir. Bununla ilgili olarak, tahminlerin doğru, güvenilir ve hassas bir şekilde yapılması zorunluluğu vardır. Doğal olarak merkez bankasının tahminlerinde gerekli duyacağı tüm verilere hızlı bir şekilde ulaşabilmesi ve geniş bir veri setinin mevcut olması gerekir¹⁸⁰. Söz konusu veri seti içinde; toplam talep ve arzı ilişkin değişkenler, parasal

¹⁷⁷ Michael Woodford, *Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy*, Paper prepared for the Annual Economic Policy Conference Federal Reserve Bank of St. Louis, October 16-17, 2003, s.1

¹⁷⁸ *ibid*, s.1

¹⁷⁹ Lars E.O. Svensson, *Commentary: How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability? —Conceptual Issues*, Article provided by Federal Reserve Bank of Kansas City Journal, 1996, <http://www.kansascityfed.org/>

¹⁸⁰ *ibid*, s.4

büyüklikler, faiz oranları, döviz kurları, enflasyon, enflasyon beklentileri ve hazine bonusu getirileri yer almaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde para ve kredi göstergeleri beklenen enflasyona yönelik güçlü bilgi kaynağını oluşturmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinde merkez bankası mali sistemde likidite miktarını kontrol edebilmek amacıyla kısa dönem faiz oranını veya herhangi bir parasal büyüklüğü kendisine yol gösterici politika aracı olarak seçebilir. Kastedilen politika aracı, para otoritelerinin amaçlarına en iyi şekilde hizmet edecek bir araç olmalıdır¹⁸¹.

Merkez bankasının enflasyon oranını hedeflenen orana yönlendirebilmek amacıyla para politikası araçlarını belirleyebilecek yeteneğe de sahip olması gerekir. Bu durumda geçiş mekanizması göz önünde tutulmalıdır. Para politikası aktarım mekanizmasındaki geçiş yönelimleri ne kadar güçlü ve iyi anlaşılırsa, enflasyon hedefine ulaşmayı amaçlayan para politikası araçlarındaki değişiklikler o kadar etkin olmaktadır¹⁸². Aynı zamanda ekonomik analizde merkez bankası kaynaklarına yer verilmesi, parasal geçiş sürecinin daha anlaşılır hale gelmesine yardımcı olmakta ve böylece para politikasının formülasyonunu kolaylaştırmaktadır¹⁸³. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları özel sektör çalışanları ve mali piyasa katılımcılarıyla gerçekleştirdikleri ekonomiye ilişkin tartışmalarda olabildiğince bilgi toplamak durumundadırlar. Sözü edilen tartışmalar özellikle ekonomik veriler arasındaki ilişkilerin hızlı değiştiği ve gelişmiş mali piyasaların bulunmadığı ülkelerde daha faydalı olmaktadır¹⁸⁴.

Enflasyon hedeflemesine başlamadan önce enflasyon hedefinin “makul” bir seviyeye indirilmiş olması çok önemli bir koşuldur. Uygulama öncesi enflasyonun belli bir

¹⁸¹ Lars E.O. Svensson, *Price Stability As A Target For Monetary Policy: Defining And Maintaining Price Stability*, NBER Working Paper Series, Working Paper 7276, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, August 1999

¹⁸² Marvin Goodfriend and Robert G. King, Jordi Gali Guido Tabellini, *The Case for Price Stability*, iç. *Why price stability?*, First ECB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany ed. Alicia García Herrero, Vítor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, ECB Publications, Frankfurt:2000, s.53-112

¹⁸³ Jose Vinals, *Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment*, iç. *Why price stability?*, First ECB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany ed. Alicia García Herrero, Vítor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, ECB Publications, Frankfurt:2000, s.113-178

¹⁸⁴ *ibid*, s.140

seviyeye çekilme gerekliliği, ekonomi üzerindeki mali baskınlığın kaldırılması ve merkez bankasının bağımsızlığının sağlanması için zorunluluktur¹⁸⁵. Yüksek enflasyon oranları para politikası ve maliye politikasını ayrılmaz bir ikili yaptığı için, yüksek enflasyon oranlarında sadece para politikası değil, maliye politikasının da etkinliğini göstermesi gerekir.

Enflasyon hedeflemesine başlamak için ideal enflasyon oranının ne olacağı konusunda tam bir fikir birliği bulunmamakla birlikte, uygulama öncesinde enflasyon oranları yüzde 5–6 gibi tek haneli düzeylere çekilmeli, bu yapılamıyorsa en azından yüzde 15’in altına indirilmelidir. Nitekim literatürde birbirini takip eden birkaç yıl içinde yüzde 15–25 ve üzeri enflasyon yaşanan bir ekonomide sadece para politikasının enflasyonu düşürmede yeterli olmayacağı savunulmaktadır¹⁸⁶. Bunun yanında uygulamada başarılı ülke örneklerine bakıldığında enflasyon hedeflemesine başlamadan önce yüzde 10’un altında bir enflasyon oranının bulunmasının uygun olduğu düşünülmektedir.

Uygulama öncesi enflasyon oranının düşük seviyelere çekilmiş olması halkın uygulanan enflasyon hedeflemesine desteğini de artıracaktır. Çünkü yapısal sorunlar çözülerek düşürülen enflasyon oranlarının enflasyon hedeflemesi stratejisi ile düşük seviyelerde tutulması daha kolay olacaktır. Nitekim enflasyon hedeflemesi temelde, enflasyon oranı düşük olan ekonomilerde fiyat istikrarını korumaya yönelik olarak oluşturulmuştur. Bu stratejiyi uygulamaya koyan ülkelerin hepsi yüzde 25’ten daha düşük bir enflasyon oranı ile programa başlamışlardır¹⁸⁷.

Bir ekonomide enflasyon oranının yüksek olması, mal ve işgücü piyasalarında bir takım yapısal aksaklıkların varlığına işaret etmektedir. Yaşanması muhtemel yapısal sorunlar politika yapıcılarının enflasyonla mücadele gücünü azaltmakta ve yüksek enflasyonla yaşama alışkanlığı normal kabul edilmeye başlanmaktadır. Enflasyonla mücadelede enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmeden önce, politika etkinliği sağlama ve

¹⁸⁵ Bir ülke ekonomisi yıllık yüzde 15 ve üzerinde bir enflasyon yaşıyorsa, para politikasının tek başına bazı hedeflere ulaşması imkânsız olacak ve bu durum para politikasının etkinliğini azaltacaktır.

¹⁸⁶ Frederick S. Mishkin (February, 1999): *International Experiences With Different Monetary Policy Regimes*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6965, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA; Fraga, A. (2003): *Inflation Targeting in Emerging Market Economies*, Working Paper Series of Banco Central Do Brasil, no. 76

¹⁸⁷ Frederick S. Mishkin (February, 1999): “*International Experiences...*” s.11

bunu sürdürülebilir kılma adına gerekli yapısal iyileştirmelerin yapılması ve enflasyon oranının yüksek enflasyon beklentilerini kırarak biçimde düşük düzeyde tutulması oldukça önemlidir.

1.6.2 Belirsizlik ve Asimetrik Bilgi Ortamında Merkez Bankasının Karar Alma Süreci ve Beklenti Yönetimi

Günümüzde bir merkez bankasının ekonomiyi ciddi olarak etkileyebilme gücünün, gecelik faiz oranlarının gelecekte alacağı şekil ile ilgili piyasa beklentilerini ne kadar etkileyebildiğine bağlı olduğu kabul edilmektedir. Zira ekonomik kararların çoğu sadece merkez bankasınca fiilen kontrol edilen tek piyasa faiz oranı olan politika faiz oranına bağlı değildir. Ancak, kısa vadeli politika faizlerinin etkilediği gelecekte beklenen faiz oranlarını yansıtan uzun vadeli faiz oranları, hane halkları ve şirketlerin tasarruf ve yatırım kararlarını etkilemektedir. Bu yüzden kamuoyunun gelecekteki politika faiz oranlarına yönelik algısı para politikalarının etkinliği için hayati önem taşımaktadır.

Teorik açıdan bakıldığında, fiyat istikrarı ve ekonomik gelişme gibi nihai hedeflere ulaşmada, iletişimin merkez bankalarına yardım edip etmediğinin net olarak bilmediğini ileri sürenler de vardır¹⁸⁸. Bunlara göre, kredibilitesi yüksek bir merkez bankasının uygulayacağı para politikasına iletişimin sağlayacağı katma değer düşük olacaktır. Kamuoyunun rasyonel beklentilere sahip olduğunu varsayarsak, politikanın uygulanışındaki sistematik hareket, merkez bankasının davranışlarının gözlenmesi ile doğru bir şekilde kestirilebilir olmalıdır¹⁸⁹. Böyle olunca, gelecekteki faiz oranlarını tahmin etmek için kamuoyunun tek yapması gereken; ekonomik verileri (tahminlerini) merkez bankasının politika prensibi ışığında yorumlamaktır. Merkez bankasının iletişimi burada bir rol üstlenmemektedir¹⁹⁰.

¹⁸⁸ Ben Bernanke, J. Boivin. *Monetary policy in a data-rich environment*. Journal of Monetary Economics, 50 (3), 2003, s.525-546.

¹⁸⁹ Michael Woodford . *Central-bank communication and policy effectiveness*. In: *The Greenspan era: Lessons for the future*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 2005, s. 399-474.

¹⁹⁰ Faust ve Svensson'ın merkez bankası şeffaflığı tanımından –gözlemlenebilir verilerden kamunun merkez bankasının hedef ve niyetlerini çıkarımsama kolaylığı- yola çıkarak, bir merkez bankasının iletişime başvurmaksızın tam manasıyla şeffaf olabileceği söylenebilir. Faust, J., Svensson, L.E.O.

Bu görüşler merkez bankası iletişiminin önemli olabileceği üç noktaya işaret etmektedir: rasyonel olmayan beklentiler, değişmeyecek politika prensiplerini taahhüdün olmayışı ve asimetrik enformasyon.

Öncelikle, kamuoyunun para politikalarını, bunları izaha dair herhangi bir çaba olmaksızın mükemmelen anlayacağı varsayımı gerçekçi değildir. Woodford'a göre: "Rasyonel beklentiler varsayımı altında merkez bankası politika taahhütlerinin kamuoyunca çok iyi ve doğru biçimde algılanması beklenmemekle beraber bir yarar sağlayacağı düşünülüyorsa, uygulanacak para politikası stratejisinin açıklanması tercih edilmelidir."¹⁹¹

King bir adım daha ileri giderek kamuoyunun karar verirken optimize edici davranışı seçmek yerine, basit ancak oldukça sağlam sezgisel yöntemleri kullanacağını iddia etmektedir. Böyle bir durumda merkez bankası iletişiminin insanları doğru sezgisel yönetime yönlendirmede önemli bir rol oynayabileceğini savunan King'e göre: "merkez bankası özel kesimin beklentilerini, basit sezgisel bir yöntem benimsemesini sağlayarak yönlendirmeye çalışmalıdır. Bu bakış açısıyla; 'enflasyonun hedeflenene eşit olacağını varsayın' yönlendirmesi iyi bir sezgisel yöntem olabilir"¹⁹².

Merkez bankasının uzun süre değişmez bir politika stratejisi uygulaması oldukça düşük bir ihtimaldir. Örneğin; Bernanke'ye göre, "merkez bankasının hiçbir şart altında asla sapmayacağı tam ve açık bir politika stratejisi belirlemek pratik değildir. Zira para politikasının tepki vermesini gerektirebilecek olasılıklar neredeyse sonsuzdur ve çoğu öngörülemez niteliktedir"¹⁹³.

Piyasa oyuncuları genelde izlenecek politikanın belirlenmesiyle ilgili olarak çeşitli hedeflere verilen önem ya da ekonomik duruma dair değerlendirmeler gibi birçok

(2001). Transparency and credibility: Monetary policy with unobservable goals. *International Economic Review*, 42 (2), s.369-397

¹⁹¹ Woodford (2005)s. 403

¹⁹² Mervyn King, Monetary policy: Practice ahead of theory. Mais Lecture, delivered at Cass Business School, London. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2005/speech245.pdf>, s. 12

¹⁹³ Bernanke, B., Boivin, J. (2003).

anahtar girdi hakkında politika belirleyiciler kadar bilgiye sahip değildirler. Ortada kamuoyu ve merkez bankasının farklı bilgiyle hareket etmesine neden olan asimetrik enformasyon varsa, merkez bankasının elde ettiği yeni veriler ile kamuoyunun beklentilerini yönlendirmeye çalışması rasyonel bir davranıştır. Burada asimetrinin oluşmasına neden olan enformasyon türlerinin ayrıştırılması kilit öneme sahiptir. Açıkça belirtilmiş enflasyon hedefleri olmayan ülkelerde merkez bankasının uzun vadeli enflasyon hedefine ilişkin sağladığı bilgi ve veri seti bu enformasyon türlerinden birisine örnek olarak verilebilir¹⁹⁴. Benzer şekilde, merkez bankaları çıktı ve enflasyon hedeflerine verdikleri göreceli önemle ilgili olarak da değerlendirme yapabilecekleri bilgiyi ve veriyi sağlayabilirler. Elde edilen bilgi ve verinin kamuoyu ile paylaşılması asimetrik enformasyonu azaltacak ve beklentilerin yönetilmesine yardımcı olacaktır¹⁹⁵. Bernanke bu konularda kurulan iletişimin neden para politikası verimliliğini etkilediğini açıklarken ‘uyarlamalı öğrenme’ konusundaki yeni literatüre değinmektedir¹⁹⁶.

Farklı araştırmalar finans piyasalarının sadece makro ekonomik haberlere değil, ekonomik görünüm hakkında merkez bankasından sağlanan bilgiye de tepki verdiğini göstermektedir. Yatırımcılar kendi görüşlerini merkez bankasınca açıklamaların içerdiği bilgiyle karşılaştırarak güncellemektedir. Kohn ve Sack, merkez bankasının gerçekçi tahminlerde bulunarak kamuoyu nezdinde güven kazanması halinde, piyasa

¹⁹⁴ Kohn, D.L., Sack, B.. *Central bank talk: Does it matter and why?* In Macroeconomics, monetary policy, and financial stability. Ottawa: Bank of Canada, 2004, s. 175-206

¹⁹⁵ Trichet (2005)’ye göre: “Eğer merkez bankası ekonomik aktörleri ve piyasa iştirakçilerini gidişatla ilgili analiz ve değerlendirmelerine ve bu gidişata cevaben alacağı siyasi tedbirlere ikna edebilirse, bu beklenti mekanizması kendi kendini dengeye getirecektir. Makroekonomik haberler duyurulmaz, kısa vade faiz oranları ile ilgili beklentiler, piyasaların merkez bankasınca uygulanacağını düşündüğü dengeleyici yönde uyum sağlayacaktır”. Trichet, J.C. (2005). Monetary policy and ‘credible alertness’. Intervention at the panel discussion “*Monetary Policy Strategies: A Central Bank Panel*”, at the Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2005. <http://www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050827.en.html>.

¹⁹⁶ Uyarlamalı öğrenmede kamuoyu, merkez bankasının reaksiyon fonksiyonunu bilmeyip tahmin etmek zorunda olduğundan, ekonominin optimal rasyonel beklenti dengesine ulaşacağına dair bir garanti yoktur; çünkü kamunun öğrenme sürecinin kendisi ekonominin davranışı etkiler. Öğrenmenin ekonomi üzerindeki geribildirim etkisi değişken ya da belirsiz sonuçlara neden olabilir. Böyle bir ortamda, merkez bankasının iletişimi ekonomik performansı geliştirmeye büyük katkılar sağlayabilir. Daha geniş bir tartışma için bkz. Blinder, A.S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J., Jansen, D. (2008). *Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence*. Journal of Economic Literature, 46(4), 910-945

aktörlerinin, verdikleri demeçlere de itibar ettiklerini savunmuşlardır¹⁹⁷. Bu durumun saptanması hiç kuşkusuz bankanın itibar ve güvenilirliğini artıran bir gelişmedir.

Merkez bankası her türlü ekonomik gelişmeyi, bunların kısa ve orta vadede enflasyon ve ekonomik aktivite üzerindeki etkilerini analiz ederken, piyasa katılımcıları mali piyasaların kısa vadeli hareketlerini gözlemlemeye eğilimlidirler. Bu nedenle piyasa katılımcılarının merkez bankasının gelecekteki enflasyonla ilgili görüşleriyle tutarlı, veriye dayalı düzgün ekonomik senaryolar yaratma yetileri kısıtlıdır. İletişim kanalı piyasaların daha iyi fikir sahibi olmalarına yardım etmektedir.

Romer ve Romer'in konu ile ilgili çalışmasında elde edilen istatistiki bulgular, FED tarafından yapılan milli gelir ve enflasyon tahminlerinin son 20-30 senedir özel sektör tahminlerinden daha başarılı olduğunu göstermektedir¹⁹⁸. Gamber ve Smith de FED'in tahmin hatalarının özel sektöre nazaran belirgin bir biçimde daha az olduğunu, ancak 1980'lerin ortasından ve özellikle 1994'den itibaren aradaki açığın kayda değer ölçüde azaldığını ileri sürmektedirler¹⁹⁹.

İletişimin yararlarına ilişkin genel bir uzlaşma bulunmakla birlikte, optimal bir iletişim stratejisinin ne olması gerektiğine literatürde net bir şekilde değinilmemektedir. Genel görüş, eldeki bilginin tamamının olduğu gibi açıklanmasının genellikle optimal olmadığı yönündedir²⁰⁰.

1.6.3. Rasyonel Beklentiler Paradigması ve Merkez Bankası Şeffaflığı

Merkez bankası şeffaflığı, iki temel düşünce etrafında gelişme kaydetmiştir. Bunlardan birincisi, bağımsız bir merkez bankasının daha büyük bir demokratik hesap verme yükümlülüğünü de beraberinde getireceği düşüncesidir. Bağımsız merkez bankaları hem

¹⁹⁷ Kohn, D.L., Sack, B. (2004). "Central..."s.177

¹⁹⁸ C.D. Romer, D.H. Romer, *Federal reserve information and the behavior of interest rates*. American Economic Review, 90 (3), 2000, s.429-457

¹⁹⁹ Gamber, E.N., Smith, J.K., *Are the Fed's inflation forecasts still superior to the private sector's?*, Journal of Macroeconomics, 2009

²⁰⁰ P. Geraats. *Central bank transparency*. The Economic Journal, 112 (483), 2002, s. 532-565

icraatlarını hem de o icraatların altında yatan düşünceleri açıklamakla yükümlüdürler²⁰¹. İkincisi, Blinder ve Woodford alıntılarıyla daha önce örneklendiği üzere, daha anlaşılır bir iletişimin para politikasının verimliliğini artıracığı düşüncesidir.

Merkez bankası aksiyonlarının ürettiği haberler üzerine yapılan araştırmalar, izlenecek politikaların duyurulmasının beklentileri nasıl etkileyip varlık fiyatlarını değiştirdiğine yoğunlaşmaktadır. Paraziti azaltmaya yönelik çalışmalarda merkez bankasının açıklamalarının mali piyasalardaki volatilitiyi azaltacak şekilde para politikalarının öngörülebilirliğini nasıl artırdığına odaklanmaktadır. İki durumda da merkez bankasının hedefinin para politikasının sinyal-parazit oranını yükseltmek olduğu varsayılmaktadır. Günümüze dek optimal iletişim stratejisi için net bir kurallar dizisi oluşturulamamıştır. İletişimin haber üreterek veya paraziti azaltarak para politikasının verimliliğine katkıda bulunup bulunmadığı hususu halen üzerinde araştırma yapılmamış konular arasında yer almaktadır²⁰².

Ancak son on yılda merkez bankası iletişimi ile ilgili çoğunlukla ampirik olmak üzere pek çok araştırma yürütülmüş olup bu araştırmaların büyük kısmı merkez bankası iletişiminin piyasalar üzerindeki etkilerine odaklanmaktadır. Bu araştırmalardan ortaya çıkan ortak görüş, eğer iletişim beklentileri başarılı bir biçimde yönlendirirse;

- Varlık fiyatları da buna uygun tepki vermelidir.
- Uygulanacak politika kararları daha öngörülebilir olmalıdır.

Bir diğer araştırma grubu iletişim stratejisindeki farklılıkları ekonomik performanstaki farklılıklarla ilişkilendirmeye çalışmaktadır²⁰³. Bu araştırmalarda sorulan kilit soru, sayısal bir enflasyon hedefi ilan etmenin kamuoyunun uzun vadeli enflasyon

²⁰¹ Merkez bankasının iletişim stratejisinin nasıl para politikası kurulunun yapısına bağlı olması gerektiği konusunda bkz. Blinder, A S, M Ehrmann, M Fratscher, J de Haan & D-J Hansen “Central bank communication and monetary policy: a survey of the evidence”, *Journal of Economic Literature*, no 46, vol 4, 2008, s. 910-45.

²⁰² Blinder, Alan S, Charles Goodhart, Philipp Hildebrand, David Lipton and Charles Wyplosz : “How Do Central Banks Talk?“, Geneva Reports on the World Economy 3, Geneva/London: ICMB/CEPR. 2001

²⁰³ Orphanides, Athanasios and John C Williams: “Imperfect Knowledge, Inflation Expectations and Monetary Policy”, in *The Inflation Targeting Debate*, ed. Ben Bernanke and Michael Woodford, University of Chicago Press, 2004

beklentilerini saptamaya yardımcı olup olmadığıdır. Ortaya çıkan cevap genelde şartlı bir evet şeklinde sunulmaktadır.

Bazı yazarlar tarafından dile getirilen görüşlere göre para politikası iletişiminin “rasyonel beklenti paradigması”²⁰⁴ olarak adlandırılan düzlemde hiçbir rolü yoktur. Böylesi ideal bir dünyada, merkez bankası iletişimi lüzumsuzdur. Zira para politikasının uygulanışındaki herhangi bir sistematik hareket, politika yapıcının gözlemlenen davranışından doğru biçimde algılanabilir olmalıdır. Bir çok modern teorik makro modele ilham kaynağı olan rasyonel beklenti paradigması;

- Durağan olmayış (dünya ve merkez bankası değişmekte),

- Değişmeyen bir politika kuralının taahhüt edilmeyişi,

- Para politikasının çok iyi anlaşılabilmesi,

-Rasyonel olmayan beklentiler (bu hem bilgi asimetrisini hem de öğrenmeyi kapsamaktadır) gibi hususları öngörememektedir²⁰⁵.

İyi bir merkez bankası iletişiminin bu dört durumu da olumlu anlamda etkileyebileceği açıktır. Rasyonel beklenti paradigmasının kısıtlamalarından kurtulduğu takdirde, merkez bankası iletişimini dikkate almayan herhangi bir para politikası analizinin ciddi biçimde eksik olduğu kabul edilmelidir. Bununla beraber, iyi tasarlanmamış ya da iyi icra edilmemiş iletişim faydadan çok zarara yol açabilmektedir. Merkez bankasının çok fazla açıklama yapmasının her zaman daha iyi olduğu kesin değildir. Uygulamada merkez bankaları iletişim faaliyetlerini çeşitli şekillerde kısıtlamaktadırlar. Banka içi akıl yürütmeler ve beyin fırtınası toplantıları normalde gizli tutulmaktadır. Çok az merkez bankası kurların gelecekte izleyeceği yolu hesaplayıp açıklamaktadır. Çoğu

²⁰⁴ Rasyonel beklenti paradigması ifadesiyle ekonomik ortamın durağan, beklentilerin rasyonel ve merkez bankasının değişmeyen bir siyaset prensibinin takibini güvenilir şekilde taahhüt etmiş olduğu modeller sınıflandırılmaktadır.

²⁰⁵ Örneğin, Bernanke, uyum sağlayıcı öğrenme hakkındaki güncel akademik literatürü öğrenmenin ekonomi üzerindeki geribildirim etkisinin nasıl –etkin merkez bankası iletişiminin kaçınmaya yardımcı olabileceği– değişken ya da belirsiz sonuçlara yol açabileceğini açıklamak için kullanmıştır. Bkz Orphanides, Athanasios and John C Williams: “Imperfect Knowledge, Inflation Expectations and Monetary Policy”, in *The Inflation Targeting Debate*, ed. Ben Bernanke and Michael Woodford, University of Chicago Press, 2004, s. 201

merkez bankası her politika tespit toplantısından önce bir gizlenme dönemine girmektedir²⁰⁶.

1.6.4. Beklenti Yönetimine Yönelik Bilgi Aktarımının Sınırları

Beklenti yönetiminin sınırlanmasına ilişkin güçlü argümanlar Cukierman ve Meltzer (1986)'in alanlarında çok önemli kabul edilen araştırmalarına dayandırılmaktadır. Yazarların bilgiyi gizleme hususundaki savunmaları şu varsayıma dayanmaktadır: “Sadece önceden tahmin edilemeyen paranın bir önemi vardır ve merkez bankasının tercihleri kamuoyu tarafından kesin olarak bilinmez. Bu varsayımlar altında tamamiyle şeffaf bir merkez bankası gerçek bir faaliyette bulunamaz, çünkü sürpriz yaratamaz. Bu yüzden bir dereceye kadar opaklık para politikasının verimliliği için hayati önem taşımaktadır”²⁰⁷. Ancak Gosselin vd. (2007) yakın zamanda hem “sadece önceden tahmin edilemeyen paranın bir önemi vardır” görüşünün hem de merkez bankasının planladıklarını gerçekleştirmek için tercihlerini gizlediği fikrinin çağdışı olduğuna dikkat çekmişlerdir²⁰⁸. Buna mukabil çoğu merkez bankası kendisinin de parazitli sinyaller aldığı konular hakkında konuşmaya temkinli yaklaşmaktadır. Diğer bir deyişle merkez bankaları bugün söylenen sözlerin yarının manevra alanını daraltarak para politikasının verimliliğini azaltabileceğini hesaba katmaktadırlar²⁰⁹.

Bir merkez bankasının sözlü olarak taahhütte bulunmayı isteyeceği zamanlar (örneğin; beklentileri kuvvetli bir biçimde yönlendirmek ya da taahhüdün avantajlarından istifade etmek için) olabilmektedir²¹⁰. Örneğin; Bernanke vd. merkez bankasının ketumluğunun

²⁰⁶ Takip eden kısımda, “Para politikasına ilişkin iletişimi kısıtlamak için ampirik olarak uygun argümanlar var mı?” sorusuna yanıt aranacaktır.

²⁰⁷ Cukierman, Alex and Allan Meltzer: “A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information”, *Econometrica*, no 54(4), 1986, s. 1099–1128

²⁰⁸ Gosselin, Pierre, Aileen Lotz and Charles Wyplosz “Interest Rate Signals and Central Bank Transparency”, CEPR Discussion Paper no 6454, 2007

²⁰⁹ M. Ehrmann., M. Fratzscher. ve R. Rigobon. “Stocks, bonds money markets and exchange rates: Measuring International Financial Transmission”, *NBER Working Paper*, No. 11166. 2005

²¹⁰ Ferrero, Guiseppe and Alessandro Secchi : “The Announcement of Future Policy Intentions”, *Bank of Italy Working Paper*. 2007

sınırlanmasının bir yolu olarak enflasyon hedefi belirlenmesinin lehinde argümanlar öne sürmektedirler²¹¹.

Sonuç olarak merkez bankası iletişiminin önemli ve faydalı olduğuna dair kuvvetli argümanlar göz önünde bulundurulduğunda, şeffaflığa karşı olan argümanların oldukça zayıf kaldıkları görülmektedir.

1.7. Merkez Bankalarının Öngörülebilirliği: Piyasalar Üzerindeki Etkiler

Merkez bankası iletişiminin piyasaları hızlı etkileme gücü bulunmasına karşılık, faiz oranları ve varlık fiyatları ekonomiyi kademe kademe, uzun ve çeşitli gecikmelerle etkilemektedir. Bu gecikmeler temel makro ekonomik değişkenleri etkileyen diğer bir çok faktörle birlikte herhangi bir iletişim faaliyetinin makro ekonomik etkilerini izole etmeyi neredeyse imkansız hale getirmektedir. Ancak son yıllarda yapılmış vaka analizlerinde kullanılan dar zaman aralığında, piyasa değişkenlerinin çoğunlukla merkez bankası sinyallerine tepki verdiği iddia edilebilmektedir. Böylelikle bir ekonometri uzmanının merkez bankası iletişiminin etkilerini yüksek frekanslı piyasa verileri kullanarak hesaplaması düşük frekanslı makro ekonomik performans verileri kullanarak hesaplamasından çok daha kolay olmaktadır. Bu yöntem araştırmacılar için uygun olsa da merkez bankaları daha ziyade uzun vadeli öngörülebilirlikle ilgilenmektedirler. Burada önemli nokta, kamuoyunun merkez bankasının düşünüş ve işleyişini iyi kavrayıp kavrayamamasıdır. Bu durumu King provokatif bir biçimde merkez bankalarının “sıkıcı” olması gerektiğiyle izah ederken Blinder da; “belki de bir merkez bankasının yapabileceği en iyi şey piyasalara düşünüş şeklini öğretmektir” diyerek açıklamaktadır²¹².

²¹¹ Bernanke, Ben, Thomas Laubach, Frederick S. Mishkin and Adam S. Posen: *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press., 1999

²¹²Bundan dolayı, bazen merkez bankalarının beklentileri gerçek para politikası eylemleri gerçekleştirmeksizin “idare etmeye” uğraşması şaşırtıcı değildir. Bu amaçla kullanılan ve literatürde sıkça değinilen retorik araçlarının bir kısmı şöyledir: Faiz oranlarını gevşetmek (veya sıkılaştırmamak) ama bu esnada politika üreticilerinin amacının yine de sıkı bir biçimde enflasyona dönük kaldığını göstermek üzere zıt bir “önyargı” veya “risk dengesi” beyanında bulunmak; daha yakın gelecekte enflasyonla üretim arasında olacak gerilime ilişkin hiçbir ipucu vermezken tam fiyat istikrarının toplam gelire yönelik tahmini verimlilik yararlarını doğrulayan, merkez bankasının para politikası stratejisine dair bir tarif ve gerekçe yayınlamak. King, Mervyn (2000): “Monetary Theory: Policy in Practice”, address to the joint luncheon of the American Economic Association and the American Finance Association, Boston;

Ancak uzun vadeli öngörülebilirliği ölçmek çok zor olduğu için çoğu deneysel çalışma kısa vadeli öngörülebilirliğe, yani piyasanın merkez bankasının bir sonraki hamlesini tahmin etme yetisine yoğunlaşmaktadır. Bunun için genellikle başvurulan araç piyasa fiyatlarının para politikasıyla ilgili haberlere nasıl tepki verdiğiine dair bir vaka çalışmasıdır. Bu alandaki araştırmalar kayda değer bir boyuta ulaşmıştır ve faiz oranı kararlarının öngörülebilirliğinin son yıllarda önemli ölçüde arttığını bir şekilde göstermektedir²¹³.

Hem Reinhart ve Sack hem de Reeves ve Sawicki somut finans piyasası tepkilerinin ancak zamanında yapılan duyurularda mümkün olduğunu saptamışlardır²¹⁴.

Literatürde çok az merkez bankası iletişimi “net” olarak nitelendirilmiştir. Fracasso, Genberg ve Wyplosz 19 ülkedeki enflasyon raporlarının niteliğine dair üç öznel gösterge geliştirmiş ve daha kaliteli raporların daha küçük politika sürprizleriyle ilintilendiğini göstermişlerdir²¹⁵. Jansen de onların bulgularını destekleyerek FED Başkanı'nın ifadelerinin niteliğini ölçmek üzere nesnel anlaşılabilirlik ölçüleri kullanmak suretiyle niteliğin yüksekliğinin çoğu zaman piyasa faiz oranlarının volatilitelerini düşürdüğünü bulmuştur²¹⁶. Ehrmann ve Fratzscher AMB basın toplantılarının AMB politika duyurularını 45 dakikalık bir arayla takip ettiği

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2000/speech67.htm> ve Blinder, Alan S. (2007): “Monetary Policy by Committee: Why and How?”, *European Journal of Political Economy*, no 23(1), s. 106–23

²¹³ Ancak, uzun yıllardır Yeni Zelanda Merkez Bankası (RBNZ) tarafından ve son yıllarda Norveç ve İsveç merkez bankaları tarafından uygulanan kantitatif yönlendirmelerin yayınlanmasının etkilerini analiz eden çok az araştırma bulunmaktadır. Archer (2005), Ferrero ve Secchi (2007), ve Moessner ve Nelson (2008)'in makalelerinin tamamı aynı temel sonuçlara ulaşmakta olup, teorik korkuların aksine, piyasaların Yeni Zelanda Merkez Bankası politika faizleri için “ileriki rota” ilanlarını koşulsuz taahhütler olarak yorumlamamakta, öngörülerin şartlara bağlı olduğunu kabul etmektedirler; söz konusu çalışmalara göre piyasalar kimi zaman merkez bankası ile “görüş ayrılığına” da düşmektedir. Archer, David (2005): “Central Bank Communication and the Publication of Interest Rate Projections”, *BIS Working Papers*. Ferrero, Giuseppe and Alessandro Secchi (2007): “The Announcement of Future Policy Intentions”, *Bank of Italy Working Paper* Moessner, Richhild and William Nelson (2008): “Central Bank Policy Rate Guidance and Financial Market Functioning”, *BIS Working Papers*, no 246

²¹⁴ Reinhart, Vincent and Brian Sack: “Grading the Federal Open Market Committee’s Communications”, unpublished. Reeves, Rachel and Michael Sawicki (2007): “Do Financial Markets React to Bank of England Communication?”, *European Journal of Political Economy*, no 23(1), 2006, s. 207

²¹⁵ Fracasso, Andrea, Hans Genberg and Charles Wyplosz: “How do Central Banks Write?” *Geneva Reports on the World Economy 2*, Geneva/London: ICMB and CEPR, 2003

²¹⁶ Jansen, David-Jan (2008): “Does the Clarity of Central Bank Communication Affect Volatility in Financial Markets?”, unpublished paper, De Nederlandsche Bank, March.

gerçeğinden yola çıkarak basın toplantılarının varlık fiyatları üzerinde daha büyük ortalama etkilere, faiz oranlarının volatilitesi üzerinde de daha küçük etkilere sahip olduğunu göstermiş, buradan da basın toplantısı iletişiminin daha yüksek bir sinyal parazit oranına sahip olduğu sonucuna varmıştır²¹⁷. Bu durum hiç kuşkusuz soru-cevap kısmının gazetecilerin netleştirici sorular yöneltmelerine imkan tanınmasından kaynaklanmaktadır.

Net olmayan iletişim merkez bankası iletişimindeki belirsizliğin bir kaynağıysa da tek kaynağı değildir. Bir para politikası kurulunun farklı üyeleri bilerek veya bilmeyerek farklı mesajlar verirlerse tutarsız sinyaller de ortaya çıkabilmektedir²¹⁸. Piyasalar her tarz merkez bankası iletişimine zamanla ayak uydurabilmektedirler. Ancak merkez bankalarının nisbeten tutarsız veya çelişkili sinyaller yaydığı zamanlarda, medya ve piyasalar bu sefer öncü kurul üyelerini saptayıp onların demeçlerine daha çok önem atfetmeye başlamaktadır²¹⁹. Ehrmann ve Fratzscher FED başkanı için aynı yönde gözlemde bulunurken, daha eşitlikçi olan AMB söz konusu olduğunda, piyasaların yönetim kurulunun tüm üyelerinin demeçlerine daha eşit tepkiler verdiğini bulmuşlardır²²⁰.

Sonuç olarak merkez bankası açıklamalarının piyasaları hareketlendirdiği ve para politikasının öngörülebilirliğini artırdığı açıktır. Bugüne kadar yürütülen araştırmalar sık aralıklarla yürütülen ve iyi yönetilen merkez bankası iletişiminin hem “paraziti azaltmayı” hem de “haber üretmeyi” başardığını ortaya koymuştur. Ancak bu araştırmalardan çıkan başka bir sonuç merkez bankasından gelen açıklamaların fazla çeliştiği durumlarda para politikası sinyallerinin yararının kısmen ortadan kalktığı gerçeğidir.

²¹⁷ Ehrmann, Michael and Marcel Fratzscher. “Explaining Monetary Policy Decisions in Press Conferences“, *ECB Working Paper* no 767, 2007

²¹⁸ Blinder’in (2007) belirttiği üzere, her kafadan bir sesin çıktığı bir merkez bankasının, esasen, hiçbir sesi işitilmeyebilir. Blinder (2007): “Monetary Policy by Committee: Why and How?”, *European Journal of Political Economy*, no 23(1), s. 106–23

²¹⁹ Andersson, Malin, Hans Dillén, and Peter Sellin: “Monetary Policy Signaling and Movements in the Term Structure of Interest Rates”, *Journal of Monetary Economics*, 53(8), 2006, s. 1815–55

²²⁰ Ehrmann ve Fratzscher (2007): “Communication by Central Bank Committee Members: Different Strategies, Same Effectiveness?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, no 39(2-3), s. 509–41.

“Optimal” iletişim politikalarını neyin teşkil ettiğine veya o tercihin ne surette kurumsal ortama, merkez bankasının karar alma sürecinin şekline ve para politikası kurulunun yapısına göre değiştiğine dair literatürde bir fikir birliği doğmuş değildir. Uygulamalar çeşitlilikler arz etmekte ve evrilmeye devam etmektedir. Merkez bankalarının iletişim stratejilerini bu ve başka kurumsal özelliklere göre ayarlaması gerektiği genel kabul görmekte birlikte, bu önemli konuda hemen hiç çalışma yapılmamıştır.

Bugüne kadar gerçekleştirilen hemen her araştırma piyasalara dönük merkez bankası iletişimine odaklanmıştır. Günümüze dek pek değinilmeyen ancak bundan sonra daha çok gündeme gelmesi beklenen “kamuoyunun ne düşündüğüne” ilişkin araştırmaların ilginç bazı bulgulara ulaşması şaşırtıcı olmayacaktır. Merkez bankaları açısından kamuoyuna yönelik etkili iletişim, piyasalara yönelik iletişimden hem içerikçe hem de üslupça elbette çok farklı olmak zorundadır. Kamuoyunun merkez bankasının politikalarını veya beyanlarını piyasa oyuncularının önemseydiği kadar önemsememesi nedeniyle kamuoyu ile iletişim kolay değildir. Ancak bu güçlük merkez bankalarının kamuoyu ile düzgün bir iletişim kurmalarına engel olmamalıdır.

1.8 Merkez Bankasının Şeffaflık Düzeyi ve Etkileri

Gerek teoride gerekse uygulamada hesap verebilirlik ve şeffaflık kavramları birbirleriyle çok yakın ilişki içindedir. Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında, merkez bankasının sorumluluk alanı açık bir şekilde belirlenmeli ve eylemleri kamuoyu tarafından algılanabilecek şekilde son derece açık ve anlaşılır olmalıdır²²¹. Diğer bir ifadeyle, enflasyon hedeflemesi yaklaşımı benimseyen merkez bankaları bu hedeflere ulaşmaya çalışırken, buldukları eylemlerinden dolayı hesap verebilirliğe sahip olmalıdırlar. Özellikle para politikasının aktarım mekanizmasında meydana gelen gecikmeler iktisadi birimlerin merkez bankasının uygulamalarını izlemesini ve kontrol etmesini zorlaştıracığı için hesap verebilirlik temel zorunluluk haline gelmiştir²²².

²²¹ Johnson Gunnar, “The Relative Merits and Implication of Targeting for South Afrika”, IMF Working Paper, WP/99/116, August 1999, s.4–6

²²² Guy Debelle et.al., “Inflation Targeting As A Framework For Monetary Policy”, International Monetary Fund, Economic Issues No:15, October1998 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues15/index.html>

Enflasyon hedeflemesini tercih eden bir merkez bankasının, para politikası etkinliğinin artmasını sağlamak üzere uyguladığı politika değişikliklerini ve bu değişikliklerin nedenlerini mümkün olduğu kadar halka duyurması ve bu yolla kamuoyunu hesap verebilirliği hakkında bilgilendirmesi gerekir²²³. Piyasalar politika hedefleri ve para politikası uygulamalarıyla bu hedefler arasındaki bağlantıları anladığı zaman para politikası daha etkili olacaktır. Dolayısıyla politika yapıcıları, her fırsatta para politikası stratejileri hakkında halkı bilgilendirmeye ve iletişimi güçlendirmek üzere yeni kanallar oluşturmaya çalışmalıdırlar. Para politikası uygulamasında şeffaflığın başlıca özellikleri şu şekilde sıralanmaktadır²²⁴:

i) Hedeflenen enflasyon oranı kamuoyuna açık bir şekilde ilan edilmelidir. Açıklanan enflasyon oranı yalnız sayısal oranla sınırlı kalmamalı hangi fiyat endeksinin baz alındığını ve hedefe ne kadar sürede ulaşılmasının planlandığını da içermelidir. Bazı ülkelerde hedeflenen orandan tolere edilebilir miktardaki sapmalar önceden belirlenmektedir.

ii) Uygulanan para politikasının ve kullanılan para politikası araçlarının kamuoyunun anlayabileceği nitelikte olması gerekmektedir. Kısa dönem faiz oranı kamuoyu tarafından yakından takip edilebilmesi ve kolay anlaşılır olması nedeniyle parasal taban ve benzeri diğer parasal büyüklüklere göre daha şeffaf bir politika aracıdır.

iii) Para politikası uygulamasında yapılacak değişikliklerin kamuoyuna hemen aktarılması gerekmektedir. Ayrıca söz konusu değişikliklerin nedeni ve enflasyona ilişkin görünüm üzerindeki olası etkileri de açıklanmalıdır. Böylece, merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşma taahhüdüne yönelik çabalarının kamuoyunca yakından takip edilmesi sağlanacaktır.

iv) Enflasyon hedefinden sapmaların enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğini sarsmasını önlemek için merkez bankasının tahmin edilen sapmaları önceden bildirmesi, sapmaların nedenlerine ilişkin görüşlerini, sapmalara karşı alacağı tedbirleri ve enflasyon hedefine ulaşmak için öngördüğü zaman dilimini açıklaması gerekir.

²²³ Van der Cruysen, C.A.B., et al.,: *Optimal central bank transparency*, Journal of International Money and Finance, (2010) (basım aşamasında) doi:10.1016/j.jimonfin.2010.06.003 erişim tarihi: 18.11.2010

²²⁴ A. Carare, M. Schaechter, M. Stone, and M. Zelmer (2002). "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting." Working Paper No. 02/102: International Monetary Fund

v) Merkez bankasınca uygulanan para politikaları ve enflasyon üzerinde etkili olan yurt içi ve yurt dışındaki finansal ve ekonomik gelişmelerin, cari enflasyon oranı ile hedef oran arasındaki ilişki üzerindeki etkilerinin para politikası performansının ölçülebilmesi açısından anlaşılır olması önemlidir.

Carare'ye göre bu özelliklerin yanı sıra para politikası yapıcıları para politikası kararları hakkında halkı sık sık düzenli basın duyuruları ve basın toplantılarıyla bilgilendirmeli, enflasyon öngörüsü içeren düzenli raporlar yayımlamalıdır²²⁵:

Mishkin'e göre de şeffaflık gereği para politikası araçları ile ilgili olarak kamuoyunun doğru bilgilere sahip olabilmesi için,²²⁶

- Para politikasının hedefleri ve limitleri belirtilmeli ayrıca söz konusu hedefler ve limitler makul olmalıdır.
- Enflasyon için sayısal değerler belirlenmelidir.
- Günün ekonomik koşulları altında enflasyon hedefinin tutturulmasında nasıl başarılı olunacağı belirtilmelidir.
- Hangi durumda ve hangi sebeplerden dolayı hedeften sapmaların olabileceği açıklanmalıdır.

Para politikası için hedef belirlenmesi merkez bankasının somut olarak gözlemlenebilmesini ve işlevlerinden dolayı sorumlu tutulabilmesini gerektirir. Bu bağlamda merkez bankası ulaşacağı hedefleri ilan etmekle kendisi dışındaki çevrelerce, bu hedeflerin doğru olup olmadığının tartışılması ve amaçlarına ulaşmada başarılı olup olmadığının değerlendirilmesi olanağı sağlar. Hesap verebilirlik aynı zamanda para politikasının dışsal politik baskılardan izole edilmesine de yardımcı olur²²⁷.

Şeffaflığın tercih edilmesindeki temel amaç; kişileri, hükümetleri ya da politika yapıcıları faaliyetlerinden dolayı sorumlu tutmaktır. Dolayısıyla merkez bankası için şeffaflılık banka uygulamalarının ve aldığı kararların iktisadi birimlerle paylaşılması

²²⁵ A. Carare, M. Schaechter, M. Stone, and M. Zelmer (2002). "Establishing..." s.13

²²⁶ Frederick S. Mishkin: *Issues in Inflation Targeting*, Bank of Canada Working Paper, 2007 www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2000/mishkin.pdf

²²⁷ Bir merkez bankasının hesap verebilirliği konusundaki en katı örnek Yeni Zelanda'da görülmüştür. Eğer Merkez Bankası enflasyon oranını tutturamazsa, hükümet tarafından, Merkez Bankası Başkanı'nın görevine son verileceği vurgulanmaktadır.

şeklinde ifade edilebilmektedir. Şeffaflık taahhüdü bir yandan merkez bankasının güvenilirliğini artırırken, öte yandan gelecekte para politikasının ne olacağı konusunda belirsizliğin azalmasına yardımcı olmaktadır.

Şeffaflığı artırmanın birçok yolu vardır. Bunlar arasında belki de en önemlisi enflasyon ve para politikası raporlarıdır. Ülke uygulamaları incelendiğinde enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde para politikası uygulayıcılarının kamuoyunu bilgilendirmek amacıyla enflasyon raporları yayınladıkları görülmektedir. Bu bağlamda para politikası rejiminde şeffaflık ve hesap verebilirlik koşullarını içeren kurumsal düzenlemeler yapılması durumunda aşağıdaki iki sonucun ortaya çıkacağı öne sürülmektedir²²⁸:

- Para otoritelerinin parasal sürprizler yaratarak enflasyonist güdülerini gerçekleştirme kabiliyeti kısıtlanacağı ve dolayısıyla konuya ilişkin şüpheler giderilebileceği için para politikasının güvenilirliği artacaktır.

- Para politikasına ilişkin belirsizliğin azalmasıyla piyasa oyuncuları riskleri daha sağlıklı bir şekilde değerlendirme olanağına kavuşacaklarından, daha etkin kararlar alabilecekler ve kaynakların tahsisinde etkinlik artacaktır.

Özetle, enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarını sağlamadaki başarısı para otoritelerinin para politikasını şeffaf ve hesap verebilir şekilde uygulamasına bağlıdır. Diğer bir ifadeyle, enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısında kamuoyunun desteği çok önemli bir yer tutar. Dolayısıyla kamuoyunun uygulanacak politikadan haberdar olması gerekmektedir. Şeffaflığın tercih edilmesi ekonomideki belirsizliğin azaltılarak para politikasının tahmin edilebilirliğinin artırılmasına katkı sağlamaktadır. Nitekim şeffaflık ve hesap verebilirlik piyasa katılımcılarının doğru karar vermeleri için gerekli bilgilerin sağlanmasına yardımcı olmakta ve piyasa katılımcılarının beklentilerini daha doğru biçimde belirlemesine olanak tanımaktadır.

²²⁸ Mervyn King (1997) *Changes in U.K. Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice* Journal of Monetary Economics, vol. 39

1.9 Kanallar Arasında Etkinlik Hiyerarşisinin Oluşumu ve Etkinliğin Ölçümünde Metodolojik Limitler

Para politikası aktarım mekanizması çerçevesinde işleyen kanalların teorik arka planı ne kadar iyi işlenirse işlensin, söz konusu kanalların işlerliği ve etkinliğine ilişkin ampirik belirsizlikler devam etmektedir. Bu nedenle, çalışmamızın ana fikri olan “para politikası aktarım mekanizmasının etkinliği” konusunda yapılan teorik tartışmalar ışığında, uygulama bölümünde sebep - sonuç ilişkileri çerçevesinde ve daha indirgenmiş bir kapsamda ele alınacak olan kanalların işleyişi, bu kısımda sorgulayıcı bir açıdan da ele alınacaktır.

Para politikasının reel ekonomiye en büyük etkisi, reel ekonomik aktivitelerin sağlıklı işleyişi açısından en büyük gereklilik olan istikrarı bozucu “parasallıkları” baştan tahmin edip önlem alınmasına imkan sağlamasıdır. Diğer bir deyişle, uygun bir para politikası büyüme için de istikrarlı bir ortam sağlanmasını kolaylaştırmaktadır. Şöyle ki, para politikası araçlarını kullanmak suretiyle tesis edilecek istikrar ortamında, gerçekleşen enflasyonla hedeflenen enflasyon arasındaki farkı azaltmak mümkün olduğu gibi, potansiyel milli gelire gerçekleşen milli gelir arasındaki farkı (çıktı açığı) da minimize etmek mümkündür.

Bununla beraber, fiyatlarda para otoritesince tahmin edilemeyen oynaklıklar da mümkün olabilmektedir. Ekonomide bozucu etki yaratan bir şok durumunda oluşacak enflasyonist bir baskı, politika faizlerinin piyasayı etkileme gücünü kırabilmektedir. Bu durum, kararın doğrudan etkileri ele alındığında karar alıcılar açısından ilk anda “etkinsizlik” veya “başarısızlık” gibi görülse de aktarım mekanizmasının dolaylı işleyen kanallar yoluyla söz konusu etkinliksizleri reel ekonomik alanda olumlu gelişmelere çevirme yetisi vardır. Bu durum, gelişmiş ülkelere nazaran gelişmekte olan ülkelere, aktarım mekanizmasındaki belirsizliklerin daha fazla olmasının ve sermaye akımlarının ekonomiyi daha çok etkilmesinin de etkisiyle belirgin hale gelmektedir²²⁹.

²²⁹ Erdem Başçı, Özgür Özel ve Çağrı Sarıkaya “*The Monetary Transmission Mechanism in Turkey: New Developments*”, TCMB Çalışma Tebliği, No. 07/04, 2007, s.2
<http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0704ENG.pdf>

Para politikası aracı olarak tek bir değişken kullanılsa bile para politikası aktarım mekanizması değişik mekanizmaları içinde barındırmaktadır. Diğer bir ifadeyle, mekanizmadaki her kanalın kendine özgü içsel mekanizmaları da olup literatürde bu ayırımı sıkça rastlanmaktadır²³⁰. Faiz oranı, krediler gibi geleneksel kanalların “doğrudan kanal”, bu kanallar içindeki mekanizmaların ise “dolaylı kanal” olarak adlandırılmaları söz konusu mekanizmaların işleyiş hızı, kapsamı ve etki düzeyleri bağlamında hiyerarşik bir sıralamayı pek çok bakımdan mümkün kılmaktadır²³¹.

Doğrudan kanallarda, politika kararından doğrudan etkilenen temel değişken bu etkiyi “reel” alana taşımakta, bu taşıma esnasında söz konusu değişkenin kontrol ettiği alanda harekete geçen diğer alt değişkenler de dolaylı mekanizmayı teşkil etmektedir. Para politikası aktarım mekanizmasının bu devresel döngülerden oluştuğu düşünüldüğünde, bir merkez bankasının “reel” bir hedefi tutturmak istediğinde teorik olarak tüm mekanizmaları hesaba kattığı açıktır.

Bununla birlikte, para politikası aktarım mekanizmasının işlerliğine dönük ön kabuller, bu kısmın başında bahsedilen şokların çeşitliliği nedeniyle özellikle “ölçülebilirlik” anlamında şüpheler oluşturmaktadır²³². Şöyle ki;

- Aktarım mekanizmasının bazı kanallarının makro ekonomik anlamda işlevselliğini gösteren çok sayıda ampirik bulgu ve mikro ekonomik kanıt bulunmaktadır.
- Aktarım mekanizmasına izafe edilen belirsizliklerin bu ampirik bulgularla giderilmesi ve teorik birikimin de buna göre şekillenmesi, klasik etki-tepki mekanizmasını çağrıştırmakta, içinde barındırdığı sayısız mekanizmanın doğasını anlamayı güçleştirmektedir. Oysa “reel hedef”lere ulaşılmasında bu mekanizmaların hepsinin aynı ölçüde ve aynı zaman dilimi içinde çalıştığını ispatlayan bir veri olmadığı gibi,

²³⁰ Leigh Drake, Adrian R. Fleissig: *Substitution between monetary assets and consumer goods: New evidence on the monetary transmission mechanism*, Journal of Banking & Finance, (November 2010), Volume 34, Issue 11, s. 2811-2821 ; Oliver Hülsewig, Eric Mayer, Timo Wollmershäuser: *Bank behavior, incomplete interest rate pass-through, and the cost channel of monetary policy transmission*, Economic Modelling, (2009) 26, s. 310-1327

²³¹ Roman Matousek, Nicholas Sarantis: *The bank lending channel and monetary transmission in Central and Eastern European countries*, Journal of Comparative Economics (2009) 37, s. 321-334; Luiz de Mello, Mauro Pisu: *The bank lending channel of monetary transmission in Brazil: A VECM approach*, The Quarterly Review of Economics and Finance (2010) 50, s.50-60

²³² Hilde C. Bjørnlunda, Dag Henning Jacobsen: *The role of house prices in the monetary policy transmission mechanism in small open economies*, Journal of Financial Stability (2010) 6, s. 218-229

teorik olarak da mekanizmaların kendi içlerinde aynı ölçüde tutarlı bir işleyiş barındırdığı ortaya konamamaktadır²³³.

Türkiye ile ilgili bölüme ve ardından uygulama bölümüne geçmeden önce bu sorgulamayı gündeme getirmekteki amaç, para politikası aktarım mekanizmasının hala tüm dünyada genel geçer kuralları olan, her yönüyle ispatlanmış ve her ekonomide aşağı yukarı aynı süreçleri içeren bir “şematik” yapıya sahip olmadığını vurgulamaktır. Özellikle ölçüm anlamında var olan sınırlamalar geniş çaplı değerlendirmelerin yapılmasını imkansız hatta anlamsız hale getirmektedir. Etkinlik anlamında ise mekanizmanın işleyişi onu harekete geçiren motivasyonun yarattığı etkinin büyüklüğüyle orantılı gibi görünse de aslında kısa ve uzun vadede işleyişinin pek değişmemesi, tutarlı sonuçlar vermesi ve değişik kanalların test edilmesinden çıkan sonuçların birbirini doğrular nitelikte olmasıyla değerlendirilmektedir.

Teorik olarak ele alınan para politikası aktarım mekanizmasının Türkiye’deki işleyiş yapısının incelenmesi için öncelikle Türkiye ekonomisinin tarihsel gelişimi ele alınacak ve dönemler itibarıyla incelenecektir. Türkiye’de para politikası uygulamaları ve para politikası aktarım mekanizmasının oluşum sürecinin detaylı olarak ele alınmasından sonra para politikası aktarım mekanizması etkinliği çeşitli ekonometrik teknikler kullanılarak sorgulanacaktır. Son olarak Türkiye’de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde para politikası aktarım mekanizmasının etkinliği açısından en önemli hususlardan olan beklenti yönetiminin bir parçası olan öngörülebilirlik kavramı aktarım mekanizması çerçevesinde analiz edilecektir.

²³³ Peter Tillmann: *The time-varying cost channel of monetary transmission*, Journal of International Money and Finance (2009) 28, s. 941–953

II. TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE PARA POLİTİKASI AKTARIM MEKANİZMASININ OLUŞUM SÜRECİ

2.1 Uygulama Dönemi Öncesi Türkiye’de Para Politikalarının Gelişim Süreci

Uygulama dönemi olan 2001 sonrası Türkiye ekonomisi ve para politikası hakkında bilgilere geçmeden önce, bu dönemdeki ekonomik yapının yaklaşık 80 yıllık bir geçmişin izlerini taşıdığı düşüncesiyle, cumhuriyetin kuruluşundan 2001 yılına kadar yaşanan ekonomik gelişmeler ve ekonominin zamanla değişen yapısı ile uygulanan para politikaları, bu politikaların yürütülmesinde kullanılan araçlar, uygulamaların sürekliliği ve başarı durumları gibi konularda genel bilgiler verilecektir. Bu noktada, 80 yıllık bu süreç; uygulanan politikalar, ekonomik yapı, kriz benzeri ekonomik gelişmeler vb. kriterler dikkate alınarak dönemlere ayrılacaktır.

2.1.1. 1923 – 1929 Dönemi: Kuruluş Yılları

Cumhuriyetin ilk yılları, Osmanlı İmparatorluğu'ndan devralınan ekonomik yapının yeni kurum ve yapılanmalarla şekillendiği, Meşrutiyet döneminden itibaren iktisadi düşünceye egemen olan ve içeride ithal ikameci bir sanayileşme öngören Milli İktisat Tezi'nin ekonomi politikalarını yönlendirdiği yıllardır²³⁴. Para politikasında benimsenen “sağlam para istikrarlı para”, maliye politikasında benimsenen “denk bütçe düzgün ödeme” ilkeleri, yaşanan sermaye birikimi sorunu, içe dönük, müdahaleci ve korumacı ekonomi politikası bu yılların diğer temel özellikleridir. Talebin yüksek seviyelere ulaşmasını engelleyen bu koşullar altında, fiyatlar genel seviyesi 1929 yılına kadar kararlı bir seyir izlemiştir. Aynı dönemde milli gelirin ortalama büyüme hızı yaklaşık yüzde 8.6'dır²³⁵. Bu dönemde Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)²³⁶ içindeki payı yüzde 11 düzeyinde olan sanayi sektörünün tarım sektöründen daha hızlı büyüdüğü

²³⁴Boratav'a göre, Meşrutiyet sonrası dönemde hakim olan “milli iktisat” görüşü, Kurtuluş Savaşı sonrası dönemde de devam etmiştir. Korkut Boratav: *Türkiye İktisat Tarihi 1998-2007*, 12. Baskı, Ankara İmge Kitabevi Yayınları, 2008, s.39-40

²³⁵Gerçekleşen yüksek büyüme hızının temelinde ülkenin yeniden inşa süreci yatmaktadır.

²³⁶Gayri Safi Milli Hasıla: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya Dış Alem Net Faktör Gelirleri değerinin eklenmesiyle Gayri Safi Milli Hasıla elde edilir.

görülmektedir²³⁷.

2.1.2. 1930 – 1939 Dönemi: Büyük Buhran ve Devletçilik

1929’da ortaya çıkan Dünya Ekonomik Bunalımının yol açtığı dış ticaret hadlerinin bozulması, ithalat hacminde daralma ve bütçe gelirlerinin düşmesi gibi etkenler 1930’lu yıllarda devletçi ekonomi politikalarının yoğun biçimde uygulanmasına neden olmuştur²³⁸. Ülkenin ihtiyaçlarından doğan ve önceki yıllardan farklı olarak devlet eliyle, devlet öncülüğünde ve dışa kapalı bir ortamda sanayileşme çabası öngören bu kalkınma modeli Türkiye’yi ekonomik buhranın olumsuz etkilerinden korumuştur²³⁹. Kuruluş yıllarındaki sağlam para ve denk bütçe ilkeleri bu yıllarda da benimsenmiş, bu doğrultuda Türk lirasının dış değerini korumak ve döviz üzerinde spekülasyon yapılmasını önlemek amacıyla çıkarılan “Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu” ile kambiyo kontrolü sağlanmıştır. Bu dönemde sanayinin yıllık ortalama büyüme hızı yüzde 10’un üzerinde seyretmesine rağmen, tarıma dayalı bir ekonomi söz konusu olduğundan ekonomik büyüme yıllık ortalama yüzde 5 civarında dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu büyüme oranı sıkı para ve denk bütçe politikaları ile birlikte değerlendirildiğinde, enflasyonist bir baskının ortaya çıkmadığı, ortalama yıllık enflasyonun yüzde 5’in altında kaldığı ve kurların istikrarlı hareket ettiği bir süreç görülmektedir (Tablo-2.1).

Tablo 2.1: 1932-1940 Dönemi Ekonomik Büyüme ve Enflasyon Oranları*

Yıl	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940
GSMH Artış Oranı (%)	-10,7	15,8	6	-3	23,2	1,5	9,5	6,8	-4,9
Enflasyon Oranı (%)	-5,7	-15,9	-0,5	11,1	5	5	-4,1	2,1	8,5

*(1948 fiyatlarıyla)

Kaynak: TCMB, TUİK

²³⁷ 1924-1929 dönemi sanayi sektörü ve tarım sektörü büyüme hızları sırasıyla ortalama yüzde 10,2 ve yüzde 8,9’dur. Korkut Boratav, *Türkiye İktisat*, 12. Baskı, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara, 2008, s.51

²³⁸ İzlenen ekonomik politikaların 1908-1922 ve 1923-1939 dönemlerinde bir paralellik gösterdiği, 1930-1939 döneminde ise önceki dönemlerdeki politikalara nazaran belirgin bir farklılaşmanın yaşandığı görülmektedir.

²³⁹ 1930-1939 yıllarında sanayi sektörü sabit fiyatlarla yıllık ortalama yüzde 10.3 düzeyinde büyüme göstermiştir. Büyük bir gelişme gösteren sanayi sektörünün milli gelir içindeki payı 1939 yılında -yüzde 18.3’e yükselmiştir (*ibid*, s.70-71).

2.1.3. 1940 – 1950: Savaş ve Sonrası Dönem

Bu dönemin ilk yıllarında ekonomiye damgasını vuran en önemli gelişme İkinci Dünya Savaşı olmuştur. 1940-1945 dönemi iktisadi gelişme göstergeleri açısından bir kesinti ve gerileme dönemi olarak değerlendirilebilir²⁴⁰. Seferberlik hali ile erkek nüfusun askere alınması üretken sektörlerde etkisini göstermiş, bunun yanı sıra savaşın etkileri ile artan savunma giderlerini karşılama amaçlı olarak banka kredi talebi artmış, ekonomiye bu nedenle gelen yük ekonomik büyümeyi frenlemiş, GSMH’de önemli düşüşler görülmüştür. Üretimdeki bu daralmaya ek olarak ithalattaki sınırlamaların artırılması, yaşanan mal kıtlıkları, stokçuluk ve karaborsanın engellenememesi arz kaynaklı enflasyonist baskılara neden olmuştur. Para politikası tarafında ise bu dönemde TCMB temel politika aracı olarak reeskont faiz oranlarını kullanmış, yıllardır sürdürülen sıkı para politikası ve ulusal paranın değerinin istikrarlı tutulması amacıyla uzaklaşmak zorunda kalınmıştır. Arz kaynaklı baskı ve parasal genişleme sonucunda enflasyonda büyük artış olmuş, fiyatlar genel düzeyi 1938-1945 döneminde yüzde 400 artmıştır.

1940’lı yılların ikinci yarısında savaş sonrası yeni dünya düzenine entegrasyon çabaları ekonomi politikalarını şekillendirmiş, bu çerçevede arkasında çok ciddi ekonomik nedenler (döviz dar boğazı vb.) olmamasına ve yürürlükteki sabit kur rejimine rağmen 1946 yılında Türk lirası yüzde 115 oranında devalüe edilmiştir²⁴¹. Aynı yıllarda Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası’na üye olan Türkiye ayarlanabilir döviz kuru rejimine geçmiştir.²⁴²

Devalüasyon kararının yanı sıra ithalattaki sınırlamaları azaltarak dışa açılma politikasını ithalatla başlatan Türkiye ekonomisinde, ödemeler dengesinin bozulmasına ilişkin ilk belirtiler gözlenmeye başlanmıştır. Ayrıca iktisadi kalkınmanın dış yardım ve borçlanma ile finansmanı sonucunda dış açığa bağımlı bir iktisadi yapının da temelleri

²⁴⁰Bu dönemde sanayi üretimi ortalama yüzde 5.5, tarımsal üretim yüzde 7.1 ve milli gelir ise yüzde 6 oranında düşüş göstermiştir.

²⁴¹1 ABD doları = 1.28 TL-olan resmi Dolar/TL paritesi 1 ABD doları = 2.80 TL olarak değiştirilmiştir.

²⁴²Devalüasyon savaş sonrası dönemin koşullarına ve yeni ekonomi politikalarına uyum sağlamaya yönelik olarak yapılmıştır. Yakup Kepenek, *Türkiye Ekonomisi, 5. Baskı, Verso Yayıncılık, Ankara, 1990*, s.110.

atılmıştır²⁴³.

Diğer taraftan, 1945 yılından sonra savaş sonrası dönemindeki gerilemenin telafisi olarak ekonomi hızlı bir şekilde büyümüşür²⁴⁴. 1946-1948 dönemi milli gelir ortalama büyüme hızı yüzde 17.2 düzeyindedir²⁴⁵.

2.1.4. 1950 – 1960: Liberalleşme Girişimleri

1950'li yılların başları çok partili siyasal rejime geçiş ile beraber ekonomi politikasında ve ekonomik konulara yaklaşım yöntemlerinde de değişimlerin görülmeye başlandığı yıllar olmuştur. Liberal görüşler ekonomi politikasına hakim olmuş ve ekonomik liberalizasyona önem verilmiş, kuruluş yıllarından itibaren kullanılan karma ekonomi modelinin temel felsefesi değişmese de özel kesim lehine bir eğilim dikkat çekmiştir. İthalat sınırlamalarının daha da azaltılması, Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu ve Petrol Kanunu ile yabancı sermaye girişinin teşvik edilmesi, fiyat kontrollerinin kaldırılması, banka kredi faizlerinin düşürülmesi ve özel kesimin daha fazla kredi kullanmasına olanak sağlanması bu yönde atılan adımlar olmuştur. Kredi hacmini genişletmeyi sağlamak için reeskont faizleri düşürülmüş, negatif reel faiz uygulanarak ekonomik büyümenin artırılması amaçlanmıştır. Kamu yatırımlarına da ağırlık verilmiş, ancak kaynak olarak merkez bankası finansmanı kullanılmış, bu amaçla da gerekli yasal düzenlemeler yapılmıştır.

Yukarıda belirtilen uygulamaların yanı sıra iklim koşullarının tarımda ortaya çıkardığı yüksek üretim artışlarının da etkisiyle 1950-1960 döneminin ilk yarısında büyümenin hızlandığı ve enflasyonun makul oranlarda seyrettiği görülmektedir²⁴⁶. Ancak, dönemin ikinci yarısında genişlemeci para ve maliye politikaları ile beslenen iç talep artışı ve

²⁴³Boratav (2008), bu dönemde döviz rezervleri iyi durumda olan ve dış ticaret fazlası veren Türkiye'nin dış yardım almaya başlamasının ekonomik mantığa uygun olmadığını ifade etmektedir. Savaş sonuna 250 milyon dolarlık döviz rezerviyle girilmiş ve 1946 yılı sonunda da 100 milyon ABD dolarına yakın dış ticaret fazlası verilmiştir. Korkut Boratav, *Türkiye İktisat*, 12. Baskı, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara 2008, s.99.

²⁴⁴Sabit fiyatlarla GSYİH 1939 yılındaki seviyesinin üzerine 1948 yılında çıkabilmiştir.

²⁴⁵Bu hızlı büyüme temposunun ardında tarım sektöründeki hızlı büyüme yatmaktadır. Diğer taraftan, sanayi sektörü 1939 yılındaki seviyesine ancak 1952 yılında erişmiştir (*ibid*, s.101).

²⁴⁶GSMH büyüme oranı 1968 fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

diğer olumsuz gelişmelerin etkisiyle enflasyonun ve dış ticaret açıklarının artış trendine girdiği bir süreç dikkat çekmektedir²⁴⁷ (Tablo-2.2).

Tablo 2.2: 1950-1960 Dönemi Ekonomik Göstergeler

Yıl	GSMH Artış Oranı (%)	Enflasyon Oranı (%)	Dış Ticaret Dengesi (Milyon \$)
1950	9,4	-4,3	-22,2
1951	12,8	-1,1	-88
1952	11,9	5,1	-193
1953	11,2	4,8	-136,5
1954	-3	9	-143,4
1955	7,9	11,9	-184,3
1956	3,2	11,5	-102,4
1957	7,8	12,5	-51,9
1958	4,5	15,7	-67,8
1959	4,1	22,6	-116,2
1960	3,4	7,4	-147,5

Kaynak: TCMB, TUİK

Ekonomik büyüme arzusuyla göz ardı edilen bütçe denklığı, bütçe açıklarının iç borçlanma ve merkez bankası kaynaklarıyla finanse edilmesi ve genişletici para politikaları sonucu enflasyon oranı sürekli yükselmiştir. Son olarak 1946'daki devalüasyon ile ayarlanan döviz kurunun, döviz arzı karşısında yetersiz kalması ve ülke içindeki enflasyon oranının dış alem fiyat artışlarının üstünde olması nedeniyle döviz kuru aşırı değerli hale gelmiştir²⁴⁸. Dış ticaret hacmi daralmış, kamu açıkları artmış, üretim maliyetlerinin artışı ile yatırımlar azalmış, sonuçta 1958 yılında devalüasyona gidilerek enflasyonu düşürmeye yönelik daraltıcı ekonomik önlemleri içeren bir istikrar programı yürürlüğe koyulmuştur²⁴⁹. İstikrar programı kapsamında TCMB'den yapılacak kredi kullanımı sınırlandırılmış, banka kredilerinde genişleme önlenmiş ve kamu harcamalarında tasarrufa gidilerek bütçe açıkları kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Devalüasyonu takip eden süreçte enflasyon kısmen kontrol altına alınmıştır.

²⁴⁷Bu dönem savaş sonrası hızlı büyüme ve liberal dış politikaların son bulduğu, ekonominin görece olarak bir durgunluğa girdiği dönem olarak tarif edilebilir Korkut Boratav, *Türkiye İktisat* ..., 12. Baskı, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara, 2008, s.107.

²⁴⁸1954-1960 dönemi, liberal dış ticaret politikaları sonucunda dış dengenin bozulduğu, bundan dolayı dış ticaret kontrollerine gidildiği bir dönem olmuştur.

²⁴⁹Uygulamaya konulan IMF programından sonra çoğunlukla sanayi ürünlerine uygulanan fiyat kontrolleri kaldırılmış ve bunun sonucunda iç ticaret hadleri büyük oranda tarım aleyhine dönmüştür. (*ibid.* s.114)

2.1.5.1960 – 1980: Planlı Kalkınma Dönemi

İkinci Dünya Savaşı ve Kore savaşları sonrasında dünyada tarım ve hammadde fiyatlarının önemli ölçüde düşüş kaydetmesi sanayileşmesini tamamlayamamış ülkeleri son derece olumsuz etkilemiş, bu durum karşısında içe dönük, ithal ikameci politikalar önem kazanarak uygulanmaya başlamıştır²⁵⁰. Türkiye de bu gelişmelere bağlı olarak 1961 yılından itibaren planlı kalkınma modelini tercih etmiş, karma ekonomik modeli esas alarak istikrarlı ve hızlı büyümeyi hedeflemiştir. Bu çerçevede, içe dönük politikalarda sanayileşme ve kendi kendine yeterlilik kapsamında; önemli ara malları dışında yerli üretimin yabancı rekabete karşı korunması ve ihracatı teşvik için vergi iadesi ve düşük faizli kredi olanaklarının sağlanması esas alınmıştır. Sanayileşmenin büyük ölçüde Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) kanalıyla yapılması temel öncelik olarak belirlenmiştir²⁵¹.

Bu dönemde hazırlanan planlar daha önceki sanayi planlarından farklı olarak sadece sanayiye değil ekonomik ve sosyal tüm alanları kapsayan makro nitelikteki planlar olmakla birlikte, büyüme oranları temel belirleyici değişken ve amaç olarak görülmüştür²⁵². 1963-1970 dönemi bu açıdan başarılı yıllar olmuş, yüksek büyüme oranları ile birlikte fiyat istikrarının bir arada sürdürülmesi sağlanmıştır. Bu yıllarda GSMH²⁵³ yılda ortalama yüzde 6.3 oranında büyürken, ortalama enflasyonun yüzde 5.1 düzeyinde kaldığı görülmektedir (Tablo-2.3).

²⁵⁰Bu dönemin ana özelliği olarak korumacı dış ticaret politikaları ve uluslararası pazardan çok iç piyasanın sürüklediği bir gelişme biçimi göze çarpmaktadır.

²⁵¹Bu dönem korumacı, iç pazara dönük ve ithal ikameci politika uygulamaları bakımından 1930 ve 1954-1961 dönemine benzemesine rağmen yatırımların dağılımı ve sanayileşmenin önceliği bakımından tamamen farklı bir özellik taşımaktadır.

²⁵²1962-1976 döneminde milli gelirdeki büyümeye sanayi kesiminin daha fazla katkı yaptığı görülmektedir. Yıllık sanayi büyüme hızı ortalaması –yüzde 9.6 iken tarım sektörü ortalama –yüzde 3.9 oranında büyümüştür.

²⁵³1960-1967 dönemi 1968 fiyatlarıyla, 1968-1969 dönemi 1987 fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

Tablo 2.3: 1960-1969 Dönemi Ekonomik Göstergeler

Yıl	GSMH Büyüme Oranı (%)	Enflasyon Oranı (%)	Dış Ticaret Dengesi (Milyon ABD doları)
1960	3,4	7,4	-147,5
1961	2	1,3	-160,5
1962	6,2	3,8	-238,3
1963	9,7	6,5	-319,5
1964	4,1	0,8	-126,5
1965	3,1	6,7	-108,2
1966	12	5,5	-227,8
1967	4,2	6,3	-162,3
1968	6,7	4,1	-267,2
1969	4,3	5,7	-264,4
Ortalama	5,57	4,81	-202,22

Kaynak: TCMB, TÜİK

1960'lı yıllar aynı zamanda yeniden pozitif reel faiz politikasının benimsendiği bir dönem olmuştur. Yine bu dönemde mevduat munzam karşılıkları²⁵⁴ TCMB'de tutulmaya başlanmış ve bunun TCMB'nin para politikası aracı haline gelmesi sağlanmıştır.

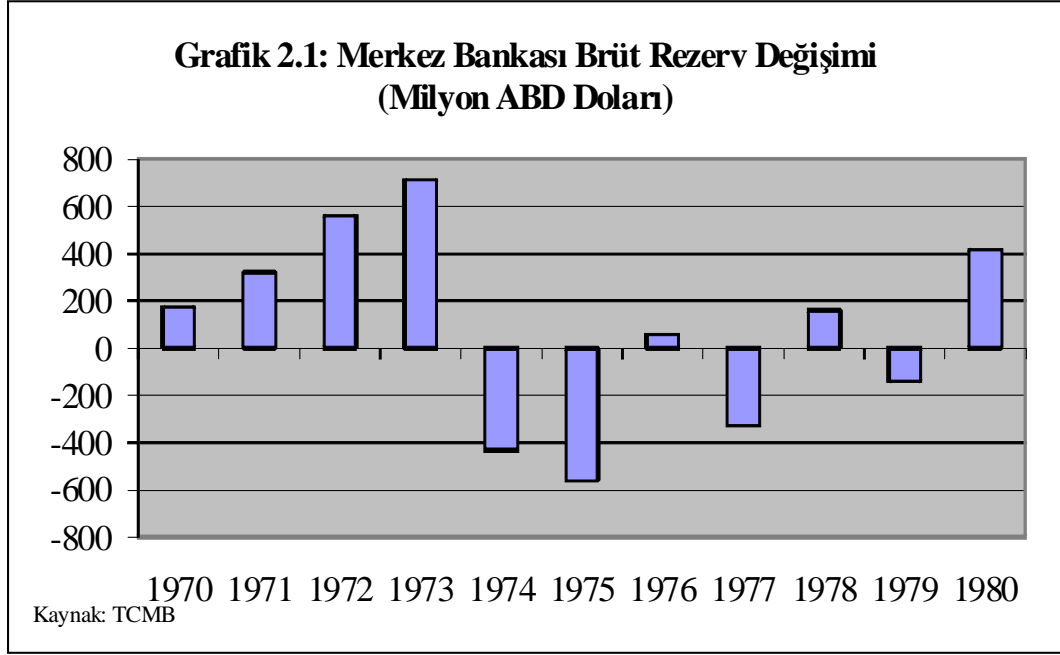
Ancak 1968'de uygulamaya konulan İkinci Plan döneminden itibaren TCMB'nin kamuya açtığı krediler büyümeye başlamıştır. Kamuya açılan kredilerdeki genişleme zaten var olan para arzındaki artışı hızlandırarak enflasyonist baskıları artırmıştır. Artmaya başlayan enflasyon ile Türk lirasının alım gücünün zayıflamasına rağmen sabit kur rejiminin uygulanması nedeniyle Türk lirası aşırı değerli hale gelmiş ve dış borç ödemelerinde sıkıntılar yaşanmaya başlamıştır²⁵⁵. 1960'ların sonunda uluslararası rezervlerdeki yetersizliğin yanı sıra, giderek büyüyen dış ticaret açığı sonucu döviz darboğazı baş göstermiş ve 1970 yılında ithalata yönelik miktar kısıtlamaları artırılarak Türk lirası devalüe edilmiştir²⁵⁶. Bunun etkileri dış ticaretteki olumlu gelişmelerle

²⁵⁴ 17 Mayıs 2001 tarih ve 24405 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ ile Mevduat Munzam Karşılıkları Hakkında Tebliğde yer alan "Mevduat Munzam Karşılık" ibareleri "Zorunlu Karşılık" olarak değiştirilmiştir.

²⁵⁵ İthal ikameci sanayileşme modelinde kurulan sanayi üretim yapısının temelinde döviz kazanmak değil döviz tasarrufu yatmaktadır. Ancak bu modelde paradoksal olarak ekonominin döviz talebi artmakta, geleneksel ihraç ürünlerine dayalı ithalat kapasitesi sanayinin artan yatırım malları, yedek parça ve ara girdiler ithal talebini karşılama için yetersiz kalmaktadır.

²⁵⁶ 1 ABD doları = 9 TL olan resmi Dolar/TL paritesi 1 ABD doları = 15 TL olarak değiştirilmiştir.

hissedilmiş ve döviz rezervleri artmaya başlamıştır²⁵⁷ (Grafik 2.1).



1970 yılına gelinceye kadar Türkiye’de para politikası sadece TCMB eliyle yürütülmemekte, görev ve sorumlulukların değişik kurumlar arasında dağılması TCMB'nin etkin para politikası uygulamasına engel teşkil etmekteydi. Ekonomide gözlenen yanlış politika uygulamaları ve bunun yarattığı makro ekonomik sorunlar, bunun yanı sıra dünyada merkez bankalarının görev ve yetkilerinin yeniden tanımlanmasının bir sonucu olarak TCMB'nin yeniden yapılanmasına ve özerkliğinin tanınmasına ilişkin hukuki düzenleme yapılmıştır²⁵⁸.

Yeni düzenleme ile TCMB’nin yetki ve sorumlulukları, örgütsel yapısı yeniden belirlenmiş, para politikalarının uygulanmasının tek elden yürütülmesini sağlamak üzere bu hususta TCMB görevlerini yerine getirebilmesi için gerekli para politikası araçları ile

²⁵⁷Döviz kurunun sabit tutulduğu 1960’lı yıllarda ortalama enflasyon oranı yüzde 5 düzeylerinde iken devalüasyonu izleyen ve görece olarak esnek kurların uygulandığı 1970 sonrası dönemde ise yüzde 15’i aştığı görülmektedir.

²⁵⁸ 14 Ocak 1970 tarihinde kabul edilen 1211 sayılı kanunla 11 Haziran 1930 tarihli 1715 sayılı TCMB Kanunu yürürlükten kaldırılmıştır.

donatılmıştır²⁵⁹. Ayrıca Banka Kredilerini Tanzim Komitesi feshedilerek görevleri TCMB'ye devredilmiştir. Böylece, önemli bir para politikası aracı olan zorunlu karşılık oranlarını belirleme ve bu konuda düzenleme yapma yetkisi TCMB'ye geçmiştir.

TCMB ile ilgili yasal düzenlemelerin ardından yapılan devalüasyonla birlikte bir istikrar programı ilan edilmemesine rağmen, dış ödemelerde birkaç yıllık kısmi bir rahatlama yaşanmış ve dış ticaret açıkları küçülmüş, ihracatın ve işçi döviz girişlerinin de önemli oranda artması sonucu cari işlemler dengesi 1972 yılında sadece 8 milyon dolar açık vermiş, 1973 yılında ise 484 milyon dolar fazla vermiştir. Yine bu dönemde cari işlemler fazlasının yanı sıra yüksek ekonomik büyüme oranı ve makul düzeydeki enflasyon oranı ile para politikası yönünden olumlu bir ekonomik görünüm sergilenmiştir.

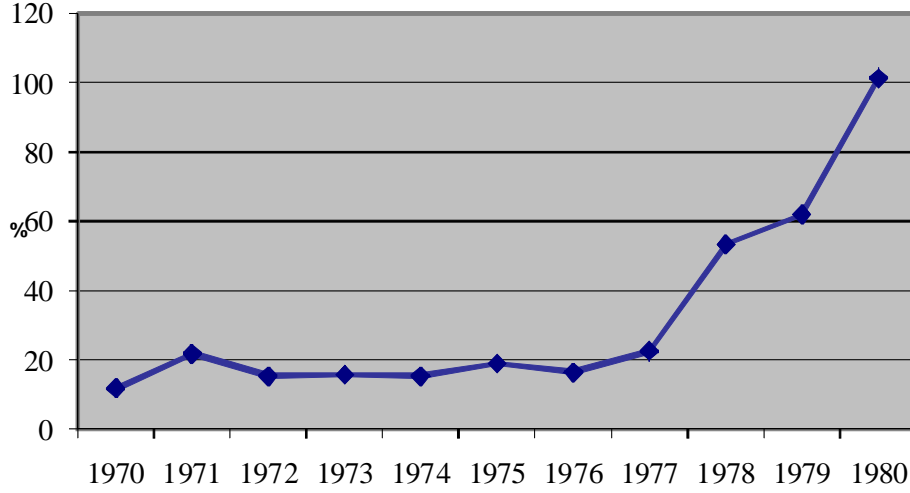
Ancak Türkiye'nin ithalatında büyük bir paya sahip bulunan petrol fiyatlarındaki büyük artış²⁶⁰, Kıbrıs Barış Harekati nedeniyle askeri harcamaların artması, KİT'lerin finansman açıkları ile genel bütçe açıklarını kapatmak için merkez bankası kaynaklarının kullanılması sonucu artan para arzı enflasyon artışına neden olmuştur. Yapı olarak ithalata bağımlı bir sanayiye sahip olan ve genelde iç talep baskısı ile diğeri yapısal nedenlerden ötürü ihracat kapasitesi düşük olan ekonomimiz, dış ödemeler açısından darboğaza girmeye başlamıştır. Döviz darboğazı nedeniyle yatırım malı ve işletme aşaması için gereken hammadde ithalatının güçleşmesi, özel kesimde yatırımlara karşı isteksizliğe neden olurken yatırımlarını devam ettirmeye çalışan kamu kesimini borçlanmaya zorlamıştır. Yatırımların dış kaynak finansman gereğinin artmasına rağmen döviz tahsis ve transferlerinde güçlüklerle karşılaşılması, dövizin zamanında ve yeteri kadar sağlanamaması Türk lirası cinsinden yapılan yatırım harcamalarının talep hacmini artırırken, üretim ve arzın aynı ölçüde artırılamaması içeride enflasyonu körüklemiştir²⁶¹.

²⁵⁹ 1211 sayılı TCMB Kanununun 4. maddesinde Banka'nın görev ve yetkileri düzenlenmektedir.

²⁶⁰ 1974 yılında yaşanan petrol şoku özellikle gelişmiş batı ülkelerinde enflasyonla birlikte üretimde gerilemelere yol açarken, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu bazı gelişmekte olan ülkeler, petrol şokunun yarattığı etkileri uzun bir zaman aralığında çözmeyi denemişlerdir. Bu kapsamda Türkiye, petrol şokunun doğurduğu dış ödeme açığını rezerv hareketleri ve kısa vadeli dış borçlanma ile finanse etmiştir.

²⁶¹ TCMB, Yıllık Rapor, 1979, s.33.

Grafik 2.2: Enflasyon Oranı (TÜFE)



Kaynak: TCMB

1970'li yılları para politikası açısından iyi başlayan ancak dışsal şokların da etkisi ile ülkenin gelecek 30 yılına damgasını vuracak olan makro ekonomik dengesizliklerin ve yüksek enflasyonun başladığı, parasal kontrolün sağlanamadığı bir dönem olarak adlandırmak mümkündür. 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren kontrolden çıkan enflasyon oranı 1970'lerin sonunda üç haneli seviyeye yükselmiştir²⁶² (Grafik 2.2).

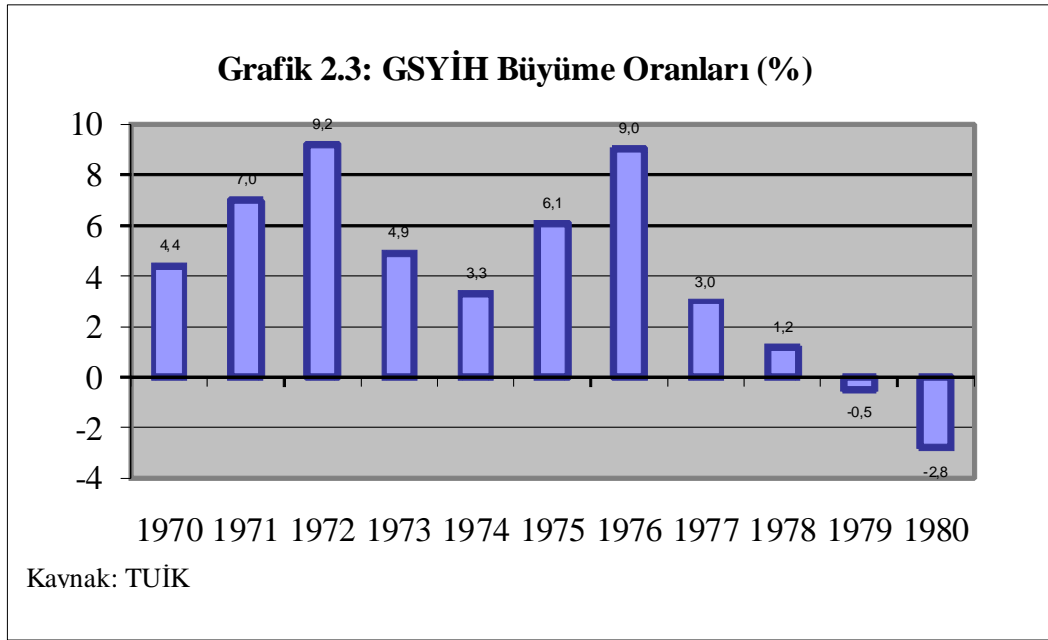
Diğer taraftan, ekonomik büyüme 1970'lerin ilk yarısında makul düzeylerdeyken, 1970'lerin ikinci yarısında hızla gerilemiştir²⁶³ (Grafik-2.3). Bu dönemin diğer bir özelliği 1950'lerdeki gibi negatif reel faiz politikalarının yürütülmesi olmuştur. Parasal genişleme enflasyon artışındaki temel nedenlerden birini teşkil etmiş, TCMB parasal kontrolü faiz oranları ile değil, kredi tayinlemesi yoluyla yapmaya çalışmıştır²⁶⁴. 1970'li yılların sonları ithalat kotaları, gümrük resimleri ve katlı kur uygulamaları ile korumacı bir dış ticaret politikası ve sıkı kambiyo rejiminin uygulandığı, Türk lirasını aşırı değerli kılan sabit bir kur politikasının izlendiği, ödemeler dengesi darboğazları nedeniyle Türk lirasının sık sık devalüe edildiği bir dönem olarak hatırlanacaktır.

²⁶²1970-1980 dönemi enflasyon rakamları 1963=100'e göre Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na (HDTM) ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileridir.

²⁶³GSMH büyüme oranı 1987 fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

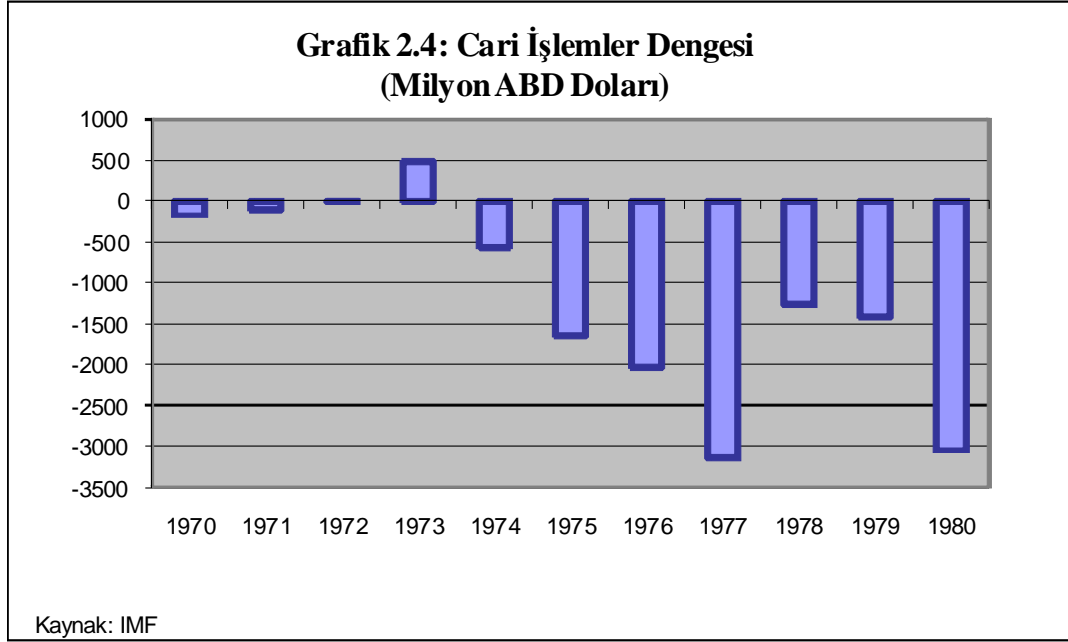
²⁶⁴1963-1979 döneminde toplam para arzı yılda ortalama yüzde 23.9 oranında artarak 10.9 milyar TL'den 432 milyar TL'ye yükselmiştir (Para reformu öncesi para birimine göre).

1970'lerin sonlarında görülen yüksek enflasyon, beklentileri de bozarak paradan kaçış eğilimini hızlandırmış, tüketim mallarına talepte büyük artış kaydedilmiştir²⁶⁵. Buna bağlı olarak giderek hızlanan enflasyon süreci, yatırım ve tasarruf faaliyetlerinin sağlıklı bir iktisadi ortamda sürdürülmesine engel olmuştur. Artan enflasyon oranı reel faiz oranlarını negatif düzeylere çekerek bankacılık sistemindeki mevduatın hacmini azaltmış ve tasarrufları örgütlenmemiş piyasalara yönlendirmiştir.



Bankalar tarafından verilen kredilerin dağılımına bakıldığında, üretime ilişkin kredilerden çok ticari kredilerin arttığı görülmektedir. Sonuçta kalkınmanın finansmanına yönelik bir kredi politikası yürütülemediği gibi kamu yatırımlarının finansmanı büyük ölçüde TCMB kaynaklarından sağlanmıştır.

²⁶⁵1970'li yılların ikinci yarısında görülen fiyat artışlarının altında kamu harcamalarının artmasından kaynaklanan para arzı genişlemesi, ithal malları fiyatlarının (özellikle petrol fiyatlarının) yükselmesi, tarım ürünleri taban fiyatlarının yükselmesi, devlet personel kanununda yapılan değişiklik sonucu memur maaşlarının yükselmesi, işçi ücretlerinin yükseltilmesi ve Kıbrıs Barış Harekatı'nın ekonomiye getirdiği yüklerin yattığı söylenebilir.



Bu dönemde sıkça görülen KİT'lerin yanlış fiyatlandırma politikaları ile maliyetlerin altında fiyat uygulanması ve aradaki farkın görev zararı adı altında bütçeden, bütçe kaynakları yeterli olmadığında merkez bankasından karşılanması günümüze kadar tartışılan uygulamalardan biri olmuştur.

Dünya ekonomisi birinci petrol şokunun etkilerinden henüz tam anlamıyla kurtulmadan 1980 yılı ile birlikte ikinci petrol şokunun olumsuz etkilerine maruz kalmıştır. Birinci petrol şoku gelişmiş ülkelerde üretimin azalması ile birlikte enflasyona yol açarken bazı gelişmekte olan ülkelerle birlikte Türkiye, petrol şokunun yarattığı dış ödeme açığını rezerv hareketleri ve kısa vadeli borçlanma ile finanse ederek petrol şokunun doğurduğu sorunları uzun bir zaman aralığı içinde çözmeyi denemiş ve söz konusu şokun gerektirdiği uyarılama mekanizmasının işletilmesini 1978 yılına kadar erteleyebilmiştir. Ancak aradan geçen zaman kısa vadeli dış borç yükünü büyük ölçüde artırırken, ihracatın yapısında gerekli olan değişiklik yapılamadığından ihracatta bir atılım sağlanamamıştır (Grafik-2.4). Böylece Türkiye ekonomisini değişen dünya ekonomik konjonktürüne entegre etmek ve petrol şokunun yarattığı sorunları çözmek amacıyla 1978 yılından itibaren önemli ekonomik istikrar önlemleri uygulamaya konulmuştur. Ancak ihracatta önemli bir artış sağlanamadığı ve dış kaynak bulma imkanları daraldığı için bu önlemler dış ödeme açığının ithalatın kısılması yoluyla azaltılması yönünde

işlemiştir. İthalatın kısılması ise bir yandan sanayide kapasite kullanım oranını düşürerek sanayi üretiminin gerilemesine, diğer taraftan da ithalat yoluyla sağlanması gereken yatırım malları temin edilemediğinden yatırımların düşmesine ve işsizlik oranlarının artmasına neden olmuştur²⁶⁶.

Birinci petrol şokuna karşı gecikmiş bir uyarılma sürecindeyken Türkiye ekonomisi 1970'lerin sonunda ikinci petrol şokunun olumsuz etkilerine maruz kalmıştır. Bu olumsuzluklara tutarsız para ve maliye politikalarının katkısıyla KİT'lerin finansman ihtiyaçlarının büyük boyutlara ulaşması, vergi gelirlerinin yetersizliği, gerekli rekabet ortamının sağlanamaması, enflasyon oranının sürekli yükselerek üç haneli rakamlara ulaşması, ödemeler dengesinin kötüleşmesi, üretim düşüşü nedeniyle ekonomik büyümede ortaya çıkan olumsuz görünümün bir sonucu olarak ekonomik sorunlara farklı bir bakış açısı ile yaklaşan ve yapısal reformlar içeren yeni bir istikrar programı 1980 yılı başında uygulamaya koyulmuştur.

2.1.6.1980-1985: Liberal Politikalar ve Dışa Açılma Dönemi

1979-1980 yıllarında meydana gelen ikinci petrol şokunun etkilerini bertaraf etmek için özellikle sanayileşmiş ülkelerde uygulanan sıkı para politikaları reel faizleri yükseltmiş, ödemeler dengesi açıkları ve dış borç problemleriyle karşılaşan gelişmekte olan ülkeler ise bu sorunları aşmak için ihracata dayalı büyüme modellerine geçmeye başlamışlardır. Ekonomide Keynesyen politikalar yerine Monetarist politikalar tercih edilmeye başlanmıştır²⁶⁷.

1980'li yıllar cumhuriyetin ilk yıllarından bu yana bazı değişikliklere uğramakla birlikte aslında çok fazla değişmeyen ekonomik yapının farklı bir anlayış ile ele alındığı ve para piyasalarında köklü değişikliklerin olduğu yıllardır²⁶⁸. Liberalizasyon sürecinin şekillendirdiği bu dönemin ekonomi anlayışına egemen olan görüş, maliye politikaları

²⁶⁶TCMB Yıllık Rapor, 1980, s.30.

²⁶⁷Bankacılık sisteminin faaliyetlerini kısıtlayan faiz oranı tavanları, kredi limitleri, mali piyasalara katılım engelleri gibi konularda düzenlemelere gidilerek daha liberal uygulamalar başlatılmıştır.

²⁶⁸Türkiye'de 1980 yılında uygulamaya koyulan ekonomik model ile 1923-1929 ve 1946-1953 dönemindeki ekonomik yönelmeler arasında paralellik görülmektedir. Korkut Boratav, *Türkiye İktisat*, 12. Baskı, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara, 2008, s. 149.

yerine para politikasına ağırlık vererek devlet müdahalelerinin en aza indirilmesini öngörmüştür²⁶⁹.

Bu dönem enflasyonun 1978 yılından itibaren yükselişe geçerek üç haneli düzeylere, dış açığın birkaç milyar dolara ulaştığı ve kronikleşen döviz yokluğunun ortaya çıktığı bir süreçte uygulamaya koyulan istikrar programı ile başlamaktadır. “24 Ocak Kararları” olarak da bilinen bu istikrar programı bir dizi önlemler paketi içermektedir²⁷⁰. Bu önlemler;

- Enflasyonun kontrol altına alınabilmesine,
- Sıkı para ve kredi politikalarının titizlikle uygulanmasına,
- Faiz ve kredi tahsisi üzerindeki kontrollerin kaldırılarak ulusal mali piyasalara derinlik kazandırılmasına,
- Para arzının kısılması, gerçekçi faiz politikası uygulanarak tasarrufların artırılması ve mali kurumlar aracılığıyla yönlendirilmesine,
- Kamu sektörü finansman açığının zamanla ortadan kaldırılması ve Hazine'nin TCMB'den borçlanmasının sınırlandırılmasına,
- Türk lirasının yüksek oranda devalüe edilerek²⁷¹, dış ticaretin liberalleştirilmesi ve ihracatın artırılmasına,
- Yabancı sermaye girişinin hızlandırılmasına yöneliktir.

Böylece dışa kapalı ithal ikameli büyüme stratejisi doğrultusunda politikasını şekillendiren, iç talebin kamu harcamaları ile yüksek tutulduğu, kamu sektörünün TCMB kaynakları ile finanse edildiği, sabit döviz kuru rejiminin benimsendiği 1980 yılı öncesi elli yıllık korumacı ekonomi anlayışını bir anlamda sona erdiren ihracata dönük ekonomik büyüme anlayışını benimseyen ve serbest piyasa ekonomisinin oluşturulmasını amaçlayan bir dönem başlatılmıştır. Nitekim 24 Ocak Kararları'nın en önemli özelliklerinden biri emek, sermaye, mal ve döviz piyasalarında serbest rekabet felsefesi içinde fiyatların belirlenmesidir.

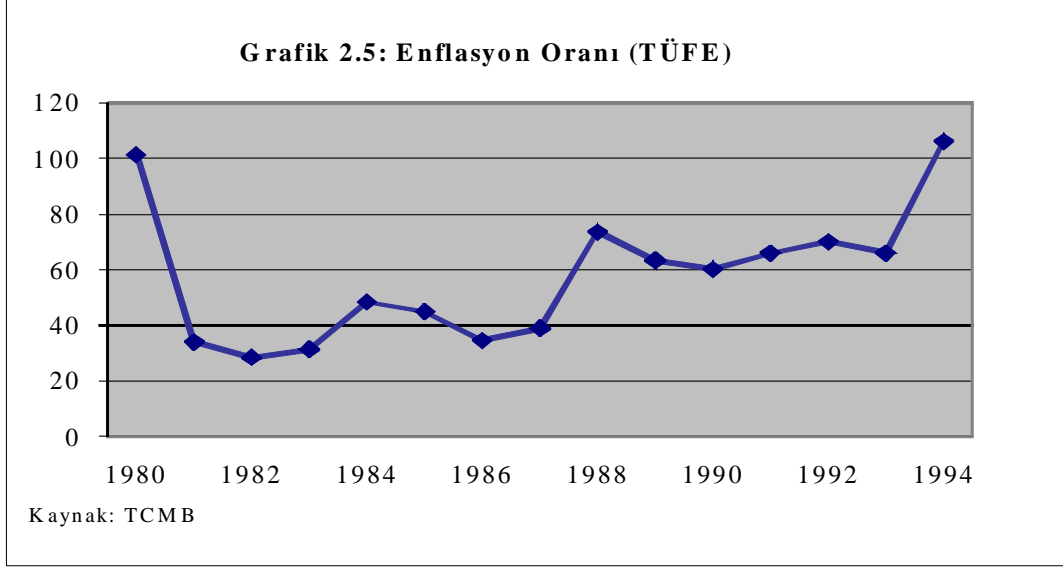
Program Ortodoks istikrar politikalarının temel özelliklerini sergilemektedir. Zira 1980

²⁶⁹Bu dönemdeki ekonomik politikaların temel unsurunu reel devalüasyonlar doğrultusunda işletilen bir kambiyo politikası, liberalizasyona yönelik bir ithalat rejimi, teşvik ve sübvansiyonlarla desteklenen ihracat politikası, fiyat kontrollerinin ve temel malların çoğundaki sübvansiyonların kaldırılması ve iç talebin daraltılmasına dönük makroekonomik politikalar oluşturmaktadır.

²⁷⁰16880 sayılı R.G.'de yayımlanan. 24 Ocak 1980 tarih 8/179 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı

²⁷¹1 ABD doları = 47.10 TL'den 70 TL'ye yükselmiştir.

yılı istikrar önlemlerinde iki temel hedef; iç talebi azaltarak enflasyon artışının makul bir seviyeye indirilmesi ve ödemeler dengesi darboğazının aşılmasıdır. Bu çerçevede tasarrufları artırarak yatırım imkanlarını geliştirmek ve enflasyonu düşürmek için serbest faiz politikası benimsenirken ihracatı teşvik etmek, ithalatı azaltmak ve böylece dış açığı düşürmek amacıyla da reel ve esnek döviz kuru politikası uygulanmıştır.



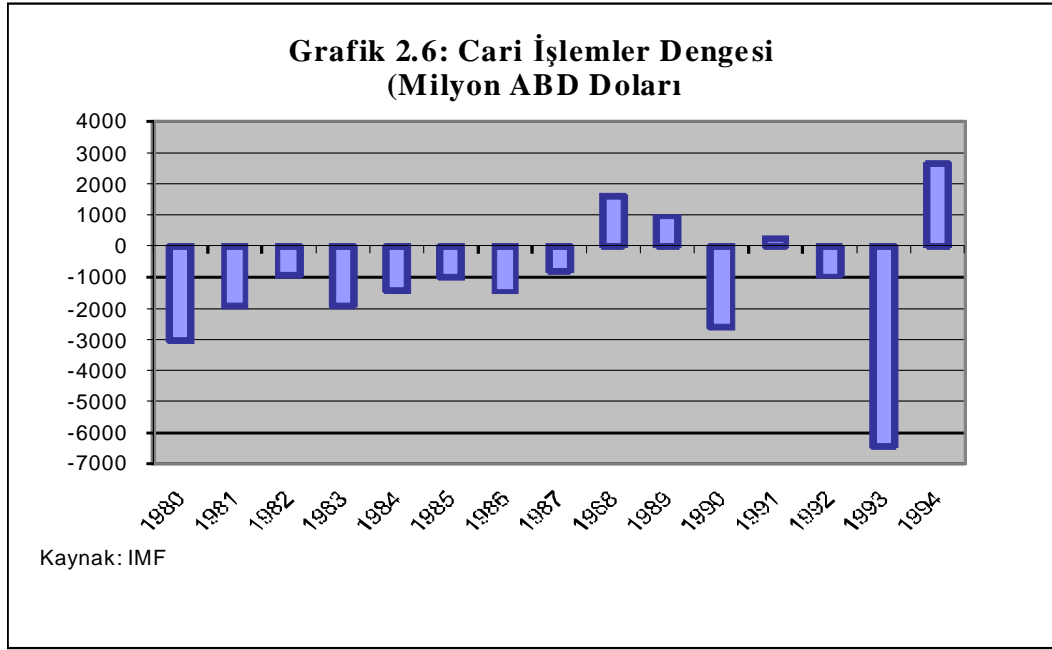
Söz konusu hedeflere ilk iki yıl için kısmen ulaşıldığı görülmektedir. Nitekim 1977 yılından itibaren hız kazanarak artan ve 1980 yılında üç haneye ulaşan enflasyon oranı, 1981 ve 1982 yıllarında bu oranın üçte biri seviyesine düşürülmüş²⁷² (Grafik-2.5), cari işlemler açığı da dış ticaret açığındaki düzelmelerin etkisi ile arka arkaya daralarak 1982 sonunda 1 milyar ABD dolarına kadar inmiştir (Grafik-2.6).

1980-1982 döneminde kamu kesimi finansman ihtiyacının istikrar programında öngörüldüğü şekilde azaltılmasına bağlı olarak rezerv para artışı da hedeflenen düzeylerde tutulabilmiştir. Parasal genişlemenin kontrol edilmesi ve para talebinin artırılması biçiminde uygulanan para politikası, bu yıllarda enflasyonun düşmesine önemli katkı sağlamıştır²⁷³ (Grafik-2.5)²⁷⁴.

²⁷²1980 yılında yüzde 101.4 enflasyon (TÜFE), 1981 yılında yüzde 34, 1982 yılında yüzde 28.4'e düşmüştür.

²⁷³TCMB, Yıllık Rapor, 1985, s.26.

²⁷⁴1980-1982 dönemi enflasyon rakamları 1963=100'e göre HDTM'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileri ve 1983-1987 dönemi enflasyon rakamları ise 1978=100'e göre DİE'ye ait 12 aylık



Ancak faiz politikasında yasal alt yapı (Bankalar Kanunu'nda değişiklikler, ödünç para verme ile ilgili düzenlemeler vb.) hazırlanmaksızın girişilen serbestlik uygulaması²⁷⁵ 1982 yılı ortasında “Banker Krizi” olarak adlandırılan krizin patlak vermesiyle sonuçlanmıştır²⁷⁶. Mevduat faiz oranlarının serbest bırakılmasına rağmen büyük bankaların kendi aralarında yaptıkları anlaşmalar ile faizleri düşük tutması, küçük bankaların mevduat sertifikalarını bu sertifikaları daha yüksek faizlerle halka satan bankerlere satmalarına neden olmuştur²⁷⁷. 1983 yılında ise bankerlerin batması sonucunda zor durumda kalan bankaların likidite ihtiyaçları dolayısıyla rezerv para hedeflenenin üzerinde artmıştır. Kamu finansman ihtiyacının TCMB kaynaklarından karşılanması da rezerv paranın genişlemesine katkıda bulunmuştur.

Uygulanan gevşek maliye ve para politikası sonucu ekonomideki likiditenin genişlemesi fiyatlar üzerinde olumsuz bir etki yaratmıştır. Ayrıca faiz oranlarının düşürülmesi sonucu oluşan negatif reel faizler para talebini azaltarak mevduat hacmi üzerinde

ortalamalara göre TÜFE verileridir. 1988-1994 dönemi enflasyon rakamları ise 1987=100'e göre DİE'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileridir.

²⁷⁵Finansal sistemde serbestleşme, 1980 yılı Temmuz ayında vadeli mevduat ve kredi faizlerinin serbest bırakılmasıyla başlamıştır.

²⁷⁶Bu bankerler Ponzi finansmanı olarak adlandırılan yöntemi kullanarak borçlanmışlardır.

²⁷⁷Mevduat sertifikalarını ve holding tahvillerini kendi borç senetleriyle birlikte pazarlayan ve sonunda sadece kasaya giren yeni parayla eski taahhütlerini karşılamak zorunda kalan bankerler, 1982 ortalarında tamamen çökmüş ve bu çöküntü birkaç bankayı da peşinden sürüklemiştir.

olumsuz bir etki yaratmıştır. Bunun sonucunda tüketim harcamaları artmış ve fiyatlar genel seviyesi tekrar yükselmeye başlamıştır (Grafik 2.5).

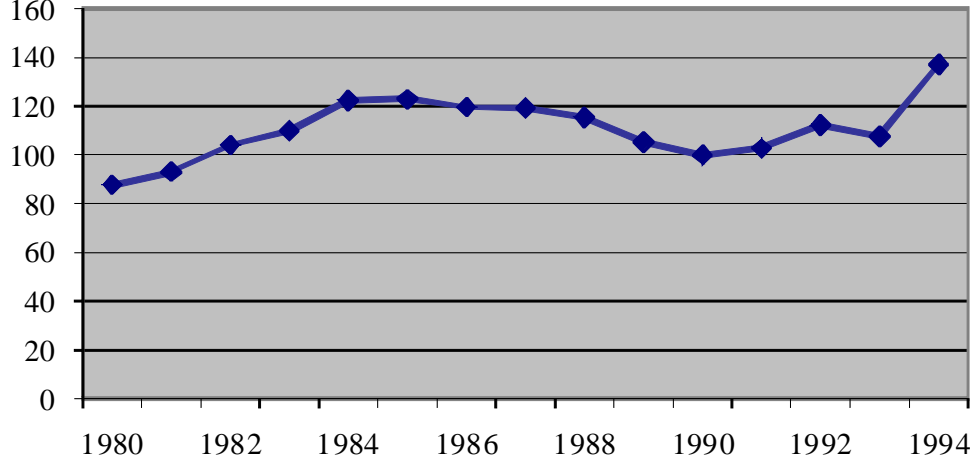
Diğer taraftan, uluslararası standartlara uygun olarak yeni bir sınıflandırma ile oluşturulmaya başlanan ödemeler bilançosunda yer alan cari işlemler açığı da dış ticaret açığındaki artış ve görünmeyen işlemler gelirlerindeki azalmanın etkisi ile 1983 yılından itibaren bozulmaya başlamıştır.

1980'de serbest bırakılan mevduat ve kredi faiz oranlarından, mevduat faiz oranlarının tespiti 1983 sonunda tekrar TCMB'ye bırakılmıştır. Bu gelişmenin en önemli nedeni; büyük hacimli bankaların enflasyon artışına rağmen reel faiz oranlarını pozitif alanda tutmada isteksiz davranması, bunun sonucunda mevduatın daralması buna karşılık paranın dolaşım hızının büyük oranda artmasıdır.

1984 yılında ödemeler dengesini iyileştirmek ve enflasyon artışını yavaşlatmak amacıyla uygulamaya koyulan ekonomik program gereğince sıkı para politikası yürütülmeye çalışılmış ve nominal faiz oranları önemli miktarda artırılmıştır. Aynı yıl kambiyo rejiminin serbestleştirilmesine yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Türkiye'de yerleşik kişilere döviz tutma ve döviz hesabı açma izni getirilmesi döviz kaynaklarının mali sistem içine çekilmesine imkan sağlamıştır. Ancak dış ticaret ve ödemeler sisteminin serbestleştirilmesine bağlı olarak TCMB'nin dış varlıkları beklenenden hızlı artış göstermiş ve parasal büyüklükler aynı yıl süratle genişleme göstermiştir. Bu nedenle rezerv para artışı bu yıl da hedeflenen düzeyde tutulamamıştır. Hızlı parasal genişlemeye karşılık reel faiz oranlarının pozitif düzeylerde tutulması ve Türk lirasının reel olarak değer kaybetmesi nedeniyle artan para talebi hızlı parasal genişlemenin fiyat artışları üzerindeki etkisini hafifletmiştir.²⁷⁸

²⁷⁸ TCMB, Yıllık Rapor, 1985, s.24-28.

Grafik 2.7: Reel Efektif Döviz Kuru (% Değişim)



Kaynak: JP Morgan

1984 yılının sonlarından itibaren enflasyonda belirgin artış reel faiz politikasını etkisizleştirmiştir. Enflasyon artışını yavaşlatmak amacıyla 1985 ortalarından itibaren Türk lirasının reel olarak değer kazanmasına izin verilmiştir²⁷⁹(Grafik-2.7).

Ayrıca bu dönemde para politikasının etkinliğini artırmak ve bankacılık sistemine alternatif olarak finansal piyasalar aracılığıyla bir fon transfer sistemi geliştirmek üzere hukuki düzenlemeler yapılmış ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuş, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nin temelleri atılarak 1986 yılında alım-satım işlemlerine başlaması sağlanmıştır.

2.1.7.1986–1994 Dönemi: Parasal Hedefleme Stratejisi Çabaları

Enflasyonun ciddi bir sorun olarak dünya gündemine gelmesinden sonra fiyat istikrarının sağlanması merkez bankalarının öncelikli hedefleri arasında gelmeye başlamıştır. Bu doğrultuda merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için uyguladıkları stratejilerden biri olarak parasal hedefleme stratejisi ön plana çıkmıştır.

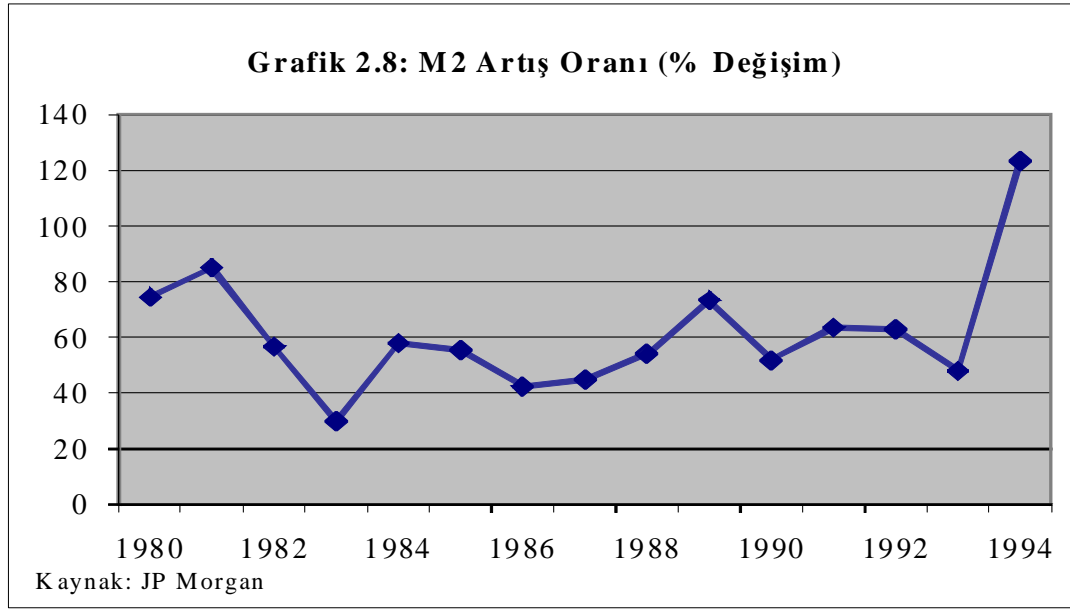
²⁷⁹1984 yılı ortalarına kadar arada görülen bazı sapmalara rağmen Türk lirasının değeri reel olarak düşürülmüştür. TCMB, Türkiye'deki ve önemli ölçüde ticaret yapılan diğer ülkelerdeki fiyat gelişmelerini ve uluslararası döviz piyasalarındaki gelişmeleri kur tespitinde göz önünde bulundurmıştır

1970 ve 1980'li yıllarda ABD, Almanya, İsviçre ve Fransa'nın uygulamış oldukları parasal hedefleme politikaları ile ülkemiz 1986 yılında tanışmış ve para politikası uygulaması ile politika araçlarının kullanımını açısından 1986 bir geçiş döneminin başlangıç yılı olmuştur. Bu geçiş döneminin özelliği, özel sektör ve kamunun portföy yapılarına ve harcamalarına doğrudan müdahaleyle, söz konusu kesimlerin kredi ve borçlanma taleplerini kontrol etmeye yönelik geleneksel para arzı kontrol mekanizmasının terk edilmesi, bunun yerine toplam rezervlerin kontrolüne dayalı para ve kredi politikasının uygulanmaya başlanmasıdır. Geleneksel sistemde kamunun finansman ihtiyacı merkez bankası kaynaklarından karşılanmakta, bu da para politikasını maliye politikasına bağımlı kılmaktaydı. Özel sektörün kredi talebi ticari bankalar tarafından karşılanan, faizlerin esnek olmadığı ve selektif kredi taleplerinin otomatik reeskont yöntemiyle desteklendiği bu sistemde, para arzı artışı büyük ölçüde toplam kredi talebine bağımlı bulunmaktaydı.

Uygulamaya koyulan yeni sistemde, TCMB'nin ticari bankaların Türk lirası cinsinden ellerinde bulunan toplam rezervleri kontrol ederek gerek faiz politikasının etkinliğinin artırılması, gerekse bankaların yükümlülüklerinin kontrolü anlamına gelen para arzı politikasının yürütülmesi amaçlanmıştır. Bu nedenle toplam para ve kredi arzını toplam rezervlerin kontrolü yoluyla yönlendirmeyi sağlamaya yönelik kurumsal bazı düzenlemeler yapılmıştır.

İlk olarak kamu finansman açıklarının doğrudan TCMB kaynaklarından sağlanmasını önlemek üzere 1985'te Hazine tarafından bono ve tahvil ihale sistemine geçilmiştir. Kamu açıklarının iç borçlanma ile karşılanmasının para arzını artırarak parasal genişlemeye dolayısıyla da enflasyona neden olmayacağı düşüncesiyle TCMB finansmanından vazgeçilerek iç borç finansmanına yönelinmiştir. 1986'da bankaların disonibilite ve munzam karşılık yükümlülüklerini günü gününe yerine getirmeleri için ek düzenlemeler getirilmiştir. Böylece toplam rezervler ile para arzı arasında kararlı bir ilişkinin oluşması amaçlanmıştır. Yine bu sürecin bir devamı olarak 4 Şubat 1987'den itibaren önemli bir para politikası aracı olan açık piyasa işlemlerinin uygulamasına başlanmıştır.

Bu önlemler yardımıyla bankaların rezervleri açık piyasa işlemleri ile yönetilerek yakından izlenmeye başlamıştır. Diğer taraftan, TCMB reeskont politikasını orta vadeli kredilerle sınırlandırarak bankaların otomatik rezerv sağlama olanağına son vermiştir. Bunun sonucunda bankaların rezerv ihtiyacını birbirlerinden karşılmasına imkan verecek İnterbank Bankalararası Para Piyasası oluşturulmuştur. Ayrıca TCMB bu piyasayı faiz ve işlem hacmi olarak sürekli izleyerek para politikasını yönlendirmede gerekli sinyalleri alma imkanına kavuşmuştur.



1986 yılında yıllık programda yer alan hedefler doğrultusunda ve yeni para politikası prensipleri çerçevesinde para arzı ve diğer bazı parasal büyüklüklerin yıl içerisindeki gelişimi ile ilgili tahminleri içeren bir parasal program hazırlanmıştır. Parasal programda yıllık programda hedeflenen enflasyon ve büyüme oranlarıyla tutarlı M2²⁸⁰ para arzı artışı belirlenmiş²⁸¹ ve bu artış ile reel faiz, reel kur gibi değişkenler ilişkilendirilmiştir. Parasal program belirli bir M2 artışı hedef olarak alındığında, bunu gerçekleştirecek rezerv para artışının ve dolayısıyla TCMB net iç ve dış varlıklarının programlanmasına dayalı olarak hazırlanmıştır.²⁸² Bu kapsamda, Hükümet tarafından

²⁸⁰M2= M1 + Mevduat Bankalarındaki Vadeli Mevduat

²⁸¹Uygulanması planlanan faiz ve kur politikaları çerçevesinde paranın dolaşım hızının bir miktar gerileyeceği varsayımı altında M2'nin yüzde 35 oranında artacağı öngörülmüştür.

²⁸²TCMB, Yıllık Rapor, 1986, s. 44-46.

belirlenen yüzde 5 GSMH büyüme hızı ve yüzde 25 enflasyon hedefleriyle tutarlı olarak TCMB tarafından M2'nin yıl içindeki artışı yüzde 35 olarak hedeflenmiştir. Ancak tarım, sanayi ve hizmet sektörlerindeki sırasıyla yüzde 3, yüzde 5,5 ve yüzde 4,8 oranında öngörülen hedeflerin aşılmasıyla yüzde 7,1, yüzde 9,2 ve yüzde 6,1 olarak gerçekleşmesi, yüzde 5 olarak hedeflenen GSMH büyüme oranının aşılmasına neden olmuştur. Diğer taraftan, TCMB tarafından kredi genişlemesinin kontrol altına alınmaya çalışılmasına rağmen mali baskınlıktan kaynaklanan problemler nedeniyle M2 artışı hedefin 5 puan üzerinde gerçekleşmiştir²⁸³ (Grafik-2.8).

Tablo 2.4: 1986-1987 Yılları Para Program Hedef ve Gerçekleşmeleri

Makroekonomik Büyüklik Artış Oranı (%)	1986		1987	
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
Enflasyon (TEFE)	25	25,8	25	51,7
GSMH Büyümesi	5	8,1	5	7,7
M2	35	40	30	36
Rezerv Para	-	-	28	40

Kaynak: TCMB 1986, 1987 ve 1988 Yılı Yıllık Raporları.

Bunun yanı sıra, ithalattaki liberilizasyon, kapasite kullanım oranlarındaki artışlar ve uluslararası petrol fiyatlarında 1986 yılında yaşanan düşüşe paralel olarak Toptan Eşya Fiyatları Endeksi (TEFE)²⁸⁴ endeksine göre enflasyon oranı yüzde 38'den yüzde 25,8'e düşmüştür²⁸⁵ (Tablo-2.4).

1986 yılında hazırlanan parasal programa benzer bir şekilde hazırlanan 1987 yılı parasal

²⁸³GSMH artışının hedefin üzerinde artış göstermesi ve emisyonundaki mevsimlik hareketin geçmiş yıllara göre daha kuvvetli olması nedeniyle bu hedef tutturulamamıştır (*ibid.* s.46).

²⁸⁴DİE, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı ve İstanbul Ticaret Odası tarafından hesaplanan toptan eşya fiyat endeksleri ağırlıklı ortalaması esas alınmıştır. 2003 yılından itibaren bu yıl baz alınarak Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) olarak adlandırılmaya başlanmıştır.

²⁸⁵1986 yılında, petrol ve petrol dışı birincil mal fiyatlarındaki düşmeler sonucunda hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranlarında düşüş gözlenmektedir. OECD ülkelerinde 1985 yılında yüzde 4.5 oranında artan özel tüketim deflatörünün 1986 yılındaki artış oranı yüzde 2.7'dir. Gelişmekte olan ülkelerde ise 1985 yılında yüzde 39.6 olan TÜFE artışı 1986 yılında yüzde 28.4'e inmiştir. TCMB, Yıllık Rapor, 1986, s.8

programında²⁸⁶ Hükümet tarafından belirlenen yüzde 25 enflasyon ve yüzde 5 büyüme hedefleri doğrultusunda M2 para arzı artış oranı yüzde 30 olarak hesaplanmış ayrıca 1986 yılı programından farklı olarak bu büyüklükle tutarlı olacak şekilde yüzde 28 oranında rezerv para artışı da hedeflenmiştir. Özellikle sanayi ve hizmetler sektörlerindeki yüksek büyüme hızlarının etkisiyle GSMH yüzde 7,7 oranında artmış ve programla belirlenen hedef aşılmıştır. Diğer taraftan, anılan dönemde TEFİ de bir önceki yıla göre yüzde 51,7 oranında artış göstererek program hedefinden büyük ölçüde saptmıştır. Ayrıca Hazine'ye verilen kısa vadeli avanslar ve tarımsal amaçlı TCMB kredileri ile faiz oranlarındaki düzenlemelerden dolayı mevduatın artması nedeniyle rezerv para ve M2 büyüklüklerinde program hedefleri aşılmıştır (Tablo-2.5).

Tablo 2.5: Parasal Göstergelerdeki Gelişmeler
(Üç, Altı Aylık ve Yıllık Değişim (yüzde))

Parasal Büyüklik	Aralık 87 Mart 88	Mart 88 Haziran 88	Haziran 88 Eylül 88	Eylül 88 Aralık 88	Aralık 87 Haziran 88	Haziran 88 Aralık 88	Aralık 87 Aralık 88
M1	4,8	7,6	22,9	6,4	12,8	30,9	47,6
M2	8,1	6,3	16,7	23,1	14,9	43,6	65
Rezerv Para	16,6	12,6	24,5	8	31,4	34,4	76,5
Emisyon	1,1	15,7	29,8	-2,3	16	26,9	48,4

Not: Veriler aylık ortalamalardan hesaplanmıştır.

Kaynak: TCMB 1988 Yılı Yıllık Raporu

Daha önce de belirtildiği gibi, 1987 yılı başlarında TCMB önemli bir para politikası aracı olan açık piyasa işlemleri mekanizmasını devreye sokmuş ve böylece para politikası aktarım mekanizmasının işletilmesinin etkinleştirilmesini amaçlamıştır. Ayrıca açık piyasa işlemleri para piyasalarının gelişmesine, dolayısıyla ekonominin likidite miktarının ayarlanmasına ve bankacılık sisteminin, menkul kıymetlerini optimal bir şekilde yönetmelerine büyük katkı sağlamıştır.

1987 yılında uygulanan faiz politikası ile; bir taraftan faiz oranlarının ekonomik faaliyeti aşırı frenleyecek düzeylere çıkmaması, diğer yandan Türk lirası cinsinden

²⁸⁶1987 yılında, TCMB'nin klasik anlamda merkez bankacılığı işlevini yerine getirebilmesini sağlamak ve banka sisteminin toplam rezervlerinin kontrolüne dayalı para politikası uygulamasına geçişi çabuklaştırmak amacıyla kurumsal düzenlemelere hız verildiği görülmektedir.

tasarrufların çekiciliğini sağlayacak düzeyde tutulması amaçlanmıştır²⁸⁷. Ancak yılın ikinci yarısında artan enflasyon oranına rağmen mevduat faiz oranlarının enflasyonun gerisinde kalması nedeniyle ikinci amaca ulaşamamıştır.²⁸⁸

1988 yılında rezerv para dışında bütün parasal büyüklüklerin enflasyonun altında kaldığı görülmektedir (Tablo-2.5). Rezerv paradaki büyük oranlı sıçramada kamu sektörüne açılan kredilerdeki artış ile TCMB'nin döviz rezervlerindeki yükselme etkili olmuştur. Likidite fazlasının finansal piyasalarda yarattığı dengesizlikler para talebini olumsuz etkilemiş ve para arzının kontrolü yoluyla enflasyonla mücadelede engel teşkil etmiştir. 1987'den itibaren kamu açıklarının büyümesi enflasyondaki artışın hızlanması ile finansal piyasalardaki dengesizliklerin tetiklenmesini ve Türk lirasından kaçışı hızlandırmıştır. Finansal piyasalardaki dengesizliklerin giderilmesi ve Türk lirasından kaçışı önlemek amacıyla 1988 Şubat ayında bir dizi önlem yürürlüğe koyulmuştur²⁸⁹. Başta ithalatı frenlemeyi, buna karşılık ihracatı canlandırmayı ve kamu harcamalarını kısarak ekonomiyi soğutmayı amaçlayan önlemlerin ilki faiz oranlarının yükseltilmesi olmuştur²⁹⁰. Yüksek faizler finansman maliyetlerini artırmış ve üretimi azaltıcı etki yaratmıştır. Bunun yanı sıra kamu fiyatlarının artırılması da enflasyonist beklentileri bozmuş, özel sektörün fiyatlama davranışlarını da olumsuz etkilemiş ve ekonomi hızla artan bir enflasyon sürecine girmiştir. Kamu açıklarını kısmak amacıyla kamu yatırımlarının azaltılması özel sektörün üretim ve yatırım kararlarına olumsuz yansımış ve önce durgunluk, arkasından daralma dönemine girilmiştir.

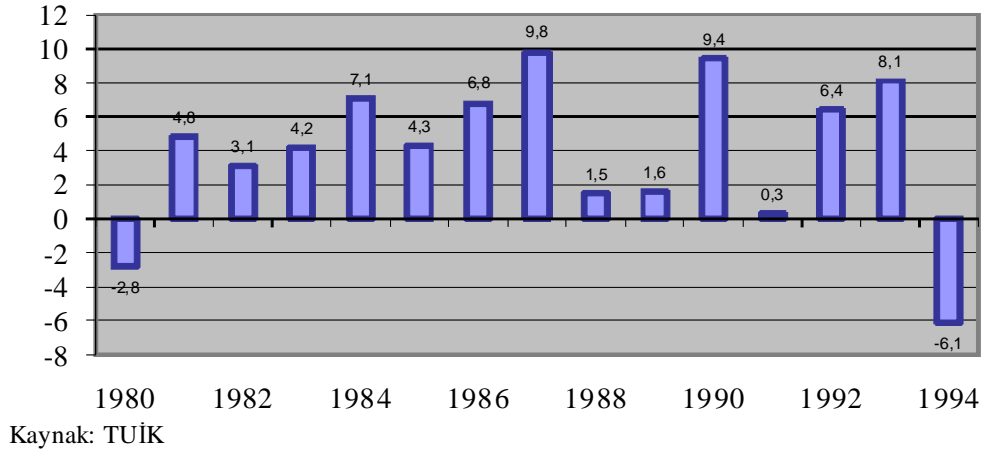
²⁸⁷30 Haziran 1987 gün ve 87/11921sayılı Kararnameye ilişkin 1 sayılı TCMB Tebliği ile bankalar, 1 yıl vadeli mevduat hesaplarına uygulanacak faiz oranlarının belirlenmesinde serbest bırakılmıştır TCMB Yıllık Rapor, 1987, s.50).

²⁸⁸ ibid, s. 49.

²⁸⁹Likidite fazlasının mali piyasalarda yarattığı dengesizlikleri gidermeye yönelik önlemler alınmış ve para politikası da bu önlemlere paralel olarak uygulanmıştır.

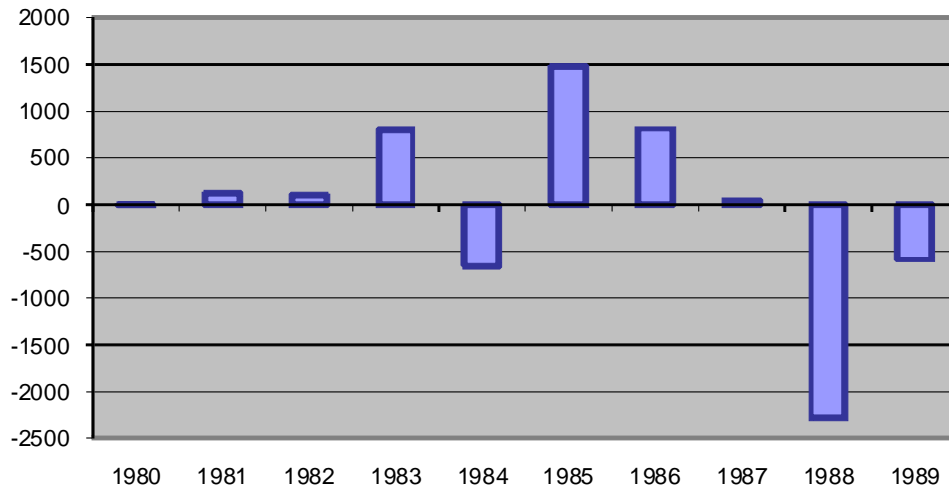
²⁹⁰Türk lirasına olan talebin artırılmasına yönelik, reel olarak negatif olan mevduat faizleri, munzam karşılık oranları ve disponibilitate oranları artırılmıştır.

Grafik 2.9: GSMH Büyüme Oranları(%)



Ekonomide yaşanan bu olumsuz gelişmeler finansal piyasalarda yeniden dengesizlikler yaratarak döviz talebini artırmış ve Türk lirası tekrar baskı altına girmiştir. Önlem olarak ise daha önce tavan belirlemek suretiyle serbest bırakılan mevduat faizleri tamamen serbest bırakılmıştır. Bunun yansıması olarak finansal piyasalardaki dengesizlikler giderilmekle birlikte finansman maliyetlerinin artışı ekonomik daralmanın uzamasına neden olmuştur.

**Grafik 2.10: Kısa Vadeli Sermaye Girişi
(Milyon ABD Doları)**



Genel olarak değerlendirildiğinde, 1988 yılında TCMB'nin para ve döviz piyasalarındaki arz ve talep dengesini gözeten bir para politikası izlediği gözlenmektedir.

1984-1987 döneminde ortalama yüzde 7 olan yıllık büyüme oranı 1988 ve 1989'da yüzde 1,6'ya gerilemiş (Grafik 2.9) ve net sermaye girişi 1 milyar doların altına düşmüştür²⁹¹ (Grafik 2.10).

1989 yılı para politikası uygulamalarında, mali sektördeki yapısal değişikliklerin sonucunda TCMB tarafından parasal büyüklüklerin hedeflenmesinden ziyade bilanço büyüklüğünün denetim altında tutulması hedefinin ön plana çıktığı görülmektedir²⁹².

Tablo 2.6: TCMB Bilançosunun Reel Gelişimi

Yıl	Nominal	Reel
1986	54,3	19,1
1987	75,3	32,8
1988	83,5	1,1
Ortalama	71,0	17,7
1989	41,6	-16,8

Bu kapsamda, 1986-1988 döneminde yaklaşık olarak ortalama yüzde 71 oranında artan TCMB nominal bilançosu 1989 yılında bilanço büyüklüğünün denetim altında tutulması hedefi doğrultusunda yüzde 41.6 oranında büyümüştür. Bunun yanında TCMB bilançosunun reel gelişimi incelendiğinde, bilançonun son dört yılda ilk defa 1989 yılında daraldığı görülmektedir (Tablo-2.6).

Diğer taraftan, uygulanan para politikası sonucunda TCMB Toplam İç Yükümlülüklerinin (TİY) GSMH içindeki payının son üç yıldaki ortalaması 0.18 iken iç kredilerin denetim altına alınmasına yönelik politikalar sonucunda 1989 yılında 0.17'ye düşmüştür. Benzer bir şekilde, merkez bankasının mali sistem içindeki payını gösteren

²⁹¹1980-1994 dönemi GSMH büyüme oranları 1987 fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

²⁹²Mali sektördeki yapısal değişikliklerin etkisiyle zaman içinde anlamları değişen parasal büyüklüklerin hedeflenmesinin pek de etkili olmadığı görülmüştür.

TİY/M2Y oranının da son üç yıl ortalamasının altında gerçekleştiği görülmektedir²⁹³ (Tablo 2.7).

Tablo 2.7: TCMB'nin Ekonomi ve Mali Sistem İçindeki Payı

Yıl	TİY/GSMH	TİY/M2Y
1986	0,16	0,52
1987	0,18	0,58
1988	0,20	0,65
Ortalama	0,18	0,58
1989	0,17	0,50

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor, 1989

1989 yılına kadar merkez bankası kredileri bir para politikası aracı olmaktan çok büyümenin finansmanı amacıyla selektif kredi politikasının bir aracı olarak kullanılmıştır. Aynı yılın üçüncü çeyreğinde TCMB'nin orta ve uzun vadeli kredi kullandırması uygulaması sonlandırılmıştır. Alınan kararlar TCMB reeskont imkanı bankacılık kesiminin likiditesini ayarlamaya yönelik açılan kısa vadeli kredilerle sınırlandırılmıştır²⁹⁴. Böylece reeskont kredileri selektif kredi politikası aracı olmaktan çıkartılarak yalnızca para politikasının yürütülmesinde kullanılacak bir araç haline getirilmiştir.²⁹⁵

Para politikası amaçlarına ulaşmak için ekonomik konjonktürdeki gelişmeler çerçevesinde 1980 öncesi dönemde ağırlıklı olarak dolaysız para politikası araçlarını kullanan TCMB, 1980-1988 döneminde dolaysız para politikası araçlarından dolayı araçlara geçmeye başlamış, 1989 sonrasında ise dolaylı para politikası araçlarından piyasa bazlı araçları ağırlıklı olarak kullanmaya başlamıştır. Orta ve uzun vadeli reeskont uygulamasına son verilmiştir.

Diğer taraftan, 1980-1989 döneminde gelir dağılımı bozulmuş, reel ücretler

²⁹³TİY= Emisyon + Bankalar Zorunlu Karşılıkları + Bankaların TCMB'deki Serbest Mevduatı ve Kullanılabilir Kredi İmkanı + Fon Hesapları + Banka Dışı Kesimin Mevduatı + TCMB'nin Açık Piyasa İşlemlerinden Borçları + Kamu Mevduatı + Döviz Olarak Takip Edilen Mevduat + Bankaların Döviz Mevduatı

²⁹⁴1989 yılında Hazine ile Merkez Bankası arasında imzalanan protokol doğrultusunda Hazine'ye açılan avansın yüzde 4 faiz ile kullanılan kısmına bir tavan getirilmiştir.

²⁹⁵ TCMB Yıllık Rapor, 1989, s. 37.

sürdürülemez düzeye düşmüştür. Bu ortamda artan baskılar nedeniyle ücretlerde yüksek oranda zamlar yapılması kaçınılmaz hale gelmiştir. Nitekim dış finansmanın serbestleştirilmesi kararının arkasında, dış kaynak girişlerini çoğaltarak ekonomiyi canlandırma, kamu harcamalarını ve reel ücretleri artırma güdülerini ağır basmaktadır.²⁹⁶ 1989 yılında para politikası açısından diğer bir önemli gelişme, reel ücretlerdeki bu yükseliş sonucu kamu açıklarının artış hızının yükselmesi, kamu açıklarının finansmanında merkez bankası kaynakları yerine iç borçlanmaya başvurulması olmuştur. Bunun sonucunda kamunun borç yükü artarken faizler yükselmiştir. Kamu açıklarının bankaların yurt dışından sağladıkları kısa vadeli kredi kullanımıyla finanse edilmesi, bankaların yabancı para pozisyonlarını açmaları ve bilanço dışı repo işlemlerini büyütmeleri, bu borçlanmada aracılık görevini üstlenmeleri iç borçlanmanın vadesini kısaltarak ekonomideki kırılganlıkları artırmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi artan dış kaynakların kamu borçlarına dönüşmesine neden olan yeni mekanizmaları geliştirmiştir. Bütçe açıklarının yüksek faizli iç borçlanmayla finansmanının kolaylaşması kamu dengelerinde düzeltilmesi güç bozulmalara yol açan bir kısır döngüyle sonuçlanmıştır.²⁹⁷

TCMB tarafından 1986 yılından başlayarak 1989 yılına kadar para programı uygulanmasına ve parasal hedefler belirlenmiş olmasına rağmen bunlar kamuoyuna duyurulmamıştır. TCMB ekonomik birimlerin ileriye dönük kararlarını ve beklentilerini etkilemek üzere ilk kez 1990 yılı başında uygulayacağı para politikasını kamuoyuna duyurmuş ve kontrol edeceği değişkenler için saptadığı orta vadeli hedeflerini de açıklamıştır. TCMB'nin para programı hazırlayıp kamuoyuna açıklamasını mümkün kılan en önemli gelişme 1989 yılında Hazine ile TCMB arasında yapılan protokoldür. Bu protokol ile TCMB'nin kamu sektörünün bir finansman kaynağı haline gelmesi önlenmiştir. Ayrıca, para politikasının düzenli ve istikrarlı olarak uygulanmasında önemli bir engel teşkil eden Hazine'nin bu protokolle mali disiplini kabullenmiş olması da TCMB'nin 1990 yılı ve sonraki yıllar için para programlarını kamuoyuna

²⁹⁶Merih Celasun, 2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme, 2002, s. 6.

²⁹⁷Korkut Boratav, *Türkiye İktisat*, 12. Baskı, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara, 2008, s. 190

açıklamasını hem kolaylaştırmış hem de diğer uygulamaların önünü açmıştır²⁹⁸.

Tablo 2.8: Parasal Program Hedef ve Gerçekleşmeleri

TCMB Bilanço Büyüklükleri	1989	1990 Hedefleri	1990 Gerçekleşmeler
Merkez Bankası Parası			
Trilyon	18,5	25-27,5	23,5
Yıllık % Değişim	59	35-48	26,6
Toplam İç Varlıklar			
Trilyon	31	33-36	34,7
Yıllık % Değişim	16	6-16	11,9
Toplam İç Yükümlülükler			
Trilyon	28,3	32,5-35,5	34,4
Yıllık % Değişim	41,6	15-25	21,6
Bilanço			
Trilyon	49	55-60	60,8
Yıllık % Değişim	30	12-22	24,1

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor, 1990

TCMB 1990 yılı başında orta vadeli bir perspektif içinde para programı açıklamıştır. Açıklanan program ile “Merkez Bankası Parası²⁹⁹”, “Toplam İç Varlıklar”, “Toplam İç Yükümlülükler” ve “Merkez Bankası Bilançosunun Toplam Büyüklüğü” olmak üzere TCMB'nin bilançosundan seçilen dört büyüklük hedeflenmiştir³⁰⁰ (Tablo-2.8).

1990'da ayrıntıları kamuoyuna ilan edilen program çerçevesinde; toplam bilanço büyüklüğüne, toplam iç yükümlülükler, toplam dış varlıklara ve Merkez Bankası Parasına sınırlar konarak bilanço büyüklüğünün aynı yıl için kontrol altına alınması büyük ölçüde sağlanmıştır. Bu dönemde, Merkez Bankası Bilançosundaki toplam iç yükümlülüklerin GSMH'ye oranı 0.11 seviyesine toplam iç yükümlülüklerin M2Y'ye oranı ise 0.48 seviyelerine düşmüştür. Bunun yanında, TCMB tarafından yukarıda belirtilen hedefler gerçekleştirilirken finansal piyasalarda istikrarın korunmasına da özen gösterilmiştir³⁰¹.

1991 yılında Körfez krizi ile başlayan kamu açıklarının artışı ile ekonomide fiyat, ücret,

²⁹⁸TCMB, Yıllık Rapor, 1989, s.28-30.

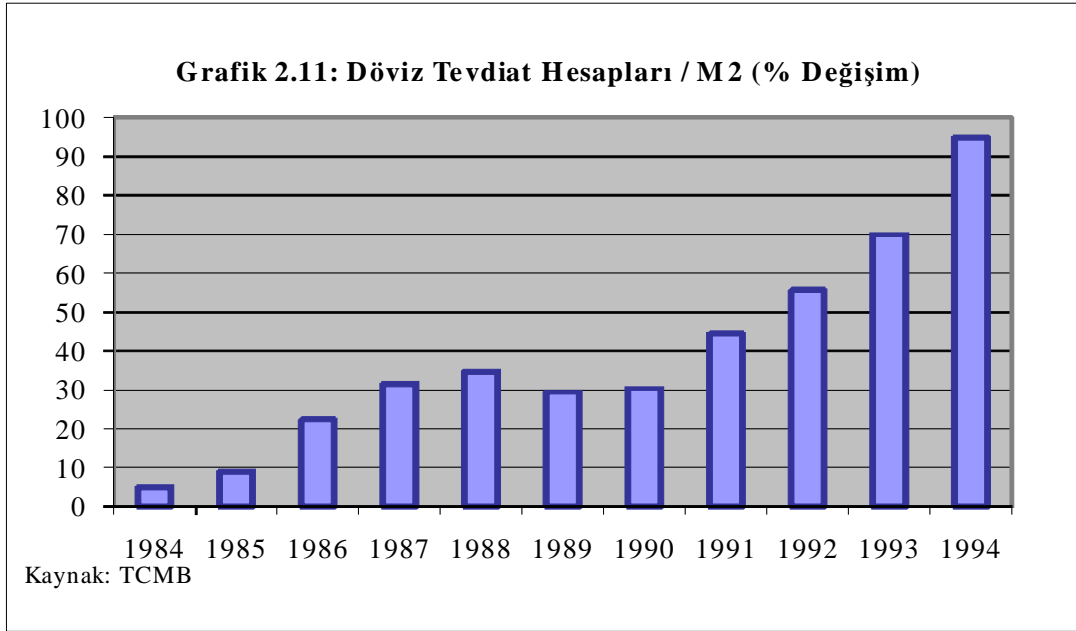
²⁹⁹Programın en önemli hedef değişkeni olan Merkez Bankası Parası'ndaki değişim incelendiğinde, anılan değişkenin ana bileşeni olan emisyon hacmindeki artışın döviz işlemleri ile sağlandığı görülmektedir.

³⁰⁰Böyle bir programın ön koşulu TCMB'nin bilançosunun aktifleri üzerinde kontrolü sağlayabilmesi olarak ortaya çıkmaktadır (TCMB, Yıllık Rapor, 1990, s.30-31).

³⁰¹Parasal program ile TCMB likidite yaratmak için Türk lirası kredi açmak yerine döviz işlemlerini tercih edeceğini açıklamıştır.

faiz ve döviz kuru gibi değişkenlere ilişkin göstergelerin hızla bozulmaya başladığı³⁰² belirsizliklerin yoğunlaşması ile birlikte ekonomik birimlerin uzun vadeli planlar yerine giderek daha kısa vadeli kararlara yönelmelerine zorlandığı bir sürece girilmiştir³⁰³.

Bu süreçte döviz kurları ve enflasyon artışının hızlandığı, ekonomik büyümenin daraldığı görülmektedir³⁰⁴. Ekonomide dolarizasyon ivme kazanmış, Türk lirasına talep azalmış ve bu dönemde nüansı zamanla değişen esnek kur politikası izlenmiştir (Grafik-2.11). Türkiye'nin mali, kurumsal ve altyapı koşullarının doğrudan yabancı yatırımlar için cazip bir ortam oluşturmaması nedeniyle dış finansman sistemi genellikle borç nitelikli finansal araçlarla düzenlenen sermaye akımlarına dayalı bir biçimde gelişmiştir.



Bütçe disiplininin sağlanamaması ve kamu finansmanında merkez bankası kaynaklarına yönelmesi, mali baskınlığın artışı para politikasını etkisizleştirerek ekonomik krize zemin hazırlamıştır³⁰⁵. Yurt dışında Körfez Savaşı ve yurt içinde ise erken seçimin

³⁰²1991 yılında dolar kurundaki oynaklığın bir önceki yıla göre yüzde 140 oranında arttığı görülmektedir (TCMB, Yıllık Rapor, 1991, s.35).

³⁰³Körfez Savaşı'nın etkisiyle Türk lirası mevduattan, döviz tevdiat hesaplarından ve kredi mektuplu döviz hesaplarından önemli ölçüde çekilişler olmuştur.

³⁰⁴Belirsizlikler ve savaşın etkisiyle yaşanan döviz çekilişlerinin kurlar üzerindeki etkisi fazla olmuştur.

³⁰⁵Bütçe giderlerindeki artışın gelirlerdeki artıştan hızlı olmasından dolayı konsolide bütçe finansman gereğinin GSMH içindeki payı yüzde 7.1'e yükselmiştir. TCMB, Yıllık Rapor, 1991, s.17

etkisiyle 1991 yılı ekonomi açısından olumsuz gelişmelerin yaşandığı, para politikasının uygulanmasının zorlaştığı bir yıl olmuştur. Bu ortamda, Hazine'nin borçlanmada zorlandığı dönemlerde TCMB'ye başvurması ve kamu finansman açığının denetim altına alınamaması parasal programın uygulanmasını zorlaştırmıştır. Bundan dolayı 1991 yılında TCMB tarafından bir para programı açıklanmamış, Türk lirası ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol etmeyi amaçlayan bir para politikası izlenmiştir. Diğer bir ifade ile TCMB tarafından rezervlerde büyük bir kayba yol açmadan döviz kurları üzerinde anormal bir baskı yaratılmasını önlemeye yönelik bir politika uygulanmıştır. 1991 yılında TCMB bilanço büyüklüğü yüzde 58,9 oranında artarak 96,6 trilyona ulaşmış, kamuya açılan kredilerin etkisiyle Merkez Bankası Parasında da yüzde 82,6 oranında bir artış gözlenmiştir. TCMB'nin yurt içine olan döviz yükümlülüklerinin bir kısmının Türk lirası yükümlülüklerine dönüştürülmesinin sonucu olarak Merkez Bankası Parasının artışı toplam iç yükümlülükler kaleminin artışının üzerinde gerçekleşmiştir.

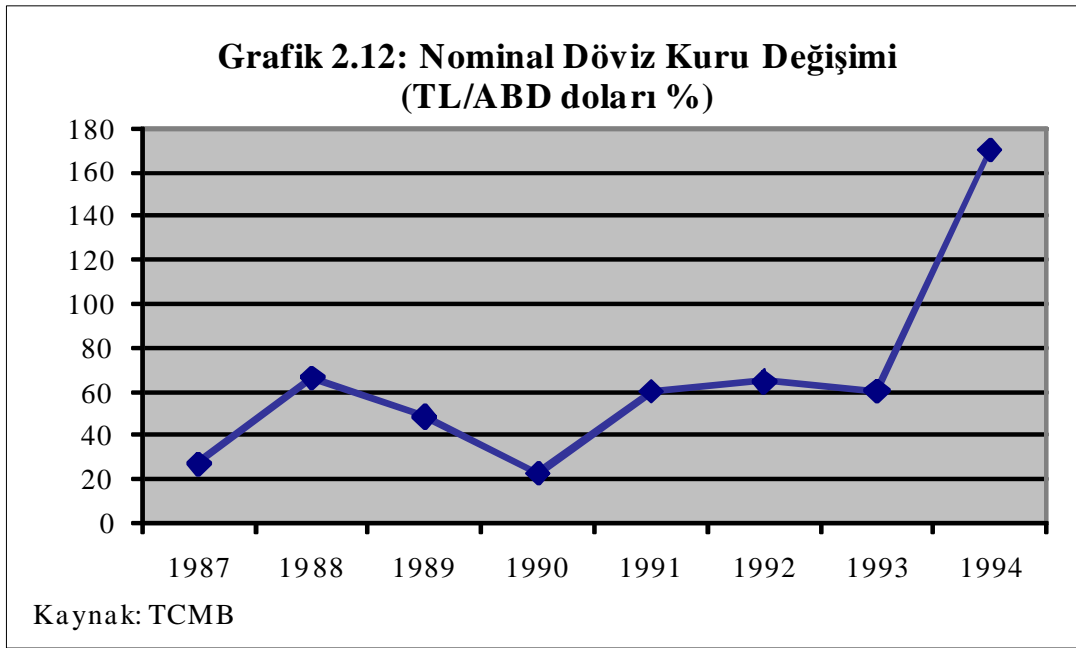
Tablo 2.9: Bazı Bilanço Büyüklükleri ve Yüzde Değişimleri

TCMB Bilanço Büyüklükleri	1990	1991
Merkez Bankası Parası		
Trilyon	23,50	42,80
Yıllık % Değişim	26,60	82,60
Toplam İç Varlıklar		
Trilyon	34,70	57,00
Yıllık % Değişim	11,90	64,30
Toplam İç Yükümlülükler		
Trilyon	34,40	57,40
Yıllık % Değişim	21,60	66,60
Bilanço		
Trilyon	60,80	96,60
Yıllık % Değişim	24,10	58,90

Kaynak: TCMB 1991 yılı yıllık raporu.

Diğer taraftan, yurt içi-yurt dışı faiz farkı ve kur beklentisi gibi nedenler 1989 ve 1990'da sermaye girişini özendirirken 1991'de Körfez krizinin ve genel görünümün bozulmasının etkisiyle net sermaye çıkışı yaşanmıştır (Grafik-2.10). Bu nedenle kurlar üzerinde baskının artması sonucu TCMB döviz satmak zorunda kalmıştır (Grafik-2.12).

Parasal genişleme ve belirsizliklerin enflasyonist beklentileri tetiklemesi gibi nedenlerden dolayı³⁰⁶ 1991 yılı faiz ve döviz kurlarında aşırı dalgalanmaların yaşandığı istikrarsız bir yıl olmuştur³⁰⁷.



Kamu açıklarındaki hızlı artış ve bunun merkez bankası kaynaklarından karşılanması nedeniyle ekonomik ortam uygun olmamasına rağmen 1992 yılında enflasyonun yüzde 43, konsolide bütçe açığının 32 trilyon Türk lirası ve TCMB'nin kamu kesimine sağlayacağı kredi miktarının 11 trilyon Türk lirası olacağı varsayımı altında 1992 yılında 1990 yılında olduğu gibi bir para programı ilan edilmiştir (Tablo-2.10).

³⁰⁶Kamu açıkları ve açıkların finansman yöntemleri piyasadaki talep düzeyini, maliyet unsurlarını ve beklentileri etkileyerek enflasyon dinamiğinin belirleyicisi olmuşlardır (TCMB, Yıllık Rapor, 1991, s.35).

³⁰⁷1991 yılında faiz oranları bir önceki yıla göre yüzde 22.4 oranında artış göstererek yüzde 72.7'ye yükselmiştir. *ibid.*, s. 34

Tablo 2.10: 1992 Yılı Para Programı Hedef ve Gerçekleşmeleri

TCMB Bilanço Büyüklükleri	1992 Hedefleri	1992 Gerçekleşmeler
Merkez Bankası Parası		
Trilyon	61,6-66	88,00
Yıllık % Değişim	40-50	100,00
Net İç Varlıklar		
Trilyon	73,8-80.8	101,80
Yıllık % Değişim	27-39	75,00
Toplam İç Yükümlülükler		
Trilyon	80,6-86.4	117,50
Yıllık % Değişim	38-48	101,00
Bilanço		
Trilyon	132,6-142.3	178,90
Yıllık % Değişim	37-47	85,00

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor, 1992

Ancak, Hazine TCMB'den kullanabileceği kaynakların sınırına yılın ilk çeyreğinde ulaşmış ve daha başlangıçta programdaki hedeflere ulaşılması imkansız hale gelmiştir³⁰⁸. Yılın geri kalanında para politikası kurdaki aşırı dalgalanmaları gidermeyi amaçlamıştır. Buna yönelik olarak TCMB bir taraftan döviz satarak döviz piyasasına müdahalede bulunmuş, diğer yandan artan likiditenin döviz piyasasına baskı yaratmasını engellemek için açık piyasa işlemleri ile aşırı likiditeyi çekmeye çalışmıştır³⁰⁹. Para programı hedef değişkenlerinden olan Merkez Bankası Parası açık piyasa işlemlerindeki yükümlülüklerin sürekli artması sonucu hedeflenen tutarın çok üzerinde büyümüştür. Sonuç olarak enflasyon³¹⁰ ve bütçe açığı varsayımları altında uygulamaya koyulan 1992 para programı mali baskınlık sonucu başarısızlıkla sonuçlanmıştır³¹¹.

Kamu açıklarının kontrol altına alınamamasının parasal programın uygulanmasını

³⁰⁸Merkez Bankası tarafından kamuya verilen krediler Temmuz sonu itibarıyla yüzde 59 oranında artarak programın yıl sonu hedefleri dışına çıkmıştır.

³⁰⁹Döviz kurları üzerindeki baskılar, ancak yaz aylarındaki döviz girişleri ile azalmış, Merkez Bankası rezervleri de bu aylarda artmaya başlamıştır.

³¹⁰1992 yılının ilk üç ayında tarımsal ürün fiyatlarında mevsimsel hareketlerden kaynaklanan nedenlerle oluşan yüksek artışlar ve KİT ürünlerine yapılan yüksek zammlar nedenleriyle, hem tüketici fiyatları hem de toptan eşya fiyatları artış hızlarında önemli yükselmeler gerçekleşmiştir.

³¹¹Kamu açıkları ve bu açıkların finansman yöntemleri uygulanan programların başarısızlığa uğramasındaki önemli etkenlerin başında gelmektedir TCMB, Yıllık Rapor, 1992, s.11-12

olanaksız hale getirdiğinin görülmesi üzerine 1993 yılında para programı açıklanmamış, bu dönemde para politikası finansal piyasalarda istikrarının korumasına, kur ve faizlerin istikrarlı hareketine odaklanmıştır. Bu kapsamda, artan likiditenin kurlar üzerindeki baskısı rezerv kaybına yol açmadan kontrol edilmeye çalışılmıştır. Yılın ikinci yarısında kamu açıklarının tahkim operasyonu ile giderilmeye çalışılması ve bunun bütçe dışı kaynaklarla gerçekleştirilmesi sonucu borçların bir bölümünün TCMB üzerinde kalması ve parasallaşması enflasyon üzerinde olumsuz baskı yaratan bir unsur olmuştur. Hükümet kısa vadeli ekonomik hedeflerinden ilkinin kamu bütçesi üzerinde baskı yaratan faizleri düşürmek olduğunu açıklamıştır. Bu hedef 1993 yılına kadar Türk lirasının ABD dolarına karşı değerlendirildiğinde, ekonomide adeta iki tane nominal çıpa oluşmuştur. Aynı anda iki nominal çıpa sağlamaya çalışmak ekonomi açısından sürdürülmesi zor ve maliyeti yüksek bir uygulamadır. Bu çerçevede, bir taraftan döviz kurunun baskılanarak kurların değer kaybetmesine izin verilmemesi, diğer taraftan faizler üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturulmaya çalışılması ve buna yönelik olarak Hazine ihalelerinin iptal edilmesi ile oluşan belirsizlik ortamı döviz talebini de tetikleyerek 1994 likidite krizine zemin hazırlamıştır.

2.1.8 1994–2001: Krizli Yıllar

1990-1993 döneminde 1991 yılındaki durgunluğa rağmen ortalama yıllık büyüme hızı yüzde 6,1 dolayında gerçekleşmiştir. Bu dönemde kamu kesimi faiz-dışı açığın genişlemesi, reel iş gücü maliyetinde artış, reel kurda aşırı değerlendirme, kısa vadeli dış yükümlülüklerin hızla büyümesi, cari açıkta sıçrama, kredi notunun düşürülmesi ve Hazine ihalelerinin iptali gibi olaylarla bozulan güven ortamı finansal kriz için yeterli koşulları oluşturmuştur.

Türk lirası ve dövize müdahale ederek piyasa faizi ve kur belirlemeye yönelik geçici çözümler üretmek yerine, 5 Nisan Kararları olarak bilinen ve kalıcı önlemler içeren ve bozulan iç – dış dengeleri kısa sürede yerine getirmeyi amaçlayan bir istikrar paketinin açıklanması ile Türkiye ekonomisi yeni bir sürece girmiştir. Açıklanan istikrar paketinde

kısa sürede enflasyonu düşürüp³¹² finansal piyasalarda ve döviz piyasasında dengeyi oluşturmaya, istikrarsızlığın temel nedenlerinden olan yüksek kamu açıklarına, cari açığa kalıcı çözümler üreterek dış talebe dayalı sürdürülebilir büyümeyi sağlamaya yönelik; TCMB'nin özerkliğini koruyucu, bankaların denetimini ve parasal denetimi artırıcı, kamu açıklarının azaltılmasını içeren bir dizi düzenleme yer almıştır. Ayrıca yüksek oranlı bir devalüasyon yapılmış³¹³ ve yönetilen kur politikasından vazgeçilerek kur tespiti piyasaya bırakılmıştır.³¹⁴

Para politikasının etkin uygulanmasına yönelik en önemli düzenleme TCMB ile Hazine ve diğer kamu kuruluşları arasındaki kredi ilişkisinin yeniden belirlenmesidir. Hazine'nin TCMB'den kullandığı kısa vadeli avansların önce sınırlandırılması sonra da kademeli olarak sıfırlanması kararlaştırılmış, TCMB'nin bağımsızlığına önem verilmeye çalışılmıştır.³¹⁵ TCMB'nin piyasalarda kaybolan güveni yeniden sağlayabilmesi ve parasal kontrolü daha etkin yapabilmesi için döviz tevdiat hesapları lehine çalışan mevduat munzam karşılık oranları Türk lirası lehine değiştirilmiş ve bankaların tüm pasifleri üzerinden dispozibilite uygulanmaya başlanmıştır. Bunun yanı sıra bankalardaki tasarruf mevduatının tümüne güvence getirilmiştir. Aynı yıl IMF ile imzalanan stand-by anlaşması çerçevesinde bir para programı hazırlanmıştır. Merkez bankası bilançosunda yer alan Net İç Varlıklar (NİV) ve Net Uluslararası Rezervler (NUR) kalemlerine hedefler konmuştur³¹⁶ (Tablo-2.11). Yıl sonunda sabit fiyatlarla 293 trilyon Türk lirası olması hedeflenen NİV yaklaşık 271,5 trilyon Türk lirası gerçekleşme ile hedefe uygun bir seyir izlemiştir. NUR'da ise yıl sonunda Mart ayı sonuna göre 1 milyar ABD dolarlık bir artış hedeflenmiş, mevduat faizlerindeki yükselişin Türk lirası mevduata yönelik talebi artırması, güven ortamının yeniden sağlanması ile sistem dışına çıkan dövizin sisteme geri dönmesi ve cari işlemler fazlası

³¹²Fiyat artışlarının temelinde iç talep artışı, maliyet yapısı ve beklentilerin yattığı söylenebilir.

³¹³Bunda, 1993 yılının son aylarından itibaren Hazine'nin iç borçlanma ihalelerini iptal etmesi ya da az miktarda borçlanması sonucunda piyasadaki likiditenin artmasının döviz kurları üzerinde baskı oluşturması etkili olmuştur. TCMB, Yıllık Rapor, 1994, s.61

³¹⁴5 Nisan'da 1 ABD doları =23.032 TL olan kur, 6 Nisan'da 1 ABD doları = 31.989 TL'ye, 7 Nisan'da da 1 ABD doları = 39.853 TL'ye yükseltilmiştir.

³¹⁵Bu çerçevede, 1994'te TCMB Kanunu'nda yapılan değişiklikle yüzde 15 olan kısa vadeli avans kullanım oranının 1995'te yüzde 12, 1996'da yüzde 10, 1997'de yüzde 6 ve 1998'de yüzde 3 olması öngörülmüştür.

³¹⁶Net İç Varlıklar = Kamuya açılan net nakit krediler + fon hesapları + banka dışı kesimin mevduatı + bankalara açılan nakit krediler + açık piyasa işlemleri + diğer kalemler + değerleme hesabı

verilmesi bu hedefe de ulaşılmasına imkan vermiştir.

1993 yılında 6.4 milyar ABD doları olan ödemeler açığı, dış ticaret açığının yüzde 70 gibi yüksek bir oranda azalmasının da etkisiyle 1994 yılında 2,6 milyar ABD doları fazlaya dönüşmüştür. Böylece uluslararası döviz rezervlerinde önemli artışlar görülmüştür.

Tablo 2.11: TCMB Bilançosundan Bazı Büyüklükler³¹⁷

Bilanço Büyüklükleri	1993	1994 Hedef	1994 Gerçekleşme
Rezerv Para (Trilyon TL)	101,70	-	184,50
Net Dış Varlıklar (Milyar ABD Doları)	17,00	-	-10,40
Net İç Varlıklar (Trilyon TL)	112,50	293,00	282,60

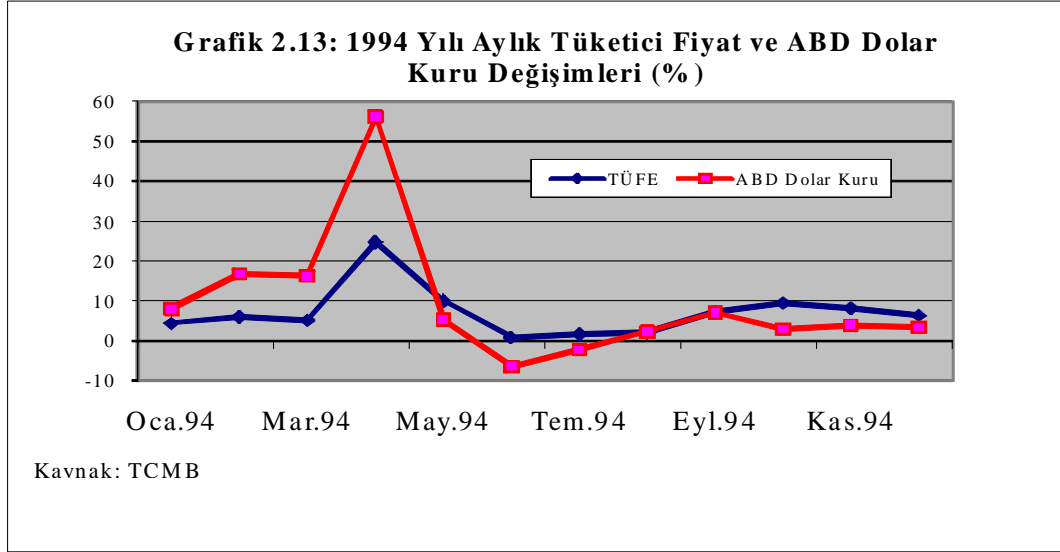
Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor, 1994

Bu dönemde kur politikası enflasyonla mücadelede nominal çıpa olarak kullanılmış, en fazla enflasyon kadar kur artışı öngörülmüştür³¹⁸. Döviz talebini azaltmak amacıyla uygulanan faiz ve kur politikasının yanı sıra etkili rezerv yönetimi döviz rezervlerini artırarak kur üzerindeki baskıyı azaltmıştır. Yıl sonu itibarıyla Türk lirası ABD doları karşısında nominal olarak yüzde 167,6, Alman markı karşısında yüzde 198,6 değer kaybetmiş olmasına rağmen, istikrar programı sonucunda Nisan-Aralık döneminde Türk lirasının ABD doları karşısındaki değer kaybının yüzde 16,3 gibi sınırlı bir düzeyde kaldığı ve yıl sonu döviz kuru hedefinin tutturulduğu görülmektedir.

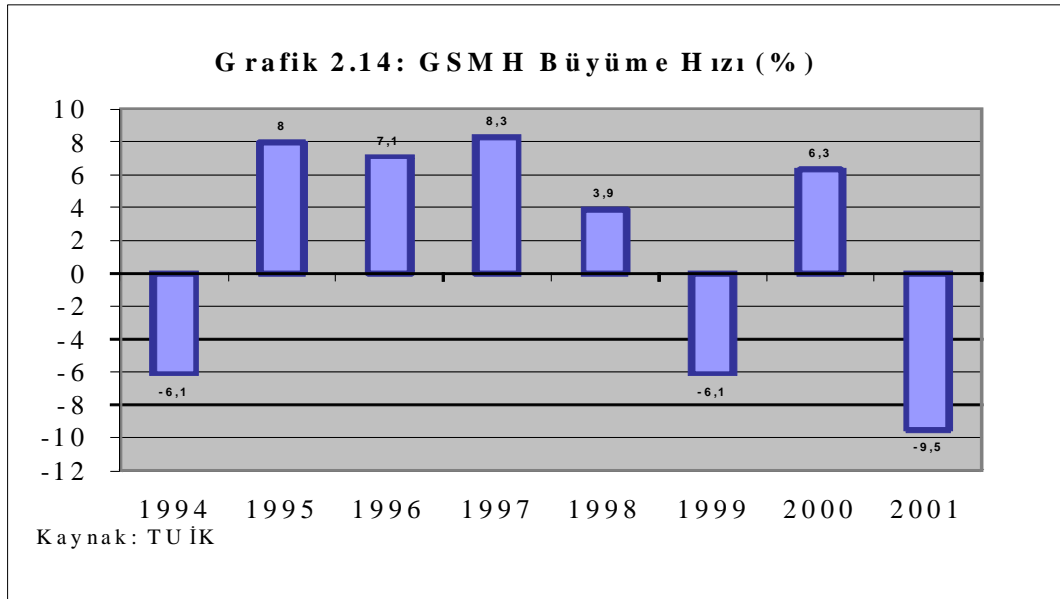
TCMB'nin piyasadan döviz satın alması sonucu oluşan likidite fazlasının sterilizasyonunda açık piyasa işlemlerinin yanı sıra bankalararası para piyasası işlemleri kullanılmıştır. Krizden çıkış kamu-dışı kesimlerin dış borçlanma olanaklarının yeniden elde edilmesiyle tahmin edilenden daha hızlı bir şekilde gerçekleşmiş ve mali piyasalarda istikrar sağlanmıştır.

³¹⁷ ABD doları dışındaki yabancı para cinsinden olan hesaplar, 31 Mart 1994 tarihindeki çapraz kur üzerinden ABD dolarına dönüştürülmüştür.

³¹⁸ Yıl sonu itibarıyla parasal çerçeveye ile açıklanan hedeflere ulaşılırken, bir gösterge olarak kullanılan kur da öngörülen seviyede gerçekleşmiştir (TCMB, Yıllık Rapor, 1994, s.52).



İstikrar programı öncesi üç aylık dönemde yüzde 4 artan GSMH³¹⁹, istikrar programının uygulamaya konulmasının etkisiyle sonraki aylarda daralmış ve yılı yüzde 6'lık bir düşüşle tamamlamıştır³²⁰ (Grafik-2.14). Reel sektördeki üretim, tüketim ve ihracat kararlarının mali piyasalardaki belirsizliğin etkisiyle ertelenmesi, yatırım, özel tüketim ve kamu harcamalarındaki azalışlar bu daralmanın en önemli nedenleri olarak görülebilir.



³¹⁹GSMH büyüme oranları 1987 fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

³²⁰1994 yılında görülen daralmanın arkasında daha önceki yıllarda görülen yüksek büyüme oranlarının iç dengeler sağlanmadan gerçekleşmesi ve özellikle tüketim harcamalarının neden olduğu iç talep artışından kaynaklandığı söylenebilir (TCMB, Yıllık Rapor, 1994, s.14-15).

TCMB'nin 1994 yılının ikinci yarısından itibaren uygulamaya başladığı enflasyon ile mücadeleye yönelik sıkı para politikası 1995 yılı son çeyreğine kadar kısmen başarılı olmuştur. Daha sonra alınan erken seçim kararı ile birlikte IMF anlaşmasının sona erdirilmesi, gümrük birliğine girilmesi, yaşanan hükümet değişiklikleri ve ekonomide belirsizlikler doğal olarak döviz talebini artırmıştır.

1995 yılı izlenen para politikası uygulamaları açısından belirgin farklılıkların görüldüğü iki döneme ayrılabilir. 5 Nisan Kararları ile uygulamaya başlanan para politikasının 1995 yılının ilk on ayında da sürdürüldüğü, döviz kurlarının, merkez bankası net uluslararası rezervlerinin ve net iç varlıklarının yine hedef olarak alındığı görülmektedir. Bir taraftan enflasyonla mücadelede kurlar nominal çıpa olarak kullanılıp kur politikasının kredibilitesini artırmak için dış varlık artışına önem verilirken diğer taraftan dış varlık artışının parasal büyüklüklerde neden olabileceği baskıyı azaltmaya yönelik olarak iç varlık artışına sınırlama getirilmiş ve uluslararası rezerv artışının sterilizasyonunda açık piyasa işlemleri etkin olarak kullanılmıştır. Ekim ayından sonraki dönemde ise yukarıda belirtilen erken seçim benzeri gelişmeler ile ortaya çıkan belirsizlik ortamında para politikası uygulamaları bu belirsizliklerin azaltılmasına yönelik önlemler şeklinde kendini göstermiştir.

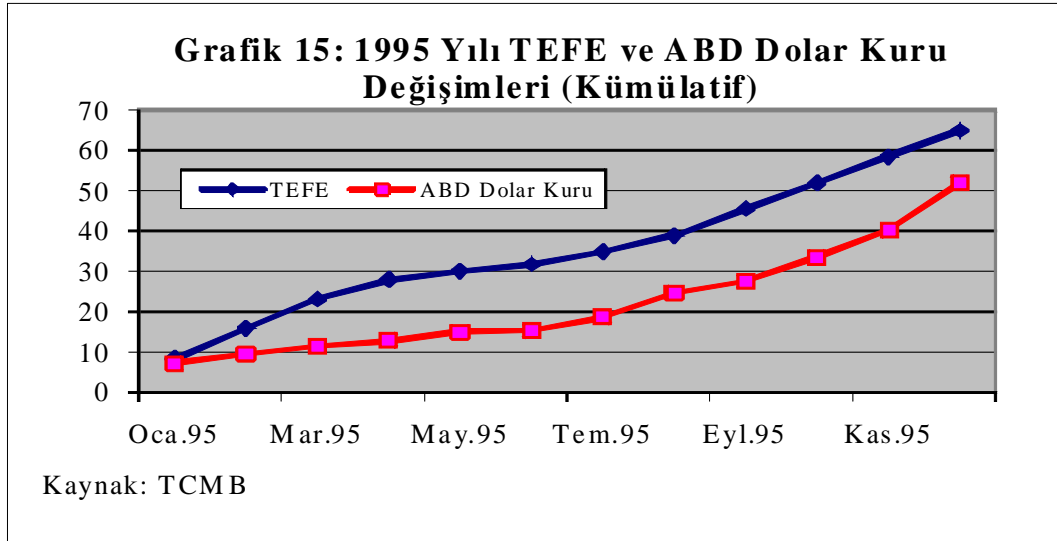
Özellikle ilk on aylık dönemde faiz oranlarının enflasyondaki düşüşten daha az düşmesi sonucu yükselen reel faizler Türk lirası talebini artırırken dış varlık artışına da imkan vermiştir. Bu dönemde TCMB'nin net uluslararası rezervleri 7,2 milyar ABD doları artış gösterirken, yılın bütününe bakıldığında son iki aydaki azalmaların etkisiyle bu rakamın 3,1 milyar ABD doları artışa dönüştüğü ve 11,1 milyar ABD doları düzeyine ulaştığı görülmektedir. Yine ilk on aylık dönemde net iç varlıklardaki artışın hedefe uygun olarak seyrettiği görülmektedir. Nitekim, nominal olarak Eylül ayı sonu hedefi 334 trilyon Türk lirası iken gerçekleşme 217,3 trilyon ile 1994 yıl sonu değerinin de altında olmuştur. Yıl sonu itibarıyla bakıldığında ise nominal olarak 366,3 trilyon Türk lirası olan net iç varlıklar hedefinin tutturulmadığı ve son iki aylık dönemde kamuya açılan kredilerdeki artış nedeniyle 393.1 trilyon Türk lirası düzeyinde gerçekleştiği, ancak reel olarak azaldığı görülmüştür (Tablo-2.12).

Tablo 2.12: TCMB Bilançosundan Bazı Büyüklükler³²¹

Bilanço Büyüklükleri	1994	1995 Hedef	1995 Gerçekleşme
Rezerv Para (Trilyon TL)	185,7	-	343,5
Net Dış Varlıklar (Milyar ABD Doları)	-22,2	-	53,1
Net İç Varlıklar (Trilyon TL)	305,5	366,3	393,1

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor, 1995

Diğer bir hedef olarak alınan döviz kuru tarafında ise IMF ile 1995 yılı başında yapılan anlaşma çerçevesinde kur sepetinin artış hızı kontrol altında tutulmuştur³²². Yılın ilk dokuz ayında kur ve faiz politikalarının etkisiyle Türk lirası reel olarak değerlendirilmiş ancak, Ekim-Aralık döneminde tersi bir süreç yaşanmış ve TEFE'de kümülatif artış yüzde 13,3 iken kur sepetindeki kümülatif artış yüzde 20'ye ulaşmıştır. Fakat son üç ayda döviz kurlarındaki bu hızlanmaya rağmen yıllık olarak bakıldığında Türk lirası reel olarak değerlendirilmiş, TEFE'deki artışın yüzde 64,9 olduğu bu dönemde Türk lirası kur sepeti karşısında yüzde 60,1, ABD doları karşısında ise yüzde 52 oranında değer kaybetmiştir³²³(Grafik-2.15).



³²¹ ABD doları dışındaki yabancı para cinsinden olan hesaplar, 31 Aralık 1995 tarihindeki çapraz kur üzerinden ABD dolarına dönüştürülmüştür.

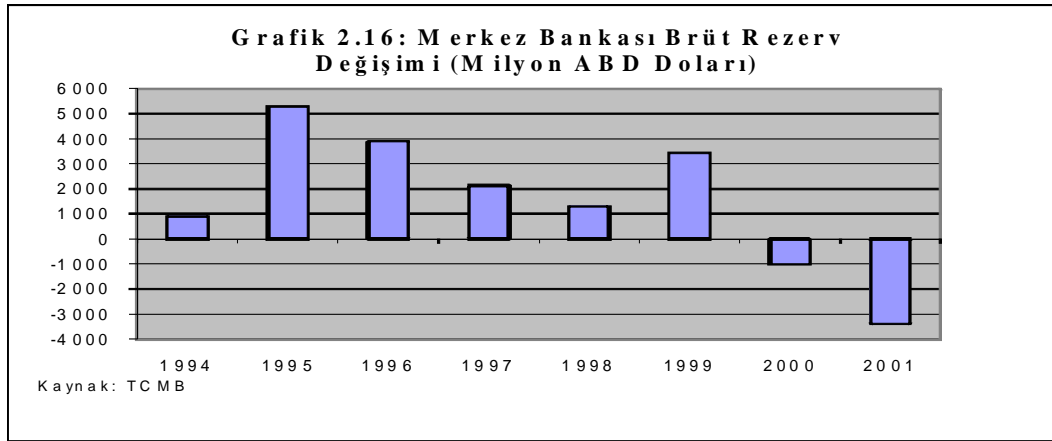
³²² Kur sepeti 1.5 Alman markı ve 1 ABD dolarından oluşmaktadır.

³²³ Döviz kurlarındaki artışın enflasyonun altında kalması ve reel faiz oranlarının yüksek olması, hem kısa vadeli sermaye girişlerini artırmış hem de ekonomik birimleri Türk lirası cinsinden tasarruf araçlarına yöneltmiştir (TCMB, Yıllık Rapor, 1995, s.13).

Türk lirasının döviz karşısında reel olarak değerlendirilmesi ve reel faiz oranlarının yüksek olması hem kısa vadeli sermaye girişini hem de Türk lirası cinsinden tasarruf araçlarına olan talebi artırmıştır. Bu çerçevede artan TCMB döviz rezervleri emisyon hacmi ve rezerv parayı da artırmıştır³²⁴. Parasal büyüklüklerdeki bu artışın yanı sıra ücret artışları yüksek reel faizlerin yarattığı gelir etkisi ve düşen faizlerin iç talebi canlı tutmasının etkisiyle 1995 yılında TEFİE'de yüzde 64,9, Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) 'de ise yüzde 78,9 artış gerçekleşmiştir³²⁵.

1994 yılında yüzde 6,1 gibi yüksek bir oranda daralan GSMH, 1995 yılında talep tarafında özel tüketim harcamaları ve özel sabit sermaye yatırımlarındaki artışların, arz tarafında ise sanayi, ticaret ve ulaştırma sektörlerindeki gelişmelerin etkisiyle yüzde 8 oranında büyümüştür.

1996 ve 1997 yıllarındaki ekonomik gelişmelerin detayına inmeden önce bu yılların genel görünümüne bakıldığında, olumlu dış mali koşulların katkısı ile dış piyasalarda faizlerin düşmesi ve Türkiye'nin mali yatırımcılara sunduğu arbitraj fırsatlarının etkisiyle Türkiye'de cari işlemler açısından daha büyük miktarlarda net sermaye girişi sağlandığı görülmektedir. Bu dönemde TCMB döviz rezervlerinin artışı (Grafik 2.16) ile birlikte gerçekleşen parasal genişleme (Grafik 2.17) ve kredi stokundaki artışlar yatırımların ve milli gelirin büyümesine katkıda bulunurken enflasyon oranı da yükselmiştir (Grafik 2.18).

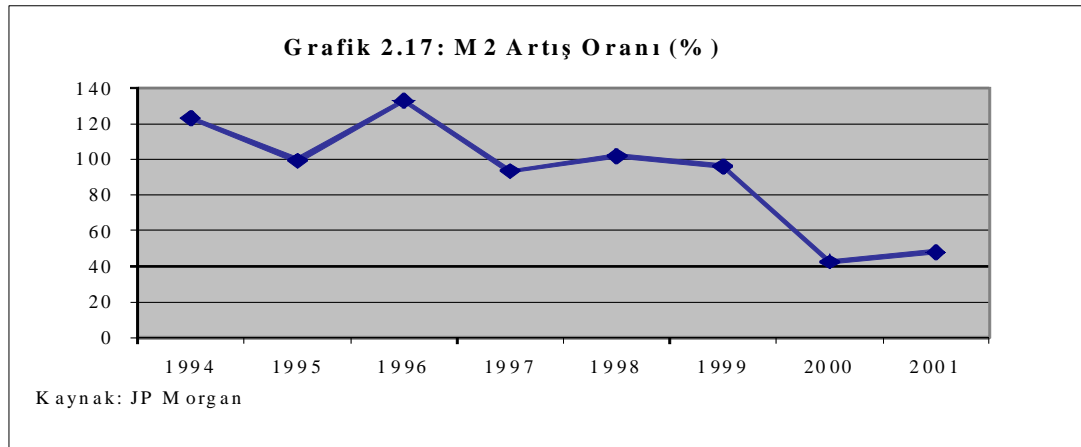


³²⁴Rezerv Para= Emisyon + Bankalar Zorunlu Karşılıkları + Bankalar Serbest İmkanı + Fon Hesapları + Banka Dışı Kesimin Mevduatı

³²⁵1987 fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

1995 yılı sonunda ortaya çıkan belirsizlik ortamı 1996 yılının ilk döneminde de devam etmiş ve bu dönemdeki gelişmeleri şekillendirmiştir. 1996 yılı başında Stand-by anlaşmasının sona ermesi ve Gümrük Birliği'ne girilmesi mali piyasalardaki belirsizliği daha da artırmıştır. Bu belirsizlik ortamının yanı sıra enflasyonla mücadeleye yönelik ciddi bir siyasi iradenin de ortaya konamaması nedeniyle, mali piyasalarda istikrarın sağlanması ve devam ettirilmesi hedefi ön plana çıkmış ve doğrudan enflasyonla mücadele ikinci planda düşünülmüştür. Bu çerçevede yıl içinde, geçmiş yıllardakine benzer özellikler gösteren yeni bir para programı hazırlanarak uygulamaya koyulmuştur. Bu program ile öngörülen ve 1996 yılında izlenen para politikasının temelini Türk lirası ve döviz piyasalarında istikrarı sağlamayı gözetilen uygulamalar oluşturmuştur. Bu amaçla döviz kurları yakın gözetim altına alınırken, merkez bankası bilançosundaki net iç varlık artışı ve bunun finansmanında kullanılan rezerv para artışı üzerinde kontrol sağlanmaya çalışılmıştır.

TCMB reel kurlardaki dalgalanmaların en aza indirilmesi yönündeki hedefini piyasalara duyurmuştur. Piyasaların da bu açıklamayı gerçekçi bulması ve döviz kurlarındaki yükseliş beklentisinin kırılması sonucunda, bu yıl boyunca TCMB'nin piyasalara aktif müdahale gereksinimi azalmıştır. Belirsizliklerin arttığı bazı aylar dışında, kur sepetindeki aylık ortalama artışlar aylık enflasyon oranlarına yakın düzeylerde gerçekleşmiştir³²⁶. 1996 yılı sonunda TEFE'deki artış yüzde 84,9 olarak gerçekleşirken, Türk lirası kur sepeti karşısında yüzde 77,3, ABD doları karşısında ise yüzde 84,1 oranında değer kaybetmiştir.



³²⁶Kur Sepeti = 1.5 Alman Markı + 1 ABD Doları

Para programının diğer öngörüsü iç varlık artışını sınırlandırarak dış varlık artışı kadar Türk lirası yükümlülük yaratılmasıdır. Bu çerçevede takip edilen iç varlıklara bakıldığında, Hazine'ye açılan kısa vadeli avansın sınırlı olması ve bunun dışında hiçbir kamu kuruluşuna merkez bankası kaynaklı kredi kullandırılmaması sonucu TCMB'nin iç varlık artışı üzerindeki kontrolü kolaylaşmış ve söz konusu kalem yıl boyunca öngörülen limitler içinde değişim göstermiştir. 1995 yıl sonunda 509,3 trilyon Türk lirası olan iç varlık toplamı, 1996 yılı sonunda yüzde 25,7'lik artışla 640,3 trilyon Türk lirasına ulaşmıştır.

TCMB'ye yapılan zorunlu döviz devirlerinin artması ve geçmişe oranla döviz piyasalarına yapılan satış yönlü müdahalelerin azalması sonucunda takip edilen diğer değişken olan net dış varlıklarda yüksek oranda artışlar görülmüştür. Net dış varlıklardaki artışın finansmanında kullanılan rezerv para da 1995 yılı sonuna göre yüzde 80,9 oranında artış göstermiştir. Net dış varlıklardaki artışın rezerv para üzerinde yarattığı arz fazlasının sterilizasyonunda ise açık piyasa işlemlerine yıl boyunca sıkça başvurulmuş olup bu işlemler yüzde 222,5 oranında artış göstermiştir.

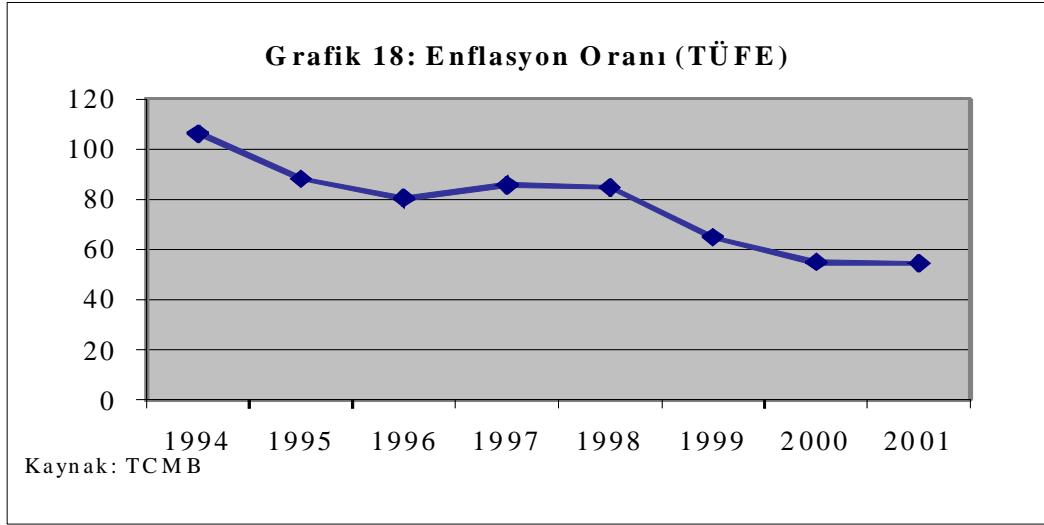
1996 yılında parasal göstergeler açısından ortaya çıkan diğer bir gelişme ise hem dar tanımlı para arzı M1 hem de geniş tanımlı para arzları M2 ve M2Y'nin reel olarak genişlemesidir³²⁷.

1996 yılı başında en yüksek noktaya ulaşan Türk lirası faizler daha sonra azalarak yüzde 125'ler düzeyinde istikrar kazanmıştır³²⁸. Türk lirası faiz oranlarının belirlenmesinde TCMB'nin doğrudan bir müdahalesi olmamış ve faizler Hazine'nin iç borçlanma stratejisi sonucu belirlenmiştir. Rezerv para büyüklüğünün kontrol altında tutulmaya çalışılması doğal olarak TCMB'nin böyle bir müdahalesini imkansız hale getirmiştir.

³²⁷ M1= Dolaşımdaki Para + Mevduat Bankalarındaki Vadesiz Mevduat + Merkez Bankasındaki Mevduat
M2Y= M2 + Döviz Tevdiat Hesabı (TL)

³²⁸ 1995 yılının son üç aylık döneminde yükselen Hazine bonusu faizleri, 1996 Ocak ayında en yüksek düzeyine ulaşmıştır. 1996 yılı Şubat ve Mart aylarında Hazine'nin finansman için Merkez Bankası kaynaklarına ağırlık vermesi sonucunda faiz oranları gerilemeye başlamıştır. Hazine, Nisan ve Mayıs aylarında iç piyasalardan borçlanmakta bir sorunla karşılaşmamış ve faiz oranlarındaki düşüş eğilimi söz konusu aylarda da devam etmiştir. TCMB, Yıllık Rapor, 1996, s.55

1995 yılının ikinci yarısında başlayan iç talepteki canlılığın devam etmesi sonucu 1995'te yüzde 8 olarak gerçekleşen GSMH'deki büyüme, 1996'da da devam etmiş ve bir önceki yıla göre yüzde 7.1 oranında artış göstermiştir (Grafik 2.14). Bu büyümede, harcamalar tarafında özel tüketim ve özel sabit sermaye harcamalarındaki artışlar, üretim tarafında ise sanayi, ticaret, ulaştırma ve haberleşme sektörlerindeki gelişmeler etkili olmuştur³²⁹.



1994'teki kriz sonrası yüksek bir düzeye oturan enflasyon oranları bu seyrini 1996 yılında da korumuştur. Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)³³⁰ tarafından oluşturulan 1994 bazlı yeni endekse göre TEFE'de yüzde 75,9, TÜFE'de ise 80,4 oranında yıllık ortalama artış görülmüştür³³¹ (Grafik 2.18). Kamu fiyat ayarlamalarının yoğunlaşması ve son yıllarda enerji ve tarım fiyatlarının artışının hızlanması TEFE'de baskı yaratmıştır.

1997 yılı para politikası bir önceki yıldaki uygulama ile benzer biçimde yürütülmüş, enflasyonla mücadelede yeterli kararlılığın oluşmaması ve bütçe uygulamalarının enflasyonla mücadelede yetersiz kalması sonucunda mali piyasalarda istikrar ana hedef

³²⁹Türkiye'de GSMH büyümesi ve cari işlemler dengesi arasında bir ilişki mevcuttur. Yüksek büyüme oranlarında cari işlemler dengesinin önemli miktarda eksiye dönüştüğü, cari işlemler fazla verdiğinde ise GSMH büyümesinin gerilediği gözlenmektedir. *ibid.* s.17

³³⁰T.C. Başbakanlık Devlet İstatistik Enstitüsü 17 Kasım 2005 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 5429 sayılı Türkiye İstatistik Kanunu ile T.C. Başbakanlık Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) adını almıştır.

³³¹DİE tarafından 1996 yılında oluşturulmuştur. Bu endekste alt sektörlerin içerik ve ağırlıkları değişmiştir. Bunun yanında, yeni endeks ile eski endeksin eğilimleri birbirine benzemektedir.

olarak belirlenmiş, döviz ve Türk lirası piyasalarındaki dalgalanmalar azaltılmaya çalışılmış ve kur politikası enflasyon tahminlerine uygun şekilde oluşturulmuştur³³². Dönem boyunca döviz kurlarının enflasyon beklentileri paralelinde hareketi ve bankalararası para piyasasındaki faiz oranlarının hareketliliğinin azaltılarak bu faizlerin referans faiz olarak piyasalarca kabulünün sağlanması istikrar hedefinin uygulamadaki yansımalarıdır³³³.

1997 yılı boyunca kur sepetinin değerindeki artış enflasyona paralel bir seyir izlerken reel kur endeksinin de istikrarlı bir şekilde hareket etmesi kur politikasının hedefine büyük oranda ulaşıldığını göstermektedir. TEFE'deki artışın yüzde 91 olarak gerçekleştiği 1997 yılında Türk lirası ABD doları karşısında yüzde 90,4, 1995 yılında belirlenen kur sepeti karşısında ise yüzde 78,1 oranında değer kaybetmekle birlikte düşük oranda da olsa reel olarak değerlendirildiği görülmektedir.

1996 yılında da olduğu gibi TCMB para politikası uygulamasında hedef parasal büyüklük olarak rezerv parayı belirlemiş, ancak bunun arkasındaki uygulamaları kamuoyuna duyurmamıştır³³⁴. Rezerv para artışının kontrol altında tutularak ekonomideki parasal büyüklüklerin de kontrol edilebileceği genellikle kabul edilmekle birlikte, Türkiye'de kamu açıklarının iç borç stokunu artırması ve bu açıkların yüksek faizli iç borçlanma ile çevrilmesi TCMB'nin rezerv para üzerindeki kontrolünü sınırlamıştır. Ancak bu sınırlamaya rağmen 1997 yılında rezerv paranın artışındaki kontrol sağlanabilmiş, yıl sonu itibarıyla rezerv para artışı yüzde 84,7 ile enflasyon oranının altında bir düzeyde gerçekleşmiş ve reel olarak daralmıştır. 1996 yılında rezerv paradaki artışın neden olduğu likidite fazlasını sterilize etmek için kullanılan açık piyasa işlemleri 1997 yılı Ağustos ayından sonra bu defa artan likidite sıkışıklığını gidermek amacıyla kullanılmış, TCMB 7 günlük repo ihaleleri ve İMKB'deki repo işlemleriyle piyasayı fonlamıştır.

³³²Reel sektörde ekonomik büyümenin kesintiye uğramadan sürdürülmesine de özen gösterildiği görülmektedir.

³³³Ekonomideki belirsizlikleri azaltmak amacıyla Merkez Bankası tarafından altı aylık dönemler itibarıyla piyasalara enflasyon öngörülerini ve para politikası uygulamalarının bu öngörüler doğrultusunda şekilleneceği açıklanmıştır (TCMB, Yıllık Rapor, 1997, s.59).

³³⁴Merkez Bankası tarafından nihai hedef olarak enflasyon oranı, bu hedefe ulaşmak için ise ara hedef değişken olarak rezerv para büyüklüğü seçilmiştir. Merkez Bankası tarafından, net dış varlık artışı karşılığında rezerv parada artış gerçekleştirilmesi doğrultusunda bir politika izlenmiştir. *ibid.*, s.59

TCMB'nin iç varlıklarının önemli bir bölümünü oluşturan kısa vadeli avansın 5 Nisan Kararları sonrasında sınırlandırılması sonucunda iç varlık artış hızı zamanla yavaşlamıştır. 1997 yılında ise iç varlıklar nominal olarak yüzde 48 oranında azalmıştır³³⁵.

TCMB dış varlıkları ise son yıllardaki yükseliş eğilimini 1997 yılında da sürdürmüş, 1995 yılı sonu itibarıyla 16,1 milyar ABD doları olan dış varlıklar 1997 yılı sonunda ise yüzde 13'lük artışla 21,5 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Reel faizlerin yüksek seyretmesi, döviz kurlarının istikrarı, zorunlu döviz devirlerinin artışı ve cari işlemler açığının 1996'ya göre yavaşlaması dış varlıkların artışındaki temel nedenler olmuştur.

Dar tanımlı para arzı M1 ve geniş tanımlı para arzlarından M2 1997 yılında reel olarak daralırken döviz tevdiat hesaplarındaki yükselişin etkisi ile geniş tanımlı para arzlarından M2Y ve M3Y reel olarak artış göstermiştir³³⁶. Para arzındaki bu artışlarla desteklenen ekonomik canlanmanın yanı sıra bankacılık sektöründeki olumlu beklentilerle birlikte mevduat bankalarının kullandığı toplam kredilerde artış gerçekleşmiştir.

Faiz politikası ise yine ekonominin gereklerine göre şekillenmiş ve TCMB faizlere doğrudan müdahalelerde bulunmamıştır. Yükselen bütçe açıkları ve bu açıkların artan oranlarda iç borçlanma ile karşılanma zorunluluğu, Hazine'nin iç borçlanma ihalelerinde bir arz baskısı oluşturmaya ve bu ihaleler ile ikincil piyasalarda oluşan faiz oranlarının beklenen enflasyonun oldukça üzerinde bir düzeyde oluşmasına neden olmuş ve reel faizler yüksek seyretmiştir.³³⁷

1995 yılının ikinci yarısında başlayan yüksek büyüme eğilimi 1997'de de devam etmiş, arz yönünden sanayi ve ticaret sektörlerinin katkısı, talep yönünden ise tüketim ve yatırım harcamalarındaki artışın etkisi ile GSMH yüzde 8,3 büyümüştür.

³³⁵ İç varlıklardaki bu azalışta Hazine'nin kısa vadeli avans kullanmaktan tamamen vazgeçmesi, TCMB'nin diğer kamu kuruluşlarına açtığı kredilerin fiili olarak durdurulması ve değerlendirme hesabının 1996'dan sonra 1997 yılında da azalması etkili olmuştur.

³³⁶ $M3Y = M2 + \text{Resmi Mevduat} + \text{Merkez Bankasındaki Diğer Mevduat} + \text{Döviz Tevdiat Hesapları (TL)}$.

³³⁷ Muhammed Karataş, *1990 Sonrası Türkiye'de Uygulanan Para Programları*, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 3 Sayı:4 Yıl:2000

Resmen belirlenmemekle birlikte yılın ilk yarısında yıllık enflasyon oranı yüzde 70 civarında tahmin edilmesine rağmen yılın geneline bakıldığında iç talepteki artış, petrol fiyatlarına yapılan yüksek zamlar ve tarım sektöründeki fiyatların önceki yıllara göre yüksek seyretmesi gibi nedenlerle enflasyonla mücadelede olumlu sonuç alınmadığı görülmektedir. Yıllık TEFE 1996'ya göre 6,1 puan artarak yüzde 91'e, TÜFE ise 19,3 puan artarak yüzde 99,1 oranına ulaşmıştır (Grafik-18).

1997 yılını da bu şekilde yüksek enflasyon oranlarıyla tamamlayan Türkiye ekonomisinde 1998 yılındaki önemli gelişmelerden biri enflasyonla mücadele konusunda son dönemde ortaya koyulamayan siyasi kararlılığın oluşmasıdır. Bu çerçevede, 1998 yılı para politikasından ziyade maliye politikası uygulamalarında önemli değişikliklerin görüldüğü yıl olmuştur. Enflasyonla mücadele hedefinin ön plana çıktığı ve enflasyon hedeflerinin (TEFE) 1998 yılı için yüzde 50, 1999 için yüzde 20 ve 2000 yılı için tek haneli rakamlar olarak öngörüldüğü üç yıllık bir program hazırlanmıştır. Enflasyonun önemli bir kaynağını oluşturan bütçe açıklarının finansman yönteminin hem ekonomik değişkenlerin uyarlanması, hem de enflasyonist beklentiler kanalıyla enflasyonu beslemesi bu programı temelde bütçe açıklarının enflasyonist olmayan yollarla finansmanı imkanlarının öngörüldüğü bir program haline getirmiştir. Program ile hedeflenen enflasyon oranları dikkate alınarak uygulanan maliye politikalarının temel amacı, yıl sonunda faiz dışı bütçe fazlasının GSMH'nin yüzde 3.9'una ulaşması olmuş, bu oran Temmuz ayında revize edilerek yüzde 4.1'e yükseltilmiştir. Yıl boyunca vergi gelirlerinde sağlanan artış ve faiz dışı harcamaların kontrol altına alınması nedeniyle faiz dışı fazla yıl sonunda 2,5 katrilyon Türk lirası olarak gerçekleşmiş ve GSMH'nin yüzde 4,7'sine ulaşarak hedefin üzerine çıkmıştır.

Para politikası tarafında ise TCMB enflasyonla mücadele ve istikrar ortamının sağlanması hedeflerine yönelmiş, iç ve dış gelişmeler doğrultusunda bu hedefler arasında öncelikler dönemsel olarak değişmiştir. 1998 yılına gelişmekte olan Güneydoğu Asya, daha sonra Rusya krizlerinin etkisinde girilmiş, dış piyasalardaki olumsuz gelişmelere rağmen TCMB'nin finansal istikrarı sağlamaya yönelik uygulamaları belli ölçüde başarılı olmuştur.

Enflasyonla mücadele ve istikrar hedeflerinin sağlanması amacıyla TCMB yılın ilk yarısı için rezerv para büyüklüğünü hedefleyen üçer aylık iki program ve yılın ikinci yarısı için NİV'in büyüklüğünü hedefleyen altı aylık bir program açıklamıştır³³⁸. Bu doğrultuda enflasyonla mücadeleye gayret edilmiş ve parasal büyüklüklerin artış hızı kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Yılın ikinci çeyreğinin sonunda IMF ile imzalanan “Yakın İzleme Anlaşması” uyarınca hedef büyüklük olarak belirlenen rezerv paradan vazgeçilerek onun yerine NİV hedef büyüklük olarak seçilmiştir.

İlk üç aylık programda rezerv paranın Mart sonunda 1997 yılı sonuna göre yüzde 18-20 aralığında artması öngörülürken, bu büyümenin de dış varlık artışından kaynaklanması hedeflenmiştir. Gerçekleşme ise yüzde 17,3 olmuş ve hedef aralığın altında kalmıştır. İkinci üç aylık programda rezerv para artış oranının yüzde 14-16 aralığında olması öngörülürken gerçekleşme yüzde 13,1 ile yine hedef aralığın altında kalmıştır. Her iki dönemde de rezerv paradaki artış programlarda amaçlandığı şekilde dış varlıklardaki artıştan kaynaklanmıştır (Tablo-2.13).

IMF ile yapılan Yakın İzleme Anlaşması çerçevesinde yılın ikinci yarısı için hazırlanan ve merkez bankası analitik bilançosundaki NİV'in büyüklüğünü hedef olarak belirleyen programda net iç varlıkların yıl sonu büyüklüğü eksi 1,514 trilyon olarak öngörülmüştür³³⁹. Ancak para programı ile söz konusu net iç varlık hedefi uluslararası piyasalardaki olumsuz gelişmeler nedeniyle yıl sonuna doğru yeniden revize edilerek 700 trilyon Türk lirası olarak belirlenmiştir. Bu uygulama değişikliği Rusya mali krizinin ekonomi üzerindeki etkilerini giderici istikrar politikalarına öncelik verilmesine yöneliktir. Yıl sonunda net iç varlıklar 579,4 trilyon Türk lirasına ulaşarak bu hedefin de altında kalmıştır (Tablo-2.13).

³³⁸Programda içsel ve dışsal ekonomik değişkenler dikkate alınmış ve bu değişkenlerdeki gelişmelere paralel olarak 1998 yılı para programı uygulama sürecinde hedef ve öncelikler de değiştirilmiştir.

³³⁹Yakın İzleme Anlaşması 26 Haziran 1998 tarihinde imzalanmış ve bu çerçevede Merkez Bankası tarafından 2 Temmuz 1998 tarihinde yılın ikinci altı aylık dönemi için para programı ilan edilmiştir (TCMB, Yıllık Rapor, 1998, s.70)

Tablo 2.13: 1998 Yılı Para Programları Hedef ve Gerçekleşmeleri

Büyükük	1997 (Trilyon TL)	31 Mart 1998 Artış Hızı (%)		30 Haziran 1998 Artış Hızı (%)		31 Aralık 1998 Artış Hızı (%)	
		Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
Rezerv Para	1.142,1	18-20	17,3	14-16	13,1	-	-
Net İç Varlıklar	143,0	-	-	-	-	700*	579,4

(*)Revize edilen hedef

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor, 1998

Önceki yıllarda olduğu gibi TCMB 1998 yılında da kur politikasını enflasyon hedefi ile uyumlu bir şekilde yürütmeye çalışmış ve kur sepetindeki artış aylık enflasyon oranları ile paralel seyretmiştir. TEFE'nin yüzde 54,3 oranında artış gösterdiği bu yılda Türk lirası kur sepeti karşısında yüzde 58,6 oranında değer kaybetmiştir.

TCMB'nin yılın ikinci yarısında uyguladığı para politikası, maliye politikası uygulamalarını destekler niteliktedir. Dış ekonomik krizlerin ülke ekonomisine yansımaması için faiz oranları politika değişkeni olarak kullanılmıştır.

Yılın ilk yarısında enflasyon ile mücadele amaçlı para politikasının yanı sıra yürütülen maliye politikası iç talep üzerindeki etkisini yılın ikinci yarısında giderek artan ölçüde göstermeye başlamış, Türkiye ekonomisinde meydana gelen yavaşlama tüm dünyada yaşanan ekonomik daralmayla çakışmıştır³⁴⁰. Yılın ikinci yarısında yaşanan uluslararası mali krizler ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiş, dış talepte meydana gelen yavaşlama iç talep üzerinde de olumsuz bir etki yaratmış ve ekonomik büyümeyi yavaşlatan bir etken olmuştur³⁴¹. Bu gelişmeler sonucunda 1998 yılında GSMH yüzde 3,9 oranında büyüyerek 1995-1997 dönemindeki ortalama yüzde 7,8'lik yüksek oranlı büyüme eğilimi sona ermiştir.

Daha önce de belirtildiği gibi, hazırlanan üç yıllık programda 1998 yıl sonu TEFE hedefi yüzde 50 olarak belirlenmiştir. Yıl sonundaki gerçekleşme ise yüzde 54,3 ile bu

³⁴⁰Yakın İzleme Anlaşması doğrultusunda bütçenin faiz dışı dengesinin vergi gelirlerindeki artışa bağlı olarak 1998 yılında GSMH'nin yüzde 4'ü oranında fazla vermesi öngörülmüştür. Bunun yanında, bütçe üzerindeki yüklerin azaltılması doğrultusunda emeklilik yaşının yükseltilmesi ve kamu sektöründe maaş artışlarının ve tarımsal destekleme fiyatlarının hedeflenen enflasyona göre artırılması öngörülmüştür. TCMB, Yıllık Rapor, 1998, s.73

³⁴¹Genel olarak ihracattaki gerileme dış pazar bulmakta yaşanan güçlüklerden ziyade ihracat mal fiyatlarındaki gerilemeden kaynaklanmaktadır *ibid.*, s.38

oranın biraz üzerinde olmuştur. 1997 yılında yüzde 99,1'lik yüksek artış gösteren TÜFE artış oranı ise bu yılda 29,4 puan gerileyerek yüzde 69,7 oranında artmıştır.

1998 yılında yaşanan Rusya krizinin sonucunda yaşanan sermaye çıkışları, artan reel faizlerin bütçe finansmanı üzerinde yarattığı ek baskı ile ekonomik ve siyasi belirsizlikler ortamında 1999 yılında uygulamaya koyulan para politikasının ana hedefini; enflasyonun kontrol altında tutulması ve mali piyasalarda istikrarın sağlanması oluşturmuştur. Ekonomideki belirsizliklerin azaltılmasına yönelik olarak 1999 yılında enflasyonun kontrol altında tutulmasını amaçlayan bir kur politikası uygulanmıştır. Bu kapsamda, 1999 yılında Türk lirasındaki değer kaybı ile TEFE'deki artış oranının paralel bir seyir izlediği söylenebilir (Tablo-2.14).

Tablo 2.14: 1999 Yılında TEFE³⁴² ve Kur Sepetindeki³⁴³ Dönemsel Değişimler (yüzde)

Dönem	Sepet	TEFE
Aralık-Ocak (Aylık)	4,3	3,6
Aralık-Mart (3 Aylık)	13,5	11,3
Aralık-Haziran (6 Aylık)	27,1	23,2
Aralık-Eylül (9 Aylık)	40,4	40,0
Aralık-Aralık (12 Aylık)	60,6	62,9

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor, 1999

Diğer taraftan, piyasada istikrar sağlamaya yönelik finansal kuruluşların likidite ihtiyaçları TCMB tarafından açık piyasa işlemleri aracılığıyla karşılanmıştır. Kur politikasıyla tutarlı bir şekilde net dış varlıklardaki gelişmeler paralelinde bir faiz politikası³⁴⁴ uygulanarak ekonominin ihtiyacı olan likidite net dış varlıklardaki artış karşılığında verilmeye çalışılmıştır³⁴⁵.

Ancak seçim ve sonrasında hükümet kurma çalışmaları 1999 yılının ilk yarısında

³⁴²TEFE: 1994=100

³⁴³Sepet: 1 ABD Doları + 0.77 Euro

³⁴⁴Merkez Bankasının Eylül ayı başında üst kotasyon limitlerini düşürmesi faiz oranlarını etkileyen diğer önemli faktör olarak göze çarpmaktadır.

³⁴⁵1998 yılı Ağustos ayından itibaren artış gösteren API stoğundan dolayı Ekim ayı sonunda net iç varlıklar hedefinin revize edilmesi gerekmiştir.

gündemi meşgul ederken piyasalarda da belirsizlik hakim olmuştur. Ağustos ayındaki deprem şoku ekonomik istikrarsızlığı daha da artıran önemli bir faktör olmuştur. Bu yıl boyunca bütçe açığının finansmanı iç borçlanma ile karşılanmıştır. Kamu borçlanma gereğinin iç borçla finansmanı piyasa faizli nakit iç borç stokunun ve nominal faiz ödemelerinin hızlı artışı ile sonuçlanmıştır. Aynı yıl kamunun toplam borçlanma gereğinin milli gelirin yüzde 16'sına yakın bir seviyeye geldiği ve nakit iç borç stokunun geniş tanımlı para arzına (M2Y) oranının yüzde 50'ye yükseldiği ve mali sistem üzerindeki baskıların arttığı görülmektedir.

2.1.8.1 Döviz Kuru Hedefleme Deneyimi

Geçmiş yıllarda uygulanmaya çalışılan parasal hedefleme stratejilerinin değişik nedenlerle başarıya ulaşamaması ve enflasyon ile mücadelede istenilen sonuçları vermemesi nedeniyle TCMB alternatif politika arayışlarına yönelmiştir. Bu kapsamda diğer bir enflasyonu düşürme stratejisi olarak döviz kurunun ara hedef seçilerek enflasyonun istenilen düzeylere indirilmesi politikası ön plana çıkmıştır.

Döviz kuru hedeflemesi, enflasyon oranını uluslararası ticarete konu olan mallar için sabitlemekte ve para politikası yönetimi için otomatik bir kural ortaya koyarak zaman tutarsızlığı probleminde kaçınılması olarak tanımlanmaktadır³⁴⁶. Döviz kuru hedeflemesinin temelinde nominal döviz kurunun düşük enflasyon oranına sahip bir veya birkaç ülke parasına sabitlenmesi yoluyla enflasyonun düşürülmesi yatmaktadır³⁴⁷. Bu kapsamda, 1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde Yakın İzleme Anlaşmasının programa bağlı ve mali destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi benimsenerek 2000-2002 döneminde uygulanması planlanan makro ekonomik politikaların çerçevesi çizilmiştir. 1999 yılının sonunda Uluslararası Para Fonu ile üç yıllık bir ekonomik süreci kapsayan maliye, para, kur ve gelir politikalarının yanı sıra, yapısal değişimleri de içeren “Ekonomik İstikrar Kararları ve Enflasyonu Düşürme

³⁴⁶F. Kadioğlu, N. Özdemir, G. Yılmaz, *Inflation Targeting in Developing Countries*, The Central Bank of the Republic of Turkey, Discussion Paper, September, 2000 s.5.

³⁴⁷Seçilen ülkeler karşılıklı ticarete önemli bir paya sahiptirler ve bu ülkelerin ekonomileri daha güçlü durumdadır.

Programı” imzalanmıştır³⁴⁸. Programın orta vadeli amaçları üç yıllık bir süre sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek, reel faiz oranlarını makul bir düzeye düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini artırmak, ekonomideki kaynakların daha etkin olarak kullanımını sağlamak olarak belirlenmiştir.³⁴⁹ Sıkı maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi, özelleştirmelerin hızlandırılması, enflasyon hedefleriyle uyumlu gelirler politikası ve enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikasının uygulanması anılan programın temel unsurları olarak sıralanabilir (Tablo-2.15).

Tablo 2.15: Program Hedef ve Gerçekleşmeleri

Makroekonomik Değişkenler	Hedefler	Gerçekleşme
GSMH Büyüme Oranı (%)	5	6,3
Kur Sepeti Artışı (%)	20	20
TEFE Artış Oranı (%)	20	33
TÜFE Artış Oranı (%)	25	39
Cari işlemler Açığı (Milyar ABD Doları)	-4	-9,8
Özelleştirme (Milyar ABD Doları)	7,6	3,3

Kaynak: 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı (9 Aralık 1999)

Bu kapsamda program ile iç varlıklara dayalı para basılmasını yasaklayan, NİV’in önceden ilan edilen bir bant içinde hareket etmesini dolayısıyla para tabanının NDV’deki değişimle belirlenmesini öngören bir tür para kurulu benzeri sistem ile faiz giderleri dışında bütçe fazlası gibi hedefler getirilmiştir. Buna göre 1999 yılı sonundan başlayarak üç aylık dönem sonları itibariyle NİV’in alabileceği maksimum değer performans kriteri olarak belirlenmiştir³⁵⁰(Tablo-2.16). Bu doğrultuda TCMB para politikası uygulamasında, NİV artışına yol açabilecek kamu fonlaması ile döviz girişinin arttığı dönemlerde Türk lirası likiditesinin sterilize edilmesi politikalarına son verilmiştir. Diğer bir ifade ile NİV’deki artışın sadece NDV’deki artış karşılığında değişmesi öngörülmüştür.

³⁴⁸Heteredoks program olarak adlandırılabilir bu program kamu maliyesini düzenleyici tedbirler, gelirler politikası ve kur kontrolleri ile öne çıkmaktadır.

³⁴⁹TCMB, Yıllık Rapor, 2000, s.13

³⁵⁰Değerleme hesabındaki değişimin etkisi hariç -1200 trilyon Türk lirası olarak sabitlenmiştir.

Tablo 2.16: Performans Kriterleri

Dönem	Net İç Varlıklar Tavanı (Trilyon TL)		Net Uluslararası Rezervler (Milyon ABD Doları)	
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
31 Aralık 1999	-1.200	-1.437,7	12.000	16.757
31 Mart 2000	-1.200	1.260,2	12.000	16.657
30 Haziran 2000	-1.200	1.295,1	12.750	17.339
30 Eylül 2000	-1.200	1.307,6	12.750	17.874
31 Aralık 2000	-1.200	1.060,0	13.500	12.488

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor, 2000

Diğer taraftan, performans kriterlerine esas tutulacak diğer performans kriteri olarak da NUR belirlenmiştir (Tablo-2.16). NUR'un belirtilen seviyelerin altına düşme eğilimi göstermesi durumunda TCMB tarafından gerekli önlemlerin alınacağı belirtilmiştir.

TCMB'nin sterilizasyon uygulamamasına karar verilmiş olduğu için makro ekonomik dengenin esas olarak faiz oranlarındaki değişikliklerle sağlanması planlanmıştır³⁵¹.

Sermaye girişinin cari hesaplar açığını karşılamayacak bir düzeyde gerçekleşmesi halinde ekonomiden likiditenin çekilmesi ve faiz oranlarının yükselmesi, bir taraftan daha fazla sermaye girişini cazip kılarak diğer taraftan da iç talep ve ithalatın sınırlanması ile dış dengenin yeniden sağlanması öngörülmüştür.³⁵²

Para politikasının amacı, enflasyonla mücadele ile tutarlı ve uyumlu para politikası izlemek olarak belirlenmiştir. Bu doğrultuda para politikası araçları olarak döviz piyasası işlemleri, açık piyasa işlemleri, bankalar arası para piyasası, zorunlu karşılıklar ve dispoñibilite oranı kullanılmıştır.³⁵³

³⁵¹Faiz oranları 1999 yılının son üç ayında istikrar programının şekillenmesinin etkisi ile düşüş eğilimini devam ettirmiştir.

³⁵²UNCTAD, İstikrar Politikaları ve Türkiye, 2001

³⁵³Rıdvan Karluk, *Türkiye Ekonomisi*, 2002, s.482-483

Program, döviz kurunu nominal çıpa olarak kullanan para ve kur politikalarına dayanması nedeniyle “Döviz Kuruna Dayalı Program” olarak da adlandırılmaktadır. Kur sepetinin Türk lirası değerinin değişim oranı 1,5 yıllık süre için önceden ilan edilmiştir³⁵⁴. Daha sonra ise belirli yöntemlerle bant sistemine geçilerek son aşamada serbest dalgalı kur rejiminin yürürlüğe konulacağı açıklanmıştır³⁵⁵ (Tablo-2.17, Grafik 2.19).

Tablo 2.17: 2000 Yılı Kur Sepeti Değişim Hedefleri

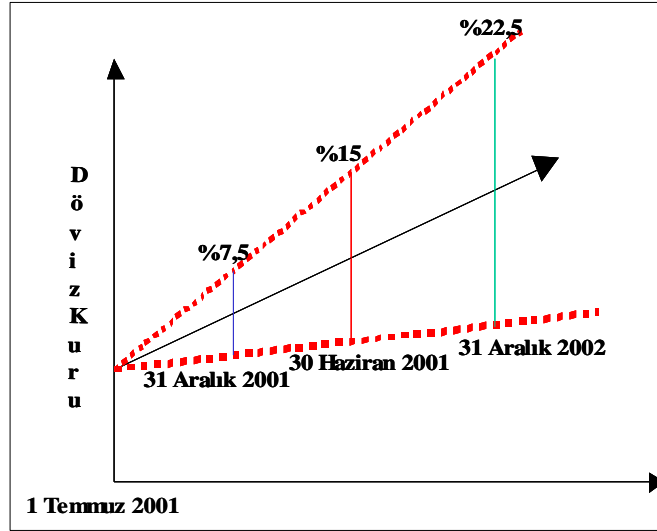
2000 Yılı	Ay Sonu Sepet Değeri	Sepet Değişimleri		
	(1 USD + 0.77 EUR)	Aylık Artış Oranı (%)	Kümülatif Artış Oranı (%)	Günlük Artış Oranı (%)
Ocak	979.159,89	2,1	2,100	0,067
Şubat	999.722,25	2,1	4,244	0,072
Mart	1.020.716,42	2,1	6,433	0,067
Nisan	1.038.068,59	1,7	8,243	0,056
Mayıs	1.055.715,76	1,7	10,083	0,054
Haziran	1.073.662,93	1,7	11,954	0,056
Temmuz	1.087.620,55	1,3	13,410	0,042
Ağustos	1.101.759,61	1,3	14,884	0,042
Eylül	1.116.082,49	1,3	16,377	0,043
Ekim	1.127.243,31	1,0	17,541	0,032
Kasım	1.138.515,75	1,0	18,717	0,033
Aralık	1.149.900,90	1,0	19,904	0,032

Kaynak: 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı (9 Aralık 1999)

³⁵⁴Kur sepeti 1 ABD doları ve 0.77 Euro'dan oluşmaktadır.

³⁵⁵Bu doğrultuda, Ocak 2000 - Haziran 2001 dönemini kapsayan 18 aylık sürede döviz kuru politikasının enflasyon hedefine yönelik kur sepeti çerçevesinde yürütülmesi, bunu izleyen ikinci 18 aylık dönemde ise kademeli olarak genişleyen band sistemine geçilmesi planlanmıştır. Döviz kuru politikasının ikinci alt dönemi olan Temmuz 2001-Aralık 2002 döneminde ise sepet kuru artış hızı belirlenen bant değeri içinde hareket etmesi öngörülmüştür.

Grafik 2.19: Temmuz 2001-Aralık 2002 Dönemi Döviz Kuru Bandı



Kaynak: 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı (9 Aralık 1999)

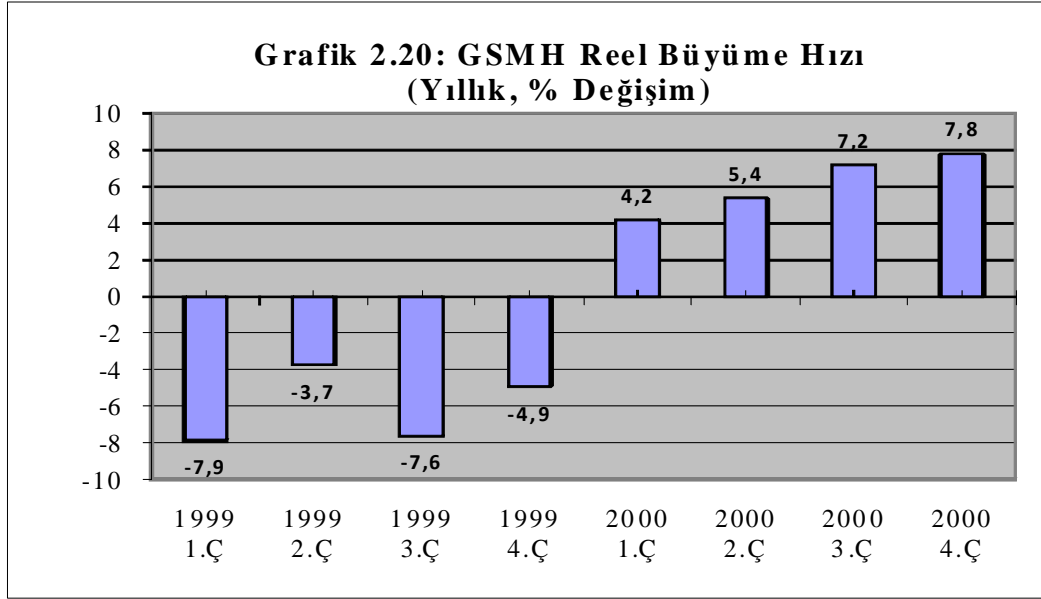
Sürekli ve yüksek enflasyon yaşayan ülkelerin, enflasyonla girdikleri mücadelelerinde karşılaştıkları en büyük sorunlardan birisi, geçmiş enflasyonun gelecekteki enflasyonu belirlemesidir³⁵⁶. Enflasyondan korunmak amacıyla yapılan geçmiş enflasyona endekli her türlü sözleşme (ücret, kira vb.) enflasyonun aşağı çekilmesinde bir katılık yaratmaktadır. Dolayısıyla enflasyonunun en az maliyetle aşağı indirilebilmesi için geçmişe yönelik endekslleme alışkanlığının terk edilmesi gerekmektedir. 2000 yılı programı ile kurların önceden belirlenerek enflasyonist beklentilerin düzeltilmesi suretiyle enflasyonun en az maliyetle aşağı seviyelere indirilmesi amaçlanmıştır³⁵⁷.

2000 Enflasyonu Düşürme Programı'nın uygulamaya koyulmasıyla birlikte, kura dayalı istikrar programı uygulayan diğer ülke örneklerinde olduğu gibi, Türkiye ekonomisinin 1998 yılının ikinci yarısından itibaren içine sürüklendiği daralma eğiliminden çıkarak yeniden büyüme trendine girdiği görülmektedir³⁵⁸ (Grafik-2.20).

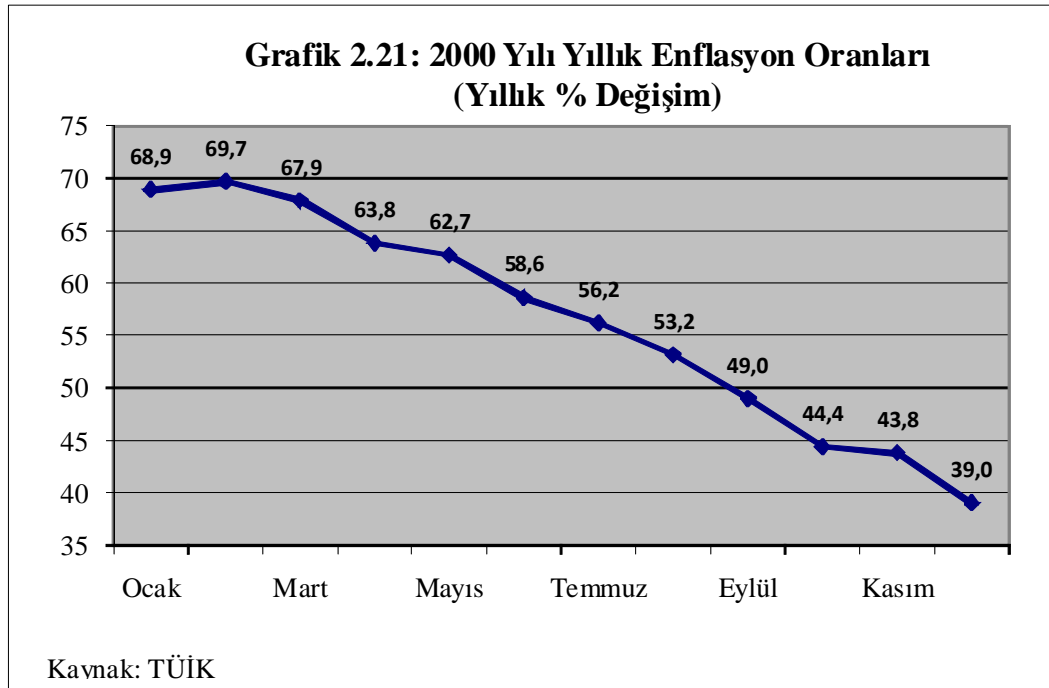
³⁵⁶Türkiye ile benzer özellikler gösteren Latin Amerika (Meksika, Brezilya, Arjantin gibi) ülkeleri de enflasyonu düşürmede benzer sorunlarla karşılaşmışlardır.

³⁵⁷Benzer programlar, 1978 yılında Şili'de (Tablita Planı), 1985-1986 döneminde İsrail'de, 1987-1994 döneminde Meksika'da (Pakto) uygulanmıştır.

³⁵⁸Şili'de 1977 yılında enflasyon oranı yüzde 80 iken uygulanan program ile 1978 yılında yüzde 37'ye düşmüştür. Benzer şekilde Meksika'da 1987 yılında uygulamaya koyulan Pakto Planı doğrultusunda 1987



Bu doğrultuda 2000 yılında kurlardaki belirsizliğin ortadan kalkması ve faiz oranlarındaki hızlı düşüş sonucunda fiyat artış oranlarında bir yavaşlama yaşanmıştır. 1999 yılı sonunda yüzde 68.8 olan enflasyon oranı 2000 yılı sonunda yüzde 39 olarak gerçekleşmiştir³⁵⁹ (Grafik-2.21).



yılında yüzde 159 olan enflasyon oranı 1993 yılında yüzde 8.3'e düşmüştür.
³⁵⁹TÜFE, 1994=100

Programın sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde, İstikrar Programı'nın ilk yıl hedeflerine genel olarak ulaştığı söylenebilir. Programın “özelleştirme” hedefleri ve tarım, bankacılık gibi bazı alanlardaki “yapısal” nitelikli reformları tam anlamıyla gerçekleştirilememiş olmasına karşın, maliye ve para politikaları hedefler ile uyum içinde çalıştırılmıştır. Döviz kuru sepeti yıllık aşınma hedefi içinde tutturulmuş, TCMB bir para kurulu gibi çalışarak net iç varlıklar hesabını denetim altında tutmuş, kamu bütçesinde de faiz dışı denge yıl sonu hedefini yakalamıştır. Yıl boyunca fiyat hareketleri de istenilen düzeyde olmamasına rağmen genelde bir düşme eğilimine girmiştir³⁶⁰.

Programın uygulamaya koyulmasıyla birlikte kur belirsizliğinin ortadan kalkması, kamu maliyesine ilişkin önlemlerin yürürlüğe konulması ve Hazine'nin dış borçlanma imkanlarındaki artış sonucunda reel faizlerde hızlı bir düşüş yaşanmıştır. Faizlerdeki düşüş³⁶¹ hem servet etkisi yaratmış, hem de tüketicilerin daha ucuz kredi imkanlarına kavuşmalarını sağlayarak tüketim harcamalarının artmasına neden olmuştur³⁶². Faizlerdeki düşüşün yanı sıra, 1999 yılında ertelenen tüketim harcamalarının 2000 yılında gerçekleştirilmesi de büyüme ve ithalat artışına katkıda bulunmuştur³⁶³.

Ancak programın uygulamaya koyulmasından sonra makro düzeyde gelişmeler ilk aşamalarda teorik beklentiler doğrultusunda gerçekleşmesine rağmen ilerleyen dönemdeki gelişmeler beklendiği yönde olmamıştır. Faizlerde beklentilerin ötesinde gerçekleşen ve Hazine'nin iç borçlanma bandını yüzde 90'lardan yüzde 32-36'ya indirmesiyle başlayan ve banka faizlerine de yansıyan sert düşüş, tüketici ve konut kredileriyle tüketim harcamalarında, kısaca toplam talepte ve ithalatta bir patlama yaratmıştır³⁶⁴. Enflasyonun beklenen oranda düşmeyerek TÜFE'nin yıl boyunca döviz sepetinin Türk lirası değerindeki aşınmanın üzerinde seyretmesi sonucu Türk lirası değerlenmiştir. Bu çerçevede ithalat artmış, ihracat azalmış ve cari işlemler açığı

³⁶⁰Erinç Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi:Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, 1. Baskı, İletişim Yayınları, İstanbul, 2001, s.164-173.

³⁶¹1999 yılında Hazine ihaleleri ortalama bileşik faiz oranı yüzde 104.3 iken 2000 yılı Ocak-Aralık döneminde yüzde 38.2 olarak gerçekleşmiştir.

³⁶²1999 yılında yüzde 1.7 azalan toplam tüketim harcamaları 2000 yılında yüzde 6.3 artış göstermiştir (TCMB, Yıllık Rapor, 2001, s.26).

³⁶³1999 yılında yüzde 0.3 oranında azalan dayanıklı tüketim malları harcamaları ertelenen tüketim harcamalarının gerçekleşmesi ile 2000 yılında yüzde 27.4 oranında artış göstermiştir. *ibid*, s.26).

³⁶⁴Tezer Öçal, *Türkiye Ekonomisi*, 2. Baskı, Savaş Yayınevi, Ankara, 2005, s.241

GSYİH'nin yüzde 4,9'una ulaşmıştır³⁶⁵.

Bu gelişmeler aktiflerin önemli bir bölümü Hazine kağıtlarından oluşan bankaların likidite talebini artırınca Kasım 2000 sonunda likidite sıkışıklığı had safhaya ulaşmıştır.³⁶⁶ Piyasalardaki güvenin hızla zayıflaması sonucu TCMB piyasayı fonlayarak likiditeyi sağlamaya çalışmıştır. Ancak sağlanan likiditenin döviz alımlarına yönelmesi sonucu döviz rezervleri yüksek oranda azalmıştır. NİV'in 30 Kasım tarihindeki düzeyinde dondurulması kararı alınmış, ancak faizlerin artmasına rağmen döviz rezervlerindeki gerileme devam etmiştir.

Bankacılık kesiminde yeterli döviz fazlasının olmadığı ve yurt dışına sermaye çıkışlarının biraz hareketlendiği bir ortamda, piyasalardaki güvensizlik yaygınlaşarak, doğrudan bir panik havasına dönüşmüştür. Kasım sonunda ortaya çıkan krizin temelinde likidite talebindeki olağanüstü artışların yattığı söylenebilir. Uluslararası kuruluşların mali desteği ve uygulanmakta olan programın güçlendirilmesinin etkisiyle mali piyasalardaki tedirginlik kısmen giderilmiş, kısa vadeli günlük çözümler üretilmiş ve krizin derinleşmesi bu sayede önlenmiştir³⁶⁷.

2000 Kasım krizinin ardından, özellikle faizlerdeki hızlı yükseliş kamu bankaları ve bazı özel bankaların mali yapılarını bozmuş ve bankacılık sisteminin mevcut yapısal sorunlarını daha da ağırlaştırmıştır. 2001 yılı Şubat ayında yaşanan olumsuz gelişmeler uygulanan 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı'na olan güvenin tamamen kaybolmasına neden olmuş ve Kasım ayından sonra artan mali kırılganlığın da etkisiyle Türk lirasına karşı doğrudan ciddi bir atak meydana gelmiştir. Ekonomide yaşanan likidite sıkışıklığı özellikle kamu bankalarının aşırı düzeydeki günlük likidite ihtiyaçları nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur.

³⁶⁵Gayri Safi Yurtiçi Hasıla: Bir ekonomide yerleşik olan üretici birimlerin belli bir dönemde, yurtiçi faaliyetleri sonucu yaratmış oldukları tüm mal ve hizmetlerin değerleri toplamından bu mal ve hizmetlerin üretiminde kullanılan girdiler toplamının düşülmesi sonucu elde edilen değerdir. Ülkemizde 1923 yılından günümüze kadar devam eden milli gelir serisinde, 1948, 1968 ve 1987 baz yıllı güncelleme çalışmaları yapılmıştır. Sonuçta, ülkemizin Avrupa Birliği adaylığı sürecinde Avrupa İstatistik Sistemi'ne uyumun gerçekleştirilebilmesi ve 1987 yılından bugüne kadar ekonomide ortaya çıkan yeniliklerin hesaplara yansıtılabilmesi için, GSYH'nın güncellenmesi gereği oluşmuştur. Mevcut serinin güncellenmesi çalışmaları 2004 yılında başlatılmış ve Mart 2008 tarihi itibarıyla tamamlanmıştır.

³⁶⁶TCMB, Yıllık Rapor, 2001, s:72

³⁶⁷Erinç Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde....*, 1. Baskı, İletişim Yayınları, İstanbul, 2001, s.170.

Bu ortamda, uygulanmakta olan döviz kuru sisteminin sürdürülmesinin bankacılık sisteminin sorunlarını daha da ağırlaştıracağı ve ekonomi üzerine ek yükler getireceği göz önüne alınarak 22 Şubat 2001’de Türk lirası yabancı para birimleri karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır.

Enflasyonla mücadelede döviz kurunun çıpa olarak kabul edildiği bu program, Kasım 2000’deki likidite krizi ile güven sorunu yaşamış, 2001 başında reel faizlerin yükselme trendine girmesi programın sürdürülebilirliği ile ilgili önemli kuşkuların doğmasına yol açmıştır. 2001 Şubatında sabit döviz kuruna dayalı söz konusu program terk edilerek, döviz kurlarının serbestçe dalgalanmaya bırakıldığı yeni bir program uygulamasına geçilmiştir.

2001 Şubat krizi ardından yürürlüğe konulan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” (GEGP) ile para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizilmiştir.

2.2. 2001 Krizi Sonrası Para Politikasında Radikal Dönüşüm: Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Altyapısının Oluşturulması

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri, Türkiye ekonomisinde öteden beri süregelen iktisat politikalarının sonu olmuştur. 1990’lı yıllardan 2001 yılına dek Türkiye ekonomisinin taşımış olduğu karakteristik yapı (yüksek ve yerleşik enflasyon, aşırı bütçe açıkları, yüksek düzeyde kamu borç stoku ve bunun monetizasyon yoluyla finansmanı, yüksek risk primi vb.), uygulanan istikrar programlarını başarısızlığa sürükleyen en temel unsur olmuştur. 2001 yılı öncesindeki karakteristik yapının olumsuz etkisi 2001 yılı sonrasında da uygulanacak politikalara bir tehdit oluşturmuştur. Buna karşılık, 2001 sonrası uygulanacak programda farklı bir stratejinin denenmesi fiyat istikrarını sağlama konusunda para politikası yapıcısına yeni bir fırsat verme anlamında yerinde bir tercih olarak düşünülebilir. Zaten gelinen aşamada bunun dışında başka seçenek de kalmamıştır.

Yeni strateji arayışında, hem diğer ülke uygulamalarındaki başarılı performansı hem de para politikasının etkinliğini ve güvenini tesis edecek özellikleri içermesi bakımından enflasyon hedeflemesi stratejisi politika yapıcıları ve iktisadi aktörler için uygun bir

tercih olmuştur. Türkiye 2001 krizini takip eden dönemde enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli şartlardan yalnızca merkez bankası bağımsızlığı şartını sağlamıştır. Ancak bu, enflasyon hedeflemesi için gerekli olmakla birlikte yeterli bir koşul değildir. Bağımsızlığın işlevsel hale getirilmesi de gerekir. Politika yapıcısı, strateji için gerekli olan diğer şartların da olgunlaşması gerektiği düşüncesinden hareketle bir adaptasyon sürecinin yaşanmasına karar vermiştir.

2.2.1 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

Türkiye, Kasım 2000 ve Şubat 2001’de yaşanan kriz sonrası kur çıpasına dayalı enflasyonu düşürme programının uygulanabilirliğinin artık mümkün olmadığına karar vererek yeni bir istikrar programını uygulamaya koymuştur. Özellikle 1990’lı yıllardan itibaren karşı karşıya kalınan krizlerin temel karakteristiklerine bakınca; dışsal etkenlerin yanında, sürdürülemez bir iç borç dinamiği, başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıksız yapı ve diğer yapısal sorunlar karşımıza çıkmaktadır.

Krizin ardından yeni bir program yapmak için 2001 Mayıs ayı içerisinde IMF’ye yeni bir niyet mektubu sunulmuş ve buna paralel olarak 2001 yılının kalan döneminde uygulanacak para politikası kamuoyuna açıklanmıştır. Açıklanan para programı ile enflasyon hedeflemesi uygulamasının ön koşulları sağlanıncaya kadar nominal çıpa olarak TCMB bilanço büyüklüklerinden para tabanının hedeflenmesi öngörülmüştür³⁶⁸. 2001 yılındaki ekonomik daralmanın ardından Türkiye ekonomisi 2002 yılında yeniden büyüme sürecine girmiştir. 2002 yılının ikinci yarısında yaşanan siyasi belirsizlikler ve Kasım ayında gerçekleşen erken genel seçime rağmen, büyüme hızı beklentilerin oldukça üstüne çıkarak yüzde 7,8’e ulaşmış, TÜFE ise yılsonu hedefinin altında gerçekleşerek yüzde 29,7’ye gerilemiştir³⁶⁹.

2001 yılı Şubat ayında yaşanan krizin ardından, 2002 yılında yürürlüğe konulan GEGP ile para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizilmiştir. Buna göre, gelecek dönem enflasyonuna odaklanılan ve “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak nitelendirilen bir politika izlenmeye başlanmıştır.

³⁶⁸ TCMB, Yıllık Rapor- 2001, Ankara, 2002, s.17

³⁶⁹ TCMB, Yıllık Rapor- 2001, s.16

GEGP incelendiğinde Programın temel amacı: “*Kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve eşanlı olarak bu duruma bir daha geri dönülmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmak.*” şeklinde açıklanmıştır³⁷⁰. Ayrıca, “*Eski düzene dönmek artık gerçekten mümkün değildir*” ifadesiyle iktisadi birimlerin geçmişe yönelik düşüncelerini değiştirerek programa olan güvenin tesis edilmesine çalışılmıştır. Programa ait temel prensipler arasında; öngörülen hedeflere ulaşma ve ekonominin yeniden yapılandırılması konusunda kesin bir siyasi taahhüdün verilmesi, kaynak tahsisinde şeffaflığın ve hesap verebilirliğin sağlanmasıyla, rasyonel olmayan müdahalelerin önlenmesi, yolsuzlukla mücadelede etkinliğin sağlanması ve piyasalarda güven ortamının tesisi gibi ilkeler sayılmıştır. Programda ulaşılmak istenilen hedefler de şöyle sıralanmıştır:

- Dalgalı kur sistemi içinde enflasyonla mücadeleyi kesintisiz ve kararlı bir biçimde sürdürmek,
- Bankacılık sektöründe, kamu ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankalar başta olmak üzere, hızlı ve kapsamlı bir yeniden yapılandırmaya gitmek, böylece bankacılık kesimi ile reel sektör arasında sağlıklı bir ilişki kurmak,
- Kamu finansman dengesini bir daha bozmayacak biçimde güçlendirmek,
- Toplumsal uzlaşmaya dayalı, fedakârlığın tüm kesimlerce adil bir biçimde paylaşılmasını öngören ve enflasyon hedefi ile uyumlu bir gelirler politikası sürdürmek,
- Bütün bunları etkinlik, esneklik ve şeffaflık ile sağlayacak yapısal unsurların yasal alt yapısını oluşturmak³⁷¹.

Ayrıca, programdaki “... *enflasyon ve yüksek reel faizlerin azaltılması yalnızca uzun dönemde Türkiye'nin büyüme beklentilerini yükseltmeyecek aynı zamanda ekonomik kaynakların daha eşit ve etkin dağılımına da öncülük edecektir.*” şeklindeki ifadeyle, enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesi ve büyümenin artırılmasına gönderme yapılarak ekonominin rotası belirlenmiştir. Programın nihai amacı ise: “*Ekonomide sürdürülebilir*

³⁷⁰TCMB, Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı(GEGP), 2002, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf , s.1

³⁷¹ *ibid*, s.2

bir gelişme ortamını sağlayarak kaynak kullanma sürecindeki verimliliği artırmak, dışa açık bir yaklaşımla piyasa koşullarında rekabet gücümüzü geliştirmek ve böylece ekonomide büyümeyi, yatırım ve istihdamı artırarak halkımızın geleceğe umutla bakmasını ve refah düzeyini kalıcı bir biçimde yükseltmek olacaktır” şeklinde açıklanarak ekonomide topyekün bir refah artışı hedeflenmiştir³⁷².

11 Eylül 2001 tarihinde ABD’ye yönelik terörist saldırısının ardından iç ve dış mali piyasalarda gözlenen istikrarsızlık, bunun etkisiyle Hazine’nin ek dış finansman ihtiyacındaki artış ve enflasyonun öngörülenin üzerinde gerçekleşmesi dikkate alınarak 2002 yılı başında, GEGP 2002-2004 yıllarını kapsayacak şekilde revize edilmiştir³⁷³. Ekonominin şoklara karşı dayanıklılığının artırılması ve olası krizlere karşı kırılganlığının azaltılması temel ilkeler olarak benimsenmiştir. Bu çerçevede, dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam edileceği ve enflasyonda önemli bir düşüş sağlanması için 2003 yılı içinde enflasyon hedeflemesinin gerçekleştirilebileceği, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasına hız kazandırılacağı ve sağlıklı bir kamu borç pozisyonu sağlanacağı taahhüt edilmiştir. Orta vadeli amaçlar doğrultusunda 2002 yılında maliye politikasının GSMH’nin yüzde 6,5’i oranında kamu kesimi faiz dışı fazlası verecek şekilde uygulanacağı, para politikasının ise yüzde 35 TÜFE enflasyon hedefine uygun olarak yürütüleceği duyurulmuştur. Sıkı maliye ve para politikaları uygulamalarının öngörüldüğü bu dönemde reel GSMH artışının yüzde 3 ile sınırlı kalacağı öngörülmüş, ancak programın başarısı ve reel faiz oranlarında sağlanan gerilemeye paralel olarak ekonomik genişlemenin daha yüksek düzeylerde gerçekleşebileceği açıklanmıştır. Bu kapsamda hazırlanan yeni ekonomik program için IMF’den 16 milyar ABD doları tutarında ek dış kaynak sağlanmıştır³⁷⁴.

Bu çerçevede, GEGP 2000 yılında yüzde 3.8 olarak gerçekleşen faiz dışı fazlanın yüzde 5,5’e çıkartılmasını ve kamu borç stokundaki artışın kontrol altında tutulabilmesi için faiz dışı harcamalarda azami seviyede tasarruf ve disiplini öngörmüştür. Bunun yanında, 2001 yılı sonunda TEFİ için yüzde 57,6 TÜFE için ise yüzde 52,5’lik bir

³⁷² *ibid*, s.4

³⁷³ TCMB Yıllık Rapor 2002, s.14

³⁷⁴ *ibid*, s.14

enflasyon hedefi benimsenmiştir³⁷⁵. GEGP öncesi enflasyon hedeflemesi stratejisinin ilk işaretleri 09.12.1999 tarihinde IMF'ye verilen niyet mektubunun 34. maddesinde hissedilmektedir. Buna göre, döviz kuru üzerine oturmuş bir para politikasından enflasyon hedefine ulaşmak için daha fazla esnekliğe izin veren bir para politikasına geçmek için net iç varlıklara daha fazla esneklik tanınacağı vurgulanması, kur politikasının yavaş yavaş terk edileceği, enflasyon hedefli politikalara geçiş yapılacağı kamuoyuna duyurulmuştur³⁷⁶.

Enflasyon hedeflemesi tercihi her ne kadar resmi olarak GEGP'de gündeme getirilmişse de gerek IMF'ye verilen niyet mektubunda gerekse politika otoritelerinin yapmış oldukları değerlendirmelerden enflasyon hedeflemesi strateji tercihinin GEGP öncesine dayandığı görülmektedir³⁷⁷. Netice itibarıyla TCMB "2002 Yılı Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler" adlı politika metninde 2002 yılında "gelecek dönem enflasyonu"na odaklanan bir para politikası uygulanacağını belirterek uygulamanın "örtük bir enflasyon hedeflemesi" şeklinde başlayacağını, koşulların sağlanması halinde açık enflasyon hedeflemesine geçileceğini belirtmiştir³⁷⁸. Böylece TCMB GEGP çerçevesinde aktif bir para politikası izlenmeye başlamıştır.

2.2.2 TCMB Kanun Değişikliği: Para Politikasının Kurumsallaştırılmasına İlişkin Düzenlemeler

1970'li yılların ortalarından itibaren dünya genelinde uzun süreli ve yüksek enflasyon sürecinin yaşanması ekonomide fiyat istikrarının sağlanmasını öncelikli bir politika haline getirmiştir. Günümüz ekonomilerinde merkez bankalarının gerçekleştirmekle yükümlü oldukları çeşitli görevleri bulunmakla birlikte, asli görevlerinin başında ulusal

³⁷⁵ ibid, s.12-13

³⁷⁶TCMB, "Para Politikası Metinleri," 9 Aralık 1999 Tarihli Niyet Mektubu, 1999, <http://www.tcmb.gov.tr>

³⁷⁷ 13.09.2000 tarihinde dönemin TCMB Başkanı Gazi Erçel tarafından yapılan bir konuşmada, döviz kuru hedeflemesinden sonra, yeni hedef seçiminde dalgalı kur politikası altında ya parasal hedefleme ya da doğrudan enflasyonun hedeflendiği stratejinin uygulanacağı dile getirilmiştir. Buna ilave olarak, böyle bir tercihin, ülke uygulamaları dikkat alındığında akılcı bir seçim olacağına vurgu yapılmıştır Gazi Erçel, "Türk Ekonomisindeki Son Gelişmeler ve Para Politikasına İlişkin Beklentiler",Konuşmalar 2000,TCMB, Ankara, 2001, s. 99

³⁷⁸ TCMB, "2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler", Basın Duyurusu, Sayı: 2002-1, Ankara, Ocak 2002, IV/1. Paragraf www.tcmb.gov.tr

paralarının değerinin korunması, diğere bir deyişle, uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanması gelmektedir. Fiyat istikrarını amaçlayan ülkeler için günümüzde enflasyon hedeflemesi stratejisi popüler bir alternatif olmuştur. Bu gelişmelere bağılı olarak Türkiye’de de TCMB’nin yapılanması fiyat istikrarına öncelik verecek şekilde yeniden dizayn edilmiştir.

Bu bağlamda, 1211 sayılı TCMB Kanunu’nda değışiklik yapılmıştır³⁷⁹. Bu düzenleme ile kanun koyucu, TCMB’nin nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğuna karar vererek adeta TCMB’nin izleyeceği politikaların rotasını çizmiştir³⁸⁰. Aynı düzenlemede yer alan “*Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler*” şeklindeki ifade ile TCMB’nin fiyat istikrarı çerçevesinde takip edeceği politikalarda, fiyat istikrarı ile çelişmemek şartıyla büyüme ve istihdamı destekleyebileceğı vurgulanmıştır. Böyle bir düzenleme, TCMB’ye farklı bir misyon yüklemekten ziyade fiyat istikrarının, sürdürülebilir büyümede vazgeçilmez bir olgu olmasıyla yakından ilgilidir. Böylece TCMB’nin enflasyon hedeflemesi stratejisinin ruhuna uygun esnek bir politika çerçevesinde izleyeceği politikalara manevra kabiliyeti kazandırılmıştır.

Nitekim fiyat istikrarının sürdürülebilirliğinin tesisinde finansal istikrarın ne kadar hayati öneme sahip olduğu, yaşanan 2001 krizinde en yalın bir şekilde anlaşılmıştır. Buna bağılı olarak, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülebilir kılınması için finansal istikrarın sağlanmasında TCMB aktif bir rol üstlenmiştir³⁸¹. Bu çerçevede finansal piyasaların sağlıklı işlemesi için gerekli düzenlemeleri yapma insiyatifi Banka’ya bırakılmıştır. Bu durum, her ne kadar TCMB’nin yasal görevi fiyat istikrarını sağlamak olsa da, fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin yürütülmesinde TCMB’nin temel amacını destekler mahiyettedir. 2008 yılı global finansal finansal krizinin ülkemiz üzerindeki olumsuz etkisini önlemede TCMB’nin çabaları buna örnek teşkil etmektedir.

³⁷⁹ Bu değışiklik 5 Mayıs 2001 tarihinde 4651 Sayılı Kanun ile Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu Kanun ile 1211 sayılı TCMB Kanunu’nun TCMB’ nin ‘Temel Görev ve Yetkileri’ni düzenleyen kısmına ait 4.Madde’sinde değışiklik yapılarak: “*Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır.*” şeklinde yeniden düzenlenmiştir.

³⁸⁰ 4651 sayılı Kanun

³⁸¹ 4651 sayılı Kanun’un 4. maddesinin g bendinde TCMB’ye “*Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak*” görevi verilmiştir.

Yasal düzenleme ile TCMB'nin para politikasını belirlemedeki bağımsızlığının yanında politika aracını seçme konusunda da bağımsız olduğu vurgulanmıştır³⁸². Böylece TCMB, fiyat istikrarı hedefine ulaşma sürecinde uygulayacağı politikaları herhangi bir kurum ya da kişiden talimat almaksızın serbestçe belirleme hürriyetine kavuşmuştur. Ayrıca, TCMB'nin hükümetle olan ilişkisinin -hesap verme sorumluluğu hariç- sadece ortak karara dayalı enflasyon hedefini belirlemek olduğu, bunun dışında politikanın uygulanmasında hükümetin herhangi bir müdahalesinin ve insiyatifinin söz konusu olamayacağı güvencesi verilmiştir³⁸³.

Bunun yanı sıra, dolaylı mekanizmalar kullanılarak parasal genişleme sorunu doğuran süreçlerin önüne geçmek amacıyla açık piyasa işlemlerinin yalnızca para politikası amaçları için yürütülmesini sağlamak üzere düzenlemeye gidilmiştir³⁸⁴.

Yapılan bu düzenlemeler TCMB'nin ekonomik bağımsızlığını da güçlendirmiştir. Türkiye'de enflasyon dinamikleri incelendiğinde, kamuya açılan kredilerin enflasyonla mücadeleyi sekteye uğratan bir unsur olduğu görülmektedir. Bunu önlemek üzere Kasım 2001'den itibaren kamuya kredi açılmayacağı ve birincil piyasadan devlet iç borçlanma senetlerinin alımı yoluyla Hazine'ye kaynak transferi yapılmayacağı kesin hükme bağlanmıştır³⁸⁵.

³⁸² Bkz. 4651 Sayılı Kanun'un 4.Madde'nin II. kısmına ait c bendindeki: "... Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir." ifadesiyle.

³⁸³ 4.Madde'nin III. kısmına ait c bendindeki "...Banka, bu Kanun ile kendisine verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır" şeklindeki düzenleme ile TCMB'ye verilen yetkilerin sorumluluğunun tamamen kendine ait olduğu vurgulanmıştır. Yine bununla ilgili olarak, 4651 Sayılı Kanun'un 4.Madde'nin II. kısmına ait b bendi "Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur." şeklinde düzenlenmiştir.

³⁸⁴ Öte yandan, 4651 Sayılı Kanun, TCMB'nin yapabileceği işlemlerle ilgili olarak, 52. Madde de Açık Piyasa İşlemleri (APİ) ile ilgili düzenlemeler yapmıştır. Buna göre; "Açık piyasa işlemleri, yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazineye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi amacıyla yapılamaz..."

³⁸⁵ Dikkati çeken bir diğer husus da, açık piyasa işlemleriyle ilgili düzenlemelerin Maastricht Anlaşması'nın 104. Maddesi ve Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (ESCB)'nin statüsünü düzenleyen 21/1 Maddesi ile de uyumlu olmasıdır. Maastricht Anlaşması'nın 104/1.maddesi ve ESCB protokolünün 21/1 maddesi şu kuralı aynen tekrarlamaktadır: "Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve bundan sonra 'Milli Merkez Bankaları' olarak adlandırılacak olan üye devlet merkez bankaları, topluluk kurumları ya da organlarına, merkez idarelere, bölgesel ya da mahalli otoritelere, diğer kamu otoritelerine, üye devletlerin diğer kamu kurum ve işletmelerine teminat ya da herhangi bir kredi vermekten men edilmişlerdir. ECB'nin ya da milli merkez bankalarının yukarıda sıralanan mercilerin borç unsurlarını doğrudan üstlenmeleri de yasaktır." Geniş bilgi için bkz. ECB, The Monetary Policy of the ECB, 2004, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>, s.53

Öte yandan, bağımsızlıktan anlaşılması gereken; sadece enflasyona odaklanma olmamalıdır. Başka değişkenlerle ilgili gelişmeler de yakından takip edilmelidir. Diğer bir ifadeyle, TCMB'nin fiyat istikrarına yönelik uygulayacağı politikalarda ekonominin diğer değişkenlerinden sorumsuz olacağı ya da sorumsuz davranacağı anlamı çıkarılmamalıdır. Hiç şüphesiz söz konusu değişkenlerin istikrarı ile fiyat istikrarının sürekliliğinin sağlanması arasında oldukça sıkı bir ilişki vardır³⁸⁶.

4651 Sayılı Kanun ile para politikasında karar alma süreciyle ilgili olarak kurumsallaşmaya gidilmiş ve Para Politikası Kurulu'nun oluşturulması kararlaştırılmıştır. Para Politikası Kurulu;

- Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi³⁸⁷,
- Para politikası stratejisi çerçevesinde, Hükümetle birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesi³⁸⁸,
- Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak, Hükümetin ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi³⁸⁹,
- Hükümetle birlikte, Türk lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirlerin alınması ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejiminin belirlenmesi ile görevli ve yetkili kılınmıştır³⁹⁰.

³⁸⁶ Bağımsız ve güvenilir bir merkez bankası için vazgeçilmez şartlardan biri de başkan, başkan yardımcılarının atanma - görevden alınma prosedürleri ve görev süreleridir. Yapılan yasal düzenlemede bu hususlar da yer almış, böylece Başkan ve ekibine herhangi bir etki altında kalmaksızın rasyonel hareket etme serbestliği kazandırılmıştır. Bu hususla ilgili olarak 1211 sayılı TCMB Kanunu'da Başkan'ın atanma ve görev süresi ile ilgili bir değişiklik yapılmamışken 4651 Sayılı Kanun ile Başkan Yardımcıları için "*Başkan (Guvernör)'a yardımcı... Başkan (Guvernör)'in önerisi üzerine müşterek kararlar beş yıl süre ile atanırlar. Başkan (Guvernör) Yardımcıları bu sürenin sonunda yeniden atanabilirler...*" şeklinde bir düzenlemeye gidilmiştir. Böyle bir uygulama, Maastricht Anlaşması'nın 108. ve ESCB'nin statüsünü düzenleyen 14. Maddesi ile de uyumlu hale gelmiştir.

³⁸⁷ Para Politikası Kurulu'na, ekonomik gelişmeler perspektifinde, fiyat istikrarına ilişkin strateji ve ilkeleri belirleme yetkisi tanınmıştır.

³⁸⁸ TCMB'nin bağımsızlığının amaç ve araç bağımsızlığı ile sınırlı olduğu, para politikası hedefinin hükümetle işbirliğinde belirleneceğini ifade etmektedir. Böylece, para politikasının yanında maliye politikası tarafı da karar sürecine ortak edilmiş ve aynı amaç doğrultusunda politikaların şekillendirileceğine kamuoyu inandırılmaya çalışılmıştır

³⁸⁹ Piyasa aktörlerinin gelecek hakkında sağlıklı karar alabilme becerisinin geliştirilmesiyle ilgilidir. İktisadi birimlerin sağlıklı karar alabilmesinin ön koşulu ise uygulanan politikalar hakkında ikna edici bilgiye sahip olmasıdır. Bu bağlamda, alınan kararların ve neyi niçin yapıldığının hem hükümet hem de kamuoyu tarafından bilinmesi, para politikasına olan güveni artıracaktır.

Kanun'da kurul üyelerinin sayısı, kimlerden oluşacağı ve atanma usulleri de düzenlenmiştir³⁹¹.

Bu düzenleme ile aynı zamanda para politikasına ilişkin karar alma mekanizması oluşturulmuştur.

4651 Sayılı Kanun ile getirilen düzenlemelerin karar alma mekanizmasında yarattığı dönüşüm üç dönem halinde ele alınırsa;

2002-2004 Dönemi: Bu dönem süresince kısa vadeli faiz oranı kararları *Başkanlık tarafından*, enflasyon bekleyişleri ve enflasyon hedefi doğrultusunda, geleceğe yönelik enflasyon görünümüne bakarak alınmaktadır. Ayrıca kısa vadeli faiz oranları Başkanlıkça, önceden duyurulmaksızın herhangi bir iş günü değiştirilebilmekte ve değişikliğe gidildiği anda yeni oranları belirten ve faiz kararının alt yapısını oluşturan bir açıklama yapılmaktadır. İki karar arasında faizlerin sabit kaldığı dönemlerde ise faizlere ilişkin doğrudan bir açıklama yapılmamaktadır. Böyle bir durum, hem iktisadi birimler açısından bir asimetrik enformasyon durumunu ortaya koymakta hem de stratejinin ön koşulu olan şeffaflık ilkesine aykırı düşmektedir. Bu da spekülasyon söylemleriyle bekleyişler üzerinde olumsuz etki oluşturmaktadır.

2005-2006 Dönemi: TCMB faiz oranı kararlarına ilişkin var olan asimetrik enformasyonu, Ocak 2005'ten itibaren değiştirerek karar alma yetkisi ve süreci ile ilgili yeni bir uygulamayı başlatmıştır. Buna göre, Ocak 2005'ten itibaren Para Politikası Kurulu, enflasyondaki ve ekonomideki gelişmeleri değerlendirmek üzere düzenli olarak önceden belirlenmiş bir takvime göre toplanmaktadır. Kurul olağan toplantısında, iç ve dış piyasa gelişmelerini ve Hazine'nin son gelişmeler ışığında maliye politikasındaki

³⁹⁰ Kur rejiminin belirlenmesi ve Türk Lirası'nın değerinin korunması gibi bir yetkinin hükümetle birlikte kullanılmasını konu almaktadır. Böylece, enflasyon dinamiklerinden olan dolarizasyon tehlikesini önlemede ve para politikasına olan güveni tesis etmede, kolektif mücadele anlayışı ortaya konmuştur.

³⁹¹ 4651 Sayılı Kanun, "*Para Politikası Kurulu, Başkan (Guvernör)ün başkanlığı altında, Başkan (Guvernör) Yardımcıları, Banka Meclisi'nce üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkan (Guvernör)ün önerisi üzerine müşterek kararla atanacak bir üyeden oluşur. Hazine Müsteşarı veya belirleyeceği Müsteşar Yardımcısı toplantılara oy hakkı olmaksızın katılabilir. Başkanlık (Guvernörlük), Başkan (Guvernör) Yardımcılığı ve Banka Meclisi üyeliği görevi sona erenlerin Para Politikası Kurulu üyeliği de sona erer. Müşterek kararla atanacak üyenin para politikası konusunda çalışmalarının bulunması ve ekonomi, işletme, bankacılık ve finans alanlarından birinde akademik unvana sahip, görevi ile ilgili alanda en az 10 yıl çalışmış, yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması gerekir. Bu üyenin görev süresi beş yıldır.*" demektedir.

gelişmeleri değerlendirmekte ve faiz oranları hakkındaki kararlarını ertesi gün kamuoyuna açıklamaktadır. Ayrıca her ay “ *Enflasyon ve Görünüm*” başlıklı basın duyurusu ile ekonominin genel görünümü hakkında bilgi verilmektedir. 2006 yılı başına kadar nihai faiz kararlarının alınması sürecinde Kurul tavsiye eden bir konumda olmuştur.

2006 ve Sonrası Dönem: Para Politikası Kurulu enflasyon hedeflemesine geçişle birlikte “*tavsiye eden*” konumdan “*karar alıcı*” konuma geçmiştir. TCMB Kanunu uyarınca Para Politikası Kurulu en az ayda bir defa toplanmaya devam etmiş ancak 2005 yılından farklı olarak toplantı tarihleri her ayın aynı gününe denk gelmesine bakılmaksızın olağanüstü toplantılar hariç önceden programlanmıştır. Buna göre, toplantı tarihleri yıllık olarak önceden kamuoyuna ilan edilmektedir. Yeni dönemde toplantı iki aşamada gerçekleştirilmektedir. İlk aşamada genel değerlendirme yapılmakta, ikinci aşamada ise görünüme ilişkin son değerlendirmeler ışığında karar için oylamaya geçilmektedir. Karar gerekçesiyle birlikte aynı gün basın duyurusu ile açıklanıp internet sitesinde yayınlanmaktadır³⁹².

Böylece, 2005 öncesine kadar oluşturulan asimetri ortadan kalkmış ve TCMB'nin kurumsallaşması ve alınan kararların şeffaf hale gelmesinde önemli bir adım atılmıştır

TCMB'nin şeffaf ve hesap verebilirliğine ilişkin düzenlemeler çerçevesinde yılda dört kez yayımlanmakta olan Enflasyon Raporu para politikasının temel araçlarından biri haline gelmiştir³⁹³. 2006 yılından sonra finansal piyasalarla ilgili olarak yayınlanan Finansal İstikrar Raporu da bu manada değerlendirilmelidir. Bu kararlar TCMB'nin para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda kamuoyunun bilgilendirmesi amaçlanmıştır. Diğer bir ifadeyle, bu düzenlemeler kamuoyunun aydınlatılmasına,

³⁹² Para Politikası Kurulu'nun faiz kararı alırken izlediği strateji şöyle özetlenmektedir “...*Kurul faiz kararı alırken, toplam arz-talep dengesi, maliye politikasına ilişkin göstergeler, parasal göstergeler ve kredi büyüklükleri, ücret-istihdam-birim maliyet-verimlilik gelişmeleri, kamu ve özel sektör fiyatlama davranışları, enflasyon beklentileri, döviz kurları ve bunları etkileyebilecek gelişmeler, olası dışsal şokların analizi ve Banka içinde üretilen ekonomik tahmin sisteminden elde edilen projeksiyonları içeren geniş bir bilgi kümesinden yararlanmaktadır.*”

³⁹³ 1211 Sayılı Kanun'un 42. ve 22. maddesinin 4651 Sayılı Kanunla gerçekleştirilen değişikliklerle sağlanmıştır. Bu hususlarla ilgili olarak Madde 42: “*Banka, para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporlar hazırlar ve kamuoyuna duyurur. Raporların hangi dönemler itibarıyla hazırlanacağı, kapsamı ve açıklanma usulü Bankaca belirlenir...*” ifadesiyle Enflasyon Raporu'na gönderme yapılmıştır

şeffaflığın gerçekleşmesine ve kamuoyu denetiminin artırılmasına zemin oluşturmuştur³⁹⁴. Bu düzenleme ile Para Politikası Kurulu'nun faiz oranları hakkında alacağı kararların kamuoyu ile paylaşılma zorunluluğu getirilerek karar alma sürecinde şeffaflığın tesis edilmesine özen gösterilerek, hesap verebilirlik ilkesine TCMB'nin izlemiş olduğu politikalarla ilgili olarak işlevsellik kazandırılması amaçlanmıştır³⁹⁵.

Başkan tarafından TCMB'nin faaliyetleri ile, uygulanmış ve uygulanacak olan para politikaları hakkında her yıl Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kurulu'na rapor sunumu yoluyla özel bir denetim usulü geliştirilmiştir. Böyle bir çerçeve, merkez bankalarının orta vadeli amaçlarını göstermesi ve enflasyonla mücadelede orta vadeli beklentileri yönetmesi bakımından önemlidir. Ayrıca Banka'nın Meclis Plan Bütçe Komisyonu'nu bilgilendirmesiyle, hesap verebilirliğin yanında, kanun yapıcıya ekonomiyle ilgili yasal düzenleme çalışmalarında da olumlu katkı sağlaması öngörülmektedir³⁹⁶.

Özet olarak, TCMB yapmış olduğu sunumlar, internet sitesinde yayınladığı para politikası raporları, enflasyon duyuruları, beklenti anketi ve iktisadi yönelim anketi gibi istatistiksel bilgiler, basın duyuruları, günlük olarak yayınlanan bilançolar, bağımsız denetim kurumu raporları ve diğer her türlü bilgi aktarımı yoluyla kamuoyunu bilgilendirmektedir. Böylece TCMB öncelikle topluma, sonrasında toplumun temsilcisi sıfatıyla TBMM'ne ve Hükümet'e karşı hesap verebilirlik ilkesinin ve şeffaflığın gereklerini yerine getirmiş olmaktadır.

³⁹⁴ Bunun yanında, Madde 22/A'da Para Politikası Kurulu'nun görevleri arasında: “*Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak Hükümet'in ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi... Para Politikası Kurulu, ilan edeceği hususları ve bunların ilan şeklini belirler. Para Politikası Kurulu 'nca Resmi Gazete'de ilanı istenilecek hususlar gecikmeksizin ilan edilir.*” hükümleri sayılmaktadır.

³⁹⁵ Bunun yanında, 42. Madde, enflasyon hedefinden sapmalar söz konusu olduğunda: “*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 ile hesap verme sürecinin nasıl işleyeceği ortaya konulmuştur.

³⁹⁶ Öte yandan, şeffaflık ve hesap verebilirlik çerçevesinde 4651 Sayılı Kanun'un 42. maddesine göre: “*Başkan (Guvernör) tarafından, Banka faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikası hakkında, her yıl Nisan ve Ekim aylarında, Bakanlar Kurulu'na rapor sunulur. Banka, faaliyetlerine ilişkin olarak, yılda iki defa Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu'nu bilgilendirir.*”

2.2.3. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Altyapısının Oluşturulması

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin tercihinde 2001 yılı para politikası ve uygulamaları önemli rol oynamıştır. Bu dönemde uygulanan döviz kuru hedefleme stratejisi “*para kurulu benzeri bir para politikası*” demetinden oluşmaktadır. Bu politikaların tipik bir özelliği, son yıllarda çıkan krizlerin döviz kuru hedeflemesini uygulayan ülkelerde yaygın bir şekilde görülmesidir. Ancak 2001 yılından sonra uygulanan politikalarda 2001 krizinin temel dinamiklerini oluşturan sabit kur rejimi ve birlikte uygulanan net iç varlık uygulamasından vazgeçilmiş yerine TCMB’nin borç veren son merci olma fonksiyonunun işlerlik kazandığı bir politika tercihi yapılmıştır. Böylece, TCMB’nin piyasaların etkin çalışmasını sağlamaya ve kısa vadeli faiz oranlarındaki aşırı dalgalanmaları önlemeye yönelik gereken tedbirleri süratle alabilmesi sağlanarak likidite kıtlığına bağlı krizlerin önüne geçilmek istenmiştir.

2.2.3.1 Doğrudan Enflasyon Hedeflemesine Geçmeyi Engelleyen Faktörler

2001 yılının kriz yılı olması ve buna bağlı olarak karşı karşıya kalınan ekonomik yapı, yeni bir politika stratejisi uygulanmasında biz dizi dezavantajlar içermektedir. Eğer tercih edilen para politikası stratejisi, enflasyon hedeflemesi gibi bazı önkoşulları gerektiren bir strateji ise söz konusu olan dezavantajların ortadan kalkması için bir ön hazırlık süreci kaçınılmaz hale gelmektedir. Zira enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceği ilk yıllarda, para politikası aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizliklerin ve risk priminin yüksek olması gibi bir dizi dezavantajlar karşısında para politikasının başarılı olma ihtimali oldukça düşüktür. Enflasyon hedeflemesi stratejisine gerekli şartlar sağlanmadan geçilmesi durumunda, hem başarısız olunacak hem de programın hemen başında stratejiye olan güven azalarak enflasyon hedefinin nominal çıpa olma özelliği kaybolacaktır. Enflasyon hedeflemesi stratejisine doğrudan geçişi engelleyen unsurlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Para politikasının etkinliğini sınırlayan “mali baskınlık” ve “kamu borcu baskınlığı” ile hassas kamu borç dinamikleri ile karşı karşıya kalınması.

- İktisadi ve siyasi belirsizlikler karşısında kredi riskinin ve talep edilen risk priminin oynaklığının artması, döviz kurundan fiyatlara geçişkenliğin yüksek olması, şoklara karşı finansal piyasaların zayıf-kırılgan yapısı ve para ikamesinin yüksek olması.
- Para politikasında kredibilitenin artırılma gereği ve kredibilitayı olumsuz etkileyen şartların zamanla elimine edilme ihtiyacı.
- Başlangıç enflasyon oranının yüksek olması, enflasyon tahminlerinde kullanılan modellerin yetersizliği ve İktisadi birimlerin fiyatlama kararlarında geçmiş enflasyona dayalı tutumları.
- Mali sektörün yeniden yapılandırılması, şeffaflığın artırılması, kamu finansmanının güçlendirilmesi, rekabetin artırılması ve sosyal dayanışmanın güçlendirilmesi gibi bir dizi yapısal reformların gerekliliği.
- Enflasyon hedeflemesinin sorunsuz bir biçimde uygulanacağına dair herhangi kurumsal bir somut taahhüdün olmaması.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisine uygun teknik ve kurumsal altyapının henüz tesis edilememiş olması.

2.2.3.2 2002-2005 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

Türkiye ekonomisinde yaşanan yüksek ve kronik enflasyon süreci, uygulanan hedefleme stratejileri ve enflasyonla mücadele çabaları açısından ele alındığında, politika tercihlerinin fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyüme önceliğine göre yapılmadığını ortaya koymaktadır. Bir diğer deyişle, fiyat istikrarı diğer amaçlar lehine sürekli olarak feda edilmiştir. Uygulanan programların bazılarında enflasyonda önemli düşüşler sağlansa da siyasal istikrarsızlık, yapısal reformların gerçekleştirilememesi ve kısa vadeye odaklı politikalar nedeniyle kamu maliyesi disiplininin taviz verilmesi sağlanan başarıların sürekliliğini engellemiştir. Özellikle enflasyonu düşürme programının içerdiği olumsuzluklar programın zafiyetlerini ortaya çıkarmış ve programa duyulan güven her geçen gün azalmıştır. Güven aşınmasına yol açan bu politika iklimi değişmedikçe, başka bir politika tercihi ile uygulanan stratejinin adı değişse bile politika ortamının aynı özellikleri sergilemesine bağlı olarak fiyat istikrarı ile diğer politika amaçları arasında çatışma doğuran dinamiklerin yeniden oluşmasına zemin hazırlanacaktır. Buna göre, Türkiye ekonomisinde mali baskınlığın hakim olduğu

bir politika ortamının varlığına bağlı olarak, yeniden kriz dinamiklerinin doğmaması için enflasyon hedeflemesine doğrudan geçilmeyip aşamalı bir dezenflasyon sürecinin benimsenmesi enflasyonla mücadelede daha gerçekçi bulunmuştur. Böylece, yeni bir program olan enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğinde politika ortamındaki baskınlık unsurlarının ortadan kaldırılmasının bir gereği olarak aşamalı dezenflasyon süreci kaçınılmaz bir tercih olmuştur.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisi TCMB’nin 9 Aralık 1999 tarihinde IMF’ye sunduğu niyet mektubunun 34. maddesinde ilk kez gündeme getirilmiş ve ertesi yıl verilen niyet mektubu ile TCMB enflasyonu kontrol altına alma yönündeki nihai hedefine ulaşmak için doğrudan odaklanabileceği bir politikaya doğru yumuşak bir geçiş süreci öngörmüştür³⁹⁷. Fakat enflasyon hedeflemesine yumuşak geçişi öngören bu plan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin olumsuz etkisiyle sonuçsuz kalmıştır. Gelinen yeni durumda 2001 ve 2002 yıllarını kapsayacak şekilde IMF ile yeni bir program yapma gereği duyulmuş ve 3 Mayıs 2001 tarihinde sunulan niyet mektubunda döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılacağı ve enflasyon etkilerini dizginlemede parasal hedeflemeye dayalı stratejinin uygulanacağı dile getirilmiştir³⁹⁸. Ancak ne var ki, kendi kendini besleyen olumsuz ekonomik yapı programın uygulanabilirliğini iyice zorlaştırmıştır. Bunun üzerine daha güçlü mali kaynaklarla desteklenen yeni bir programa ihtiyaç duyulmuş ve 18 Ocak 2002 tarihinde IMF’ye sunulan niyet mektubu ile birlikte 2002–2004 yıllarını kapsayan 18. Stand-by düzenlemesi talep edilmiştir³⁹⁹. “*Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*”nın da temelini oluşturan bu düzenlemede enflasyon hedefine odaklı parasal taban seviyesine ilişkin performans kriterleri oluşturulmuştur. Diğer bir ifadeyle, 2002 yılından itibaren parasal hedefleme ile aynı zamanda “gelecek dönem enflasyonu”na odaklanan bir para politikası uygulamasına geçilmiştir. TCMB Böyle bir uygulamanın “*örtük bir enflasyon hedeflemesi*” anlamına

³⁹⁷ 18 Aralık 2000 tarihinde sunulan niyet mektubunda “... *Döviz kuru merkezli bir parasal çerçeveden yavaş yavaş, başka birçok ülkede başarıyla uygulamaya alınmış olan resmi enflasyon hedefleme merkezli bir çerçeveye geçeceğiz*” şeklinde ifade yer almaktadır. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/niyet/mektup.html>

³⁹⁸ http://www.belgenet.com/eko/mektup_030501.html

³⁹⁹ <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/niyet/nm0402/nmektubtr.htm>

geldiğini ve koşullar oluştuğunda “açık enflasyon hedeflemesi politikası” na geçileceğini ifade etmiştir⁴⁰⁰.

TCMB örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemde, esnek döviz kuru rejimini benimsenmekle birlikte döviz piyasasında aşırı oynaklığı önlemek için zaman zaman piyasaya müdahale etmiştir. Ancak böyle bir uygulama belli bir kur hedefi amacını taşımamıştır. Dalgalı kur rejimi uygulaması altında asıl politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının, sadece fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda aktif olarak kullanılması benimsenmiştir. Bu süreçte, öngörüldüğü gibi, nominal çıpa olarak belirlenen parasal taban, bir diğer nominal çıpa olan hedeflenen enflasyon oranına göre sınırlandırılmıştır. Böylece para politikasının kredibilitesi yükseltilmeye çalışılmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesinden açık enflasyon hedeflemesine kademeli geçiş stratejisinin benimsenmesinin temel nedeni açık enflasyon hedeflemesi stratejisinin ön koşullarının oluşmadığı inancıdır. Diğerleri ise, kronik enflasyon ortamında para talebi tahmininin zorlukları ve parasal göstergelerle enflasyon arasında ilişkinin zayıflaması yüzünden salt parasal hedefleme ile enflasyonla mücadelenin yeterli olmayacağı kanaatidir.

Para ve kur politikalarında “Örtük Enflasyon Hedeflemesi” stratejisini benimseyen ve 18. Stand-by Antlaşması çerçevesinde 2002 yılında başlatılan istikrar programı 2005 yılı başında tamamlanmıştır. Bu süreçte TCMB açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi için ön koşulların büyük oranda oluştuğu ve doğru zamanlamanın yaklaştığına işaret etmiştir⁴⁰¹. Ancak gerek Türkiye İstatistik Kurumu’ nun (TÜİK) yayımladığı fiyat endekslerindeki yapmış olduğu değişiklikler, gerekse paradan sıfır atma operasyonu nedeniyle TCMB 2005 yılını enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için son hazırlık dönemi olarak ilan etmiştir⁴⁰².

TCMB açık enflasyon hedeflemesi uygulamadan önce gelecek dönem enflasyonuna endeksli uygulamış olduğu para politikasını örtülü enflasyon hedeflemesi rejimi olarak

⁴⁰⁰ *ibid*, madde 22,23

⁴⁰¹ <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/DUY2005-49.php>

⁴⁰² <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2004/DUY2004-59.php>

tanımlamıştır. 2002 yılında yayınlanan para ve kur politikası metni incelendiğinde örtülü enflasyon hedeflemesi stratejisinin genel özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir⁴⁰³:

- Strateji, önemli ölçüde faiz dışı fazlaya dayanan mali disiplinin tesisi, “*Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*” ile başlatılan bankacılık reformunun tamamlanması, gerekli iktisadi reformların yapılması, borç stokunun kısa vadede sürdürülebilmesi ile ilgili tereddütlerin ortadan kalkması gibi bir dizi varsayım üzerine oturmaktadır.

- Dalgalı kur rejimi çerçevesinde, TCMB sadece döviz piyasasındaki aşırı oynaklık durumunda en alt düzeyde müdahalede bulunacak ve döviz kurunun uzun dönemli doğal denge değerini bozmayacak şekilde döviz rezervlerini artırmaya yönelik şeffaf işlemler yapabilecektir.

- Para politikasında parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi gibi iki tür nominal çıpa kullanılarak gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir politika takip edilecektir. Ayrıca, enflasyonun gelecekte alacağı değer dikkate alınarak kısa dönem faiz oranları aktif bir şekilde kullanılacaktır.

- Enflasyon hedefi ile uyumlu parasal hedeflemede; TCMB bilançosundan seçilen parasal taban büyüklüğü ve Net Uluslararası Rezervler (NUR) performans kriteri olarak, Net İç Varlıklar (NİV) ise gösterge niteliğinde bir büyüklük olarak kabul edilecektir⁴⁰⁴.

Daha önce de ifade edildiği gibi, kriz sonrasında hüküm süren belirsizlik ortamı nedeniyle başarılı bir enflasyon hedeflemesi rejimi uygulaması için gerekli ön koşulların büyük bir bölümü sağlanamamış olduğundan, bu şartlar altında enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı olarak geçilmesine karar verilmiş ve öncelikli olarak “örtük enflasyon hedeflemesi rejimi” olarak adlandırılan bir ara rejim uygulamaya koyulmuştur. Örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiği dönemde Türkiye’de para politikasını kısıtlayan en önemli unsurlardan biri de “mali baskınlık” sorunu olmuştur. Bir ekonomide kamu borç stokunun yüksek ve vadesinin kısa olması para politikası etkinliğini zayıflatabilmekte ve para politikası aktarım mekanizmasının işleyişini çeşitli yönlerden kısıtlayabilmektedir. Türkiye’de 2001 krizi sonrasında bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ve kamunun sorunlu bankaların yükümlülüklerini üstlenmesi kamu borç stokunun rekor bir seviyeye yükselmesine neden olmuştur.

⁴⁰³ <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html>

⁴⁰⁴ <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html>

2002 yılında yurt içi borçlanmanın ortalama vadesi 9 ay gibi oldukça kısa bir süreye inmiş, toplam kamu borcunun yarısından fazlası ya döviz cinsinden ya da dövize endeksli hale gelmiştir. Tüm bu unsurlar borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları iktisadi gündemin ön sıralarına taşıyarak para politikasının etkinliğini sınırlamıştır. Bu nedenle örtük enflasyon hedeflemesinde nihai hedef, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak belirlenmiştir. Bu dönemde enflasyon hedefleri yıl sonları itibarıyla TÜFE enflasyonu cinsinden oluşturulmuş ve yalnızca 1 yıl sonrası için açıklanmıştır. Bu amaca yönelik olarak kullanılacak temel politika aracı ise kısa vadeli faiz oranı olarak belirlenmiştir.

Bunun yanında söz konusu dönemde, Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yapılmış olan program gereğince TCMB bilançosundaki çeşitli büyüklüklere kısıt koymak yoluyla parasal büyüklüklere ilişkin hedefler de ilave nominal çapa olarak kullanılmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk yıllarında para politikası kararları TCMB Başkanı tarafından alınmış ve kararların zamanlamasına ilişkin olarak kamuoyuna önceden açıklama yapılmamıştır.

Bu dönemde Para Politikası Kurulu'nun karar alma sürecindeki rolü zaman içerisinde belirginleşmiştir. Üç ayda bir yayımlanan Para Politikası Raporu ve enflasyonun görünümüne ilişkin aylık basın duyuruları temel iletişim araçları olmuştur. Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde ilan edilen enflasyon hedefleri nokta hedeften ziyade bir üst sınır olarak tasarlanmıştır. Enflasyonun çok yüksek düzeylerden aşağı indirilmesinin planlandığı bu dönemde böyle bir stratejinin daha etkin olacağı düşünülmüştür.

2002 yılı ilk dört ayında uygulanmakta olan ekonomik programın kararlılıkla sürdürülmesi ve programın IMF tarafından ek kaynak ile desteklenmesi programa olan güveni artırmış ve iç borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları ortadan kaldırmıştır. Bu dönemde Türk lirası nominal olarak yüzde 8 civarında değerlendirilmiş, Hazine iç borçlanma faiz oranları ise 20 puan kadar gerilemiştir. Piyasalarda belirsizliklerin azalması iyimserliği artırarak enflasyon beklentilerinin aşağıya çekilmesini sağlamıştır. Maliyet yönlü enflasyonist baskıların azalmasının yanısıra, iç talepteki yetersizliğin

sürmesi de fiyat artışlarının yavaşlamasına katkıda bulunmuştur. Söz konusu ekonomik gelişmeler ışığında, TCMB gecelik faiz oranlarını kademeli olarak düşürmüş, Ocak-Nisan 2002 döneminde gecelik borçlanma faiz oranı yüzde 59'dan yüzde 48'e, borç verme faiz oranı ise yüzde 62'den yüzde 55'e gerilemiştir⁴⁰⁵.

Mayıs ayı başında yaşanan olumsuz politik gelişmeler ve erken seçim olasılığının gündeme gelmesi, Avrupa Birliği'ne (AB) katılım sürecinde önemli bir adım olan Uyum Yasaları'nın kabulü konusunda ortaya çıkan anlaşmazlıklar yılın ilk aylarında sağlanan olumlu ekonomik gelişmeyi engellemiştir⁴⁰⁶. Bu dönemde Türk lirası ve döviz piyasalarında dalgalanmalar artmış ve enflasyon oranındaki gerileme yavaşlamıştır. Ancak seçim tarihinin belirlenmesi, AB Uyum Yasalarının kabul edilmesi ve ekonomik programın genel seçimden sonra da sürdürüleceğine ilişkin güvenin sağlanması siyasi belirsizlik algılamasını azaltırken seçim sonuçları da piyasalarca olumlu karşılanmıştır. TCMB gelecek döneme ilişkin olumlu beklentilerin sürmesini ve piyasalardaki dalgalanmaların azalmasını göz önünde bulundurarak, Ağustos ve Kasım aylarında kısa vadeli faiz oranlarında tekrar indirmeye gitmiş ve gecelik borçlanma faiz oranını yüzde 44'e, borç verme faiz oranını ise yüzde 51'e düşürmüştür⁴⁰⁷. Siyasal belirsizliklere ve Kasım ayında yapılması zorunlu hale gelen erken seçime rağmen, yıl genelinde gözlenen mali istikrar ekonomik canlanma için elverişli bir zemin hazırlamıştır⁴⁰⁸. Bu çerçevede, yıllık TÜFE enflasyonunun 2002, 2003, 2004 ve 2005 yıl sonları için sırasıyla yüzde 35, yüzde 20, yüzde 12 ve yüzde 8 seviyelerinin altına çekilmesi hedeflenmiştir. Geçen süre zarfında enflasyon oranları beklentilerin de altında gerçekleşerek 2001 yılındaki yüzde 68 seviyesinden 2005 yılı sonu itibarıyla yüzde 7,7 seviyesine kadar gerilemiştir.

2001 yılındaki ekonomik daralmanın ardından Türkiye ekonomisi 2002 yılında yeniden büyüme sürecine girmiştir. 2002 yılının ikinci yarısında yaşanan siyasi belirsizlikler ve Kasım ayında gerçekleşen erken seçime rağmen büyüme hızı beklentilerin oldukça üstüne çıkarak yüzde 7,8'e ulaşmış, tüketici fiyatları artış hızı ise yıl sonu hedefinin

⁴⁰⁵ <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/DUY2003-2.htm>

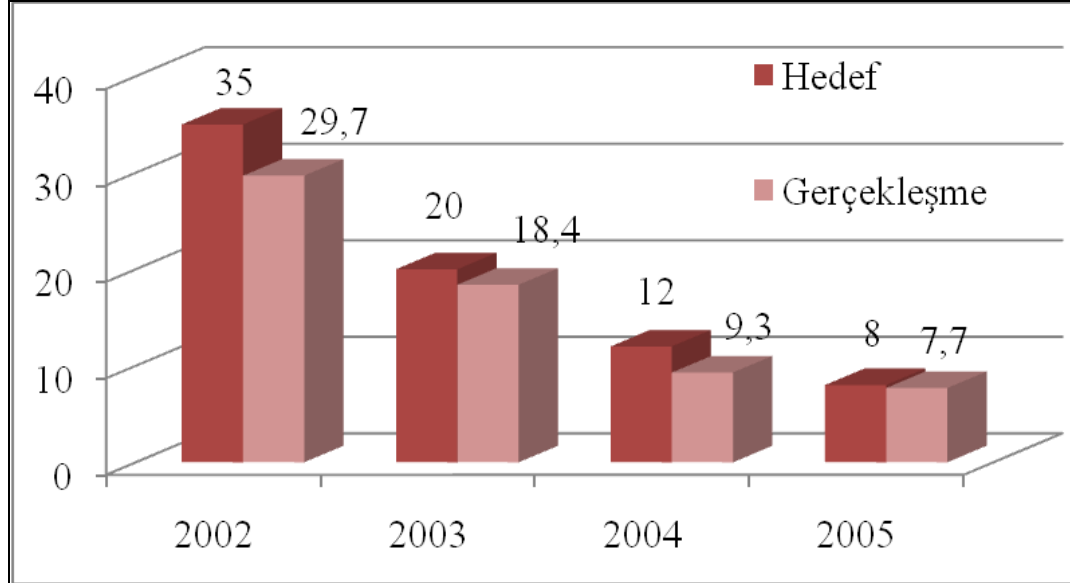
⁴⁰⁶ TCMB 2002 Yıllık Rapor, s.15

⁴⁰⁷ *ibid*

⁴⁰⁸ *ibid*

altında gerçekleşerek yüzde 29,7'ye gerilemiştir⁴⁰⁹. Yaşanan siyasi belirsizliğin ekonomik programın kararlılıkla uygulanmasında ekonomik bir kesintiye yol açmaması ve fiyat istikrarı odaklı para politikası uygulamasına devam edilmesi, enflasyonda önemli ölçüde bir gerilemeyi ve diğer olumlu makro ekonomik gelişmeleri beraberinde getirmiştir. 2003 yılı ekonomik programının temel amaçları enflasyonla mücadele, borç yükünün azaltılması ve sürdürülebilir hızlı büyüme olarak belirlenmiştir⁴¹⁰. Yeni kurulan Hükümetin göreve başlamasının ardından iç siyasi belirsizliğin bir ölçüde azalmasına karşın, 2003 yılının Mart ayında Irak operasyonuna ilişkin belirsizlikler ve Hükümetin ekonomi politikalarına ilişkin tereddütler finansal piyasalarda dalgalanmaya yol açmıştır. Bu dönemde, olumsuz dış gelişmelere bağlı olarak yükselen uluslararası ham petrol fiyatları ve Türk lirasının değer kaybetmesi maliyetleri artırmıştır. Bu gelişmelerin sonucunda 2003 yılının Şubat-Nisan döneminde tarım ve gıda fiyatlarındaki mevsimsel etkileri de aşan hızlanma aylık enflasyon oranlarında beklentilerin üzerinde artışa neden olmuştur⁴¹¹.

Grafik 2.22: 2002-2005 Döneminde Hedefler ve Gerçekleşmeler (Enflasyon)



Kaynak: TCMB, TÜİK

⁴⁰⁹ TCMB 2003 Yıllık Rapor, s.20

⁴¹⁰ Bu çerçevede büyüme hızı yüzde 5 olarak öngörülmüş, yıl sonu enflasyon hedefi ise yüzde 20 olarak saptanmıştır. *ibid*, s.23

⁴¹¹ *Ibid*, s.26

2003 yılının Nisan ayında Irak operasyonunun sona ermesi, bütçe performansındaki olumlu gelişmeler, IMF ile yürütülen “4. Gözden Geçirme”nin tamamlanması ve yaşanan dışsal şokun uzun dönemde enflasyondaki düşüş eğilimini etkilemeyeceği öngörüsü piyasalardaki belirsizlikleri önemli ölçüde azaltmıştır⁴¹². Temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonu etkileyen değişkenlerin gelecek dönemlerdeki olası hareketlerini çeşitli senaryolar çerçevesinde analiz ederek belirleyen TCMB, faiz oranlarını Nisan ayından itibaren altı kez indirmiştir⁴¹³. Büyük ölçüde Irak Savaşı kaynaklı belirsizliklerin ortadan kalkarak güven ortamının yeniden oluşmasının olumlu etkileri Nisan ayından itibaren iç borçlanma faiz oranları, döviz kurları ve enflasyon beklentileri üzerinde belirgin bir şekilde gözlenmiştir⁴¹⁴.

Enflasyondaki düşüşte birçok faktör rol oynamıştır. Bu faktörler; Türk lirasının yabancı paralar karşısında değer kazanması, reel ücretlerdeki gerileme ve verimlilik artışları sonucunda maliyet koşullarında meydana gelen iyileşme, gıda ve tarım fiyatlarında görülen yavaşlama, kamu kesiminde enflasyon hedefiyle büyük ölçüde uyumlu fiyatlandırma politikası izlenmesi ve iç talep baskısının olmayışı olarak sıralanabilir.

Öncelikle enflasyon hedefine yönelik olarak uygulanan tutarlı para politikaları ve mali disiplin, güven ortamının oluşmasına katkıda bulunarak borçlanmanın sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları azaltmış ve enflasyon beklentilerini düşürmüştür. Bu gelişmeler faizlerin düşmesine, Türk lirasının güçlenmesine katkıda bulunmuş, dolayısıyla enflasyonla mücadeleye maliyetler yönünden destek sağlamıştır. Mali ve parasal disiplin aynı zamanda iç talebin kontrolsüz bir şekilde canlanmasına izin vermeyerek enflasyon üzerinde talep yönlü bir baskı oluşmasını önlemiştir.

⁴¹² *ibid*, s.25

⁴¹³ Ekonomik programın uzun vadeli bir bakış açısıyla ve kararlılıkla uygulanmaya devam edileceği, mali disiplin ve yapısal reformlardan sapma olmayacağı gözlemlenerek hareket ederek, Ocak ayında yüzde 44 seviyesinde bulunan gecelik borçlanma faiz oranı, Nisan-Ekim döneminde aşamalı olarak azaltılarak yüzde 26 seviyesine çekilmiştir. *ibid*

⁴¹⁴ Mart ayında yüzde 59,9'a ulaşan Hazine iç borçlanma faiz oranları yıl sonunda yüzde 27,9'a gerilemiş, Türk lirası döviz kuru sepeti (1 ABD doları + 0,77 Euro) karşısında yıl sonu itibarıyla yüzde 7 değer kazanmıştır. Yılın ilk beş aylık döneminde yıl sonu hedefiyle uyumlu patikanın üzerinde yükselen tüketici fiyatları enflasyonu ise Haziran ayından itibaren hedefe hızla yaklaşmaya başlamış ve 2002 yılının ardından 2003 yılında da hedefin altında gerçekleşmiştir. Tüketici fiyatları enflasyonu yüzde 20 olan hedefin 1,6 puan altında kalarak, 2003 yılı sonunda yüzde 18,4'e gerilemiştir. 2002 yılında yüzde 30,8 olan toptan eşya fiyatları enflasyonu ise 2003 yılı sonunda yüzde 13,9'a gerilemiştir. *ibid*

2004 yılında da gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası izlenmiştir. Bu hedefe ulaşmak için kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olarak kullanılmış, TCMB temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak mali piyasalardaki istikrarın devam etmesi yönünde de gerekli önlemleri almıştır. Bu çerçevede, IMF ile yapılan stand-by anlaşması doğrultusunda, uygulanmakta olan ekonomik programla uyumlu olarak daraltıcı nitelikteki parasal performans ile parasal gösterge hedeflerine ulaşmak için gerekli politikalar yürütülmüş, bu uygulamalar sonucunda Aralık 2004 sonu için Para Tabanı ve NUR'a ilişkin performans ve NİV'e ilişkin gösterge niteliğinde konulan hedefler tutturulmuştur⁴¹⁵.

Enflasyonda yaşanan düşüğe paralel olarak TCMB kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonist baskılara neden olabilecek iç ve dış talepteki gelişmeleri ve maliyetlerle ilgili riskleri dikkate alarak belirlemiş ve yıl boyunca dört defa faiz indirimine gitmiştir⁴¹⁶. Ancak kısa vadeli faiz oranlarındaki hızlı gerileme Hazine iç borçlanma ihalelerinde oluşan faiz oranlarında gözlenememiştir. Bunun başlıca nedeni ekonomik birimlerin risk algılamalarının yüksek düzeyini korumaya devam etmesidir⁴¹⁷. Ancak Nisan ayında Kıbrıs'ta yapılan referandumla ilgili gelişmeler ve FED'in faizleri artırmaya ilişkin beklentiler, ihale faiz oranlarını Mayıs ayında artırıcı yönde etkilemiştir. Mayıs ayından sonra faiz oranları tekrar düşme eğilimine girmiş ve ortalama ihale faiz oranı Aralık ayında yüzde 23,1 düzeyinde gerçekleşmiştir⁴¹⁸.

Ekonomik programın önceki iki yılda makro ekonomik hedeflere ulaşma konusundaki başarısı, 2004 yılı başında ekonomik birimlerin bekleyişlerini olumlu etkilemiştir⁴¹⁹. Yıl içinde enflasyon oranlarının hedef dahilinde gerçekleşmesi ekonomi politikalarına duyulan güvenin artmasına katkıda bulunmuştur. Ekonomideki belirsizliklerin önemli ölçüde ortadan kalkması sonucunda enflasyondaki düşüş sürecine paralel olarak faiz oranları da gerilemiştir. Ayrıca güçlenen iktisadi temeller doğrultusunda Türk lirası yabancı para birimleri karşısında değer kazanmıştır. Türk lirasının güçlü konumu ve

⁴¹⁵ TCMB 2004 Yıllık Rapor, s.15

⁴¹⁶ 2004 yılı başında yüzde 26 olarak belirlenen Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Repo-Ters Repo Pazarı gecelik borçlanma faiz oranı, yıl sonu itibarıyla yüzde 18'e indirilmiştir.

⁴¹⁷ Ocak 2004'te yüzde 25,5 olan ortalama ihale faiz oranı, yılın ilk dört ayında düşme eğilimini sürdürmüştür.

⁴¹⁸ *ibid*, s.16

⁴¹⁹ *ibid*, s.20

ekonominin gidişatına ilişkin olumlu beklentiler çerçevesinde kredi imkanlarının genişlemesi, özellikle ertelenmiş tüketim ve yatırım harcamaları için uygun bir ortam yaratmıştır⁴²⁰.

Türkiye ekonomisinin büyüme süreci 2005 yılında 2004 yılına göre yavaşlamakla birlikte sürmüştür. Ekonomik programın uygulanmasındaki kararlılığın devamıyla birlikte güven ortamının güçlenmesi, ulusal paranın bulunduğu güçlü seviye ve faizlerdeki gerilemenin sürmesi ekonomideki canlanmanın 2005 yılında da devam etmesini sağlamıştır. Uygulanmakta olan ekonomik programın önceki üç yılda makro ekonomik hedeflere ulaşma konusundaki başarısı 2005 yılı başında ekonomik birimlerin beklentilerini de olumlu etkilemiştir. Ekonomideki güven ortamının güçlenmesiyle birlikte enflasyon ve faiz oranlarındaki gerileme süreci 2005 yılında da devam etmiştir.

Buna paralel olarak TCMB, 2005 yılında dokuz kez faiz indirimi yaparak yılın başında yüzde 18 olan gecelik borçlanma oranını temkinli bir duruşla kademeli olarak yıl sonu itibarıyla yüzde 13,5 seviyesine çekmiştir. Faiz indirim kararlarında enflasyon beklentilerindeki düşüş, iç talep baskısının güçlü olmaması, AB ve IMF ile ilişkilerde olumlu gelişmeler ve ekonomik programın mali disiplin ve yapısal reformlardan taviz vermeden uygulanacağına olan inanç belirleyici unsurlar olmuştur⁴²¹.

Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde 2002-2005 yılları arasında yıl sonu enflasyon hedefleri açıklanmış ve bu süreçte enflasyon belirlenen hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde enflasyonun hedeflerin altında kalması üzerinde bulunmasına oranla daha kabul edilebilir bir durum olarak değerlendirilmiştir. Bu bağlamda TCMB'nin ilan ettiği hedefler örtük bir şekilde "üst sınır" olarak algılanmıştır. Ancak 2006 yılının Ocak ayında ilk kez yayınlanan "Enflasyon

⁴²⁰ *ibid*, 2.20

⁴²¹ Buna karşın, hizmet enflasyonundaki katılık, petrol fiyatları ile uluslararası likidite koşulları gibi TCMB'nin kontrolünde olmayan dışsal gelişmeler faiz kararlarında temkinli bir tutum izlenmesine yol açmıştır. TCMB, 2005 yılında döviz kurunda görülen aşırı oynaklık neticesinde yıl boyunca döviz piyasasına doğrudan alım şeklinde altı defa müdahale etmiştir. Ayrıca, yıl boyunca; döviz rezervlerini güçlendirmek amacıyla güçlü ödemeler dengesi pozisyonu ve ters para ikamesi gelişmelerine bağlı olarak ihale yöntemiyle döviz alımları yapmış ancak döviz kurunun uzun dönemli eğilimini ve doğal denge değerini etkilememiştir. İhaleler ve müdahaleler yoluyla yapılan toplam döviz alım tutarı 22 milyar ABD doları olmuştur.

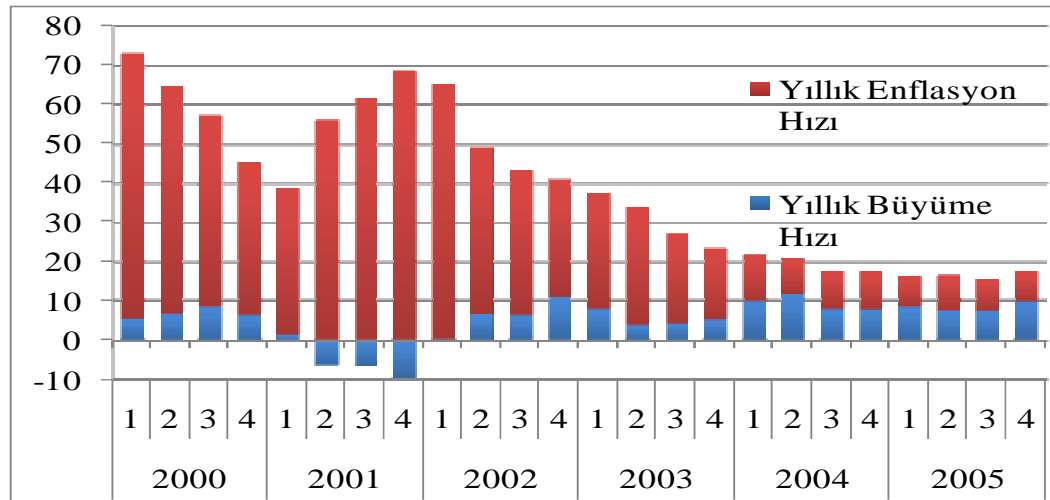
Raporu'nda TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimi sürecinde hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmaları aynı şekilde değerlendireceğini ilan etmiştir⁴²². Diğer bir deyişle, TCMB'ye göre enflasyonun hedefin belirgin olarak altında kalması, belirgin olarak üzerinde olması kadar önem taşıyacaktır. Ancak para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi belirli bir süre gerektirdiğinden, para politikası bugünkü enflasyonun değil gelecekteki enflasyonun hedefle tutarlılığına odaklanmaktadır. Bu bağlamda, dışsal şokların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine anında tepki verilmeyerek, orta vadeli hedeflere vurgu yapılmak suretiyle politika tepkisi zamana yayılmaktadır⁴²³.

Tablo 2.18: Dönemler İtibarıyla Büyüme ve Enflasyon

	Ortalama Enflasyon	Ortalama Büyüme
1981-1989	% 43,4	% 4,8
1990-2001	% 74,0	% 3,0
2002-2006	% 14,9	% 7,5

Kaynak: TCMB; TÜİK

Grafik 2.23: Düşen Enflasyon ve Yüksek Büyüme (2000-2005)



Kaynak: TCMB, TÜİK

⁴²² TCMB Enflasyon Raporu 2006-I, s.59

⁴²³ TCMB açısından önemli olan enflasyondaki geçici dalgalanmalardan ziyade uygulanan politikaların orta vadeli hedeflerle tutarlı olmasıdır. *ibid*, s.59

Sonuç olarak örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyondaki hızlı ve yüksek oranlı düşüş güçlü büyüme ile birlikte sağlanmıştır. 2002-2005 döneminde, Türkiye ekonomisi yıllık ortalama yüzde 7 civarında büyümüş ve üretim oynaklığı önemli ölçüde azalmıştır.

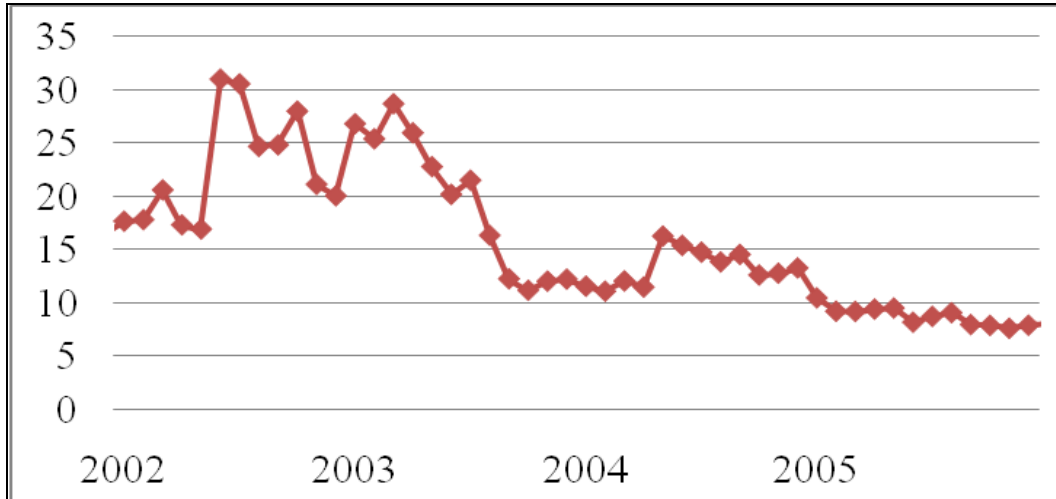
Esasen Türkiye ekonomisi, 1950 sonrası dönemde sürekliliğe sahip en yüksek büyüme hızına 2002-2007 yılları arasında ulaşmıştır. Bu dönemde ekonomi yıllık ortalama yüzde 6,8, birikimli olarak ise yüzde 50 dolayında büyümüştür⁴²⁴. Çeyrek dönemler itibarıyla yıllık artış oranına bakıldığında, 24 dönem boyunca ekonomide kesintisiz büyüme gözlenmiştir. Bu performans, 1987 yılından beri en uzun kesintisiz büyüme sürecine karşılık gelmektedir. Diğer taraftan, Türkiye'nin uzun dönemli büyüme oranında sürekli bir düşüş eğilimi gözlenmektedir. Yıllık ortalama büyüme oranı 1950-2007 döneminde yüzde 5 iken, 1960-2007 döneminde yüzde 4,7'ye, 1970-2007 döneminde yüzde 4,4'e, 1980-2007 döneminde yüzde 4,3'e gerilemiştir. 2001 yılından sonra gerçekleşen hızlı ekonomik büyüme neticesinde, 1990-2007 dönemindeki ortalama büyüme oranı sınırlı bir iyileşme göstererek yüzde 4,5'e ulaşmıştır. Büyüme oranındaki zayıflık görece yüksek olan nüfus artış oranı ile birlikte ele alındığında, Türkiye ekonomisinde sağlanan uzun dönemli refah artışının sınırlı düzeyde kaldığı görülmektedir. Bu çerçevede, geçmiş dönemde kaydedilen büyümenin temel kaynaklarının ortaya konulması ve sürdürülebilirliği hususu önem arz etmektedir⁴²⁵.

⁴²⁴ TCMB Enflasyon Raporu 2008-IV

⁴²⁵ Cobb-Douglas üretim fonksiyonu kullanılarak büyümenin kaynakları üretim faktörleri bazında ayrıştırıldığında, üç farklı model kullanılarak tahminler yapılmıştır. Saygılı, Ş. ve C. Cihan (2008) "*Türkiye Ekonomisinin Büyüme Dinamikleri: 1987-2007 Döneminde Büyümenin Kaynakları Temel Sorunlar ve Potansiyel Büyüme Oranı*", TÜSİAD-TCMB Küresel Ekonomiye Entegrasyon Sürecinde Büyüme Dizisi No:3. Birinci modelde standart üretim fonksiyonu kullanılmıştır. Başka bir ifadeyle, üretim miktarı veya yaratılan katma değer bağımlı değişken, sabit terim başlangıç yılındaki bilgi (teknoloji) düzeyi, geleneksel üretim faktörleri olan sermaye stoku ve istihdam ile doğrusal bir yıl (zaman) endeksiyle temsil edilen teknolojik bilgi düzeyindeki artış açıklayıcı değişkenler olarak kullanılmaktadır. Bu modele göre 1988-2007 dönemindeki yıllık ortalama yüzde 4,3 oranındaki büyümenin yüzde 15,3'ü işgücü (istihdam) artışından, yüzde 54,5'i sermaye birikiminden, yüzde 30,2'si ise verimlilik artışından kaynaklanmaktadır. İkinci modelde, sermaye stokundaki ve istihdamdaki devresel değişiklikleri kontrol etmek amacıyla bu üretim faktörleri sırasıyla imalat sanayii kapasite kullanım oranı ve imalat sanayiinde çalışılan saat ile çarpılarak üretim fonksiyonu tahmin edilmiştir. Model, gerek devresel hareketler, gerekse içsel-dışsal şoklar nedeniyle büyüme oranında önemli dalgalanmalar yaşandığını; son yıllarda büyüme oranında gözlenen hızlı artışta mevcut (atıl) üretim kapasitesinin daha etkin kullanılmasının önem taşıdığını; kapasite kullanım oranındaki bu geçici dalgalanmalar dikkate alınmaksızın büyüme performansının kaynaklarına ve sürdürülebilirliğine yönelik yapılacak değerlendirmelerin yetersiz kalacağını göstermektedir. Üçüncü modelde ise, ikinci modeldeki değişkenlere ek olarak büyüme performansı açısından önemli olduğu düşünülen sermaye stokunun yaşı

Bu dönemde para politikasının başarısında sağlanan mali disiplinin katkısı büyük olmuştur. Hedeflerin Hükümet ile birlikte belirlenmiş olması para politikası ve maliye politikalarının koordinasyon içinde yürütülmesine olanak sağlamıştır. TCMB mali disiplinin enflasyon beklentilerini kontrol etme, ekonomik istikrarı yakalama ve fiyat istikrarını sağlama yolundaki önemini sıkça vurgulayarak sağlanan mali disiplinin önemini gündemde tutmuştur. Sonuç olarak, uluslararası standartlara göre oldukça yüksek kabul edilen faiz dışı fazla hedefleri tutturulmuş, kamu borç stoku zamanla makul seviyelere inmiş ve dolayısıyla borç yükünün çevrilebilirliğine ilişkin kaygılar büyük ölçüde hafiflemiştir⁴²⁶. Ayrıca 2001 yılından itibaren yaşanan süreçte döviz kurları ve finansal piyasalardaki oynaklık azalmış ve risk priminde düşüş gözlenmiştir. Gerek enflasyondaki dalgalanmanın azalması ve gerekse 2001 krizi sonrası dönemde başarıyla uygulanan dalgalı döviz kuru rejiminin de etkisiyle nominal ve reel faiz oranları önemli ölçüde gerilerken borçlanma vadeleri de uzamıştır.

Grafik 2.24: Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Reel Faizler



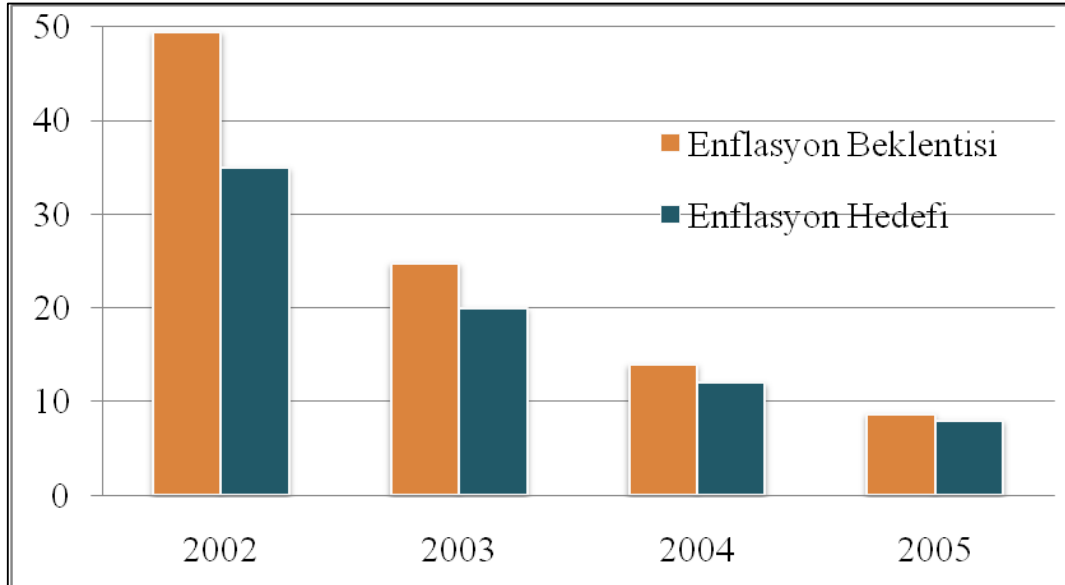
Kaynak: TCMB, TÜİK

eklenecek tahmin yapılmıştır. Bu modelde kapasite kullanım oranına ek olarak, sermaye stokunun yenilenme hızının Türkiye ekonomisinin büyüme hızına önemli katkı yaptığı tespit edilmiştir. TCMB Enflasyon Raporu 2008-IV

⁴²⁶ Faiz dışı fazla; bütçenin toplam gelirleriyle, bütçeden yapılan faiz ödemeleri yok sayıldığında geriye kalan harcamalar arasındaki farktır. Kısaca toplam harcamalardan faiz harcamaları çıkarıldığı zaman, gelirin gideri karşılayıp karşılayamadığını göstermektedir .

Ayrıca ekonomide sağlanan görece istikrar ortamına bağlı olarak Türk lirasına olan güven artmış ve dolarizasyon oranında azalma süreci başlamıştır. Krizin hemen sonrasında yüzde 43'lere çıkan varlık dolarizasyonu derecesi, 2005 sonuna gelindiğinde yüzde 25 seviyelerine gerilemiştir. TCMB bünyesinde yapılan çalışmalar örtük enflasyon hedefleme rejimi döneminde fiyatlandırma davranışlarının değiştiğini ve döviz kuruna endeksleme oranının önemli ölçüde gerilediğini göstermiş, enflasyon hedeflerine ulaşılması ve mali disiplinin sağlanması kamuoyunun iktisat politikalarına olan güvenini artırarak para politikasının hızla itibar kazanmasını sağlamıştır. Bu durum, kimi zaman “güvenilirlik açığı” olarak da tabir edilen enflasyon beklentileri ile hedefler arasındaki farkın ciddi ölçüde kapanmasında kendisini göstermiştir.

Grafik 2.25: Enflasyon Beklenti ve Hedeflerinin Yakınsaması (2002-2005)



Kaynak: TCMB

Bu dönemde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyen diğer unsurlar ise;

- Gerçekleştirilen yapısal reformlar,
- AB ile müzakere sürecinin başlaması,
- IMF ile sürdürülen program,
- Siyasi istikrarın sağlanması,
- Mali disiplinden taviz verilmemesi ve iç talebin kontrollü bir şekilde canlanması olarak gösterilebilmektedir.

Bu dönemde enflasyon hedeflemesine geçiş sürecinde ön koşullardan biri olan dalgalı döviz kuru rejimi uygulanmaya başlamış ve örtük hedefleme döneminde söz konusu rejime uyum sağlanmıştır. Dalgalı döviz kuru rejiminde kur piyasada arz ve talep koşullarıyla belirlenmekte ve TCMB'nin dövizin seviyesine ilişkin herhangi bir hedefi bulunmamaktadır. TCMB döviz piyasasında oynaklığa karşı sadece ihaleler ve müdahaleler yoluyla yer almaktadır.

2002-2005 döneminde dolarizasyonun giderek azalması, sermaye girişlerinin artışı ve olumlu ödemeler dengesi gelişmeleriyle birlikte oluşan döviz arz fazlası, rezerv biriktirme amacıyla ve önceden ilan edilen takvim ve tutarlarda döviz alım ihaleleri yoluyla çekilmiştir. Bunun yanında, döviz kurlarında her iki yönde gözlenen ve fiyat istikrarını tehdit edeceği düşünülen aşırı oynaklıklarda döviz piyasasına doğrudan müdahaleler yapılmıştır.

Para politikası kararlarının enflasyon üzerindeki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıkmakta ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminde oluşturulan enflasyon tahminleri büyük önem taşımaktadır. Bu doğrultuda TCMB 2002-2005 döneminde teknik kapasitenin artırılmasına yönelik ciddi bir altyapı yatırımına gitmiştir.

Geçiş yılı olarak ilan edilen 2005 yılından itibaren para politikası karar alma mekanizmasının şeffaflaştırılarak öngörülebilir bir yapıya kavuşturulması iletişim politikasının daha etkin olarak yürütülebilmesine olanak tanımıştır. Buna göre, 2005 yılından itibaren Para Politikası Kurulu'nun önceden ilan edilen takvime uygun olarak toplanmasına ve politika kararlarının gerekçeleri ile birlikte duyurulması uygulamasına başlanmıştır. Para Politikası Kurulu'nun karar alma sürecindeki rolü giderek güçlendirilerek resmi enflasyon hedeflemesine yumuşak bir geçiş yapılması amaçlanmıştır.

Ayrıca geçiş yılı olan 2005 yılında Türk lirasından altı sıfır atılarak, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminin kazanımlarının kalıcılığına duyulan güven gösterilmiş ve böylece para politikasının kamuoyu nezdindeki itibarının artmasına katkıda bulunulmuştur.

Bunlara ilave olarak TÜİK tarafından enflasyonun daha iyi ölçülmesine olanak tanınması açısından yeni fiyat endeksleri oluşturulmuştur. Tüm bu uygulamalar para politikasının kamuoyu ile iletişimini güçlendirerek enflasyon beklentilerini kontrol etme gücünü artırmış, 2006 yılından itibaren geçilen açık enflasyon hedeflemesine temel teşkil etmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde hedef değişken olarak genelde yıllık tüketici fiyatları enflasyonunun kullanıldığı görülmektedir. TÜFE enflasyonunun hedeflenmesi TCMB ile kamuoyu arasındaki iletişimin olabildiğince sorunsuz olması için gerekli zemini teşkil etmektedir. Buna karşılık TÜFE kapsamlı bir endeks olduğundan geçici mahiyetteki bazı etkileri de yansıtabilmektedir. Para politikasının etki alanı dışında kalan söz konusu geçici fiyat hareketlerinin TCMB politika kararlarını etkilememesi beklenmektedir. Zira enflasyon hedeflemesi rejiminde cari dönemdeki enflasyondan ziyade gelecekteki enflasyonun görünümü ve bu görünümün altında yatan bekleyişler politika kararlarına esas teşkil etmelidir. Bu bağlamda, 2005 yılı Şubat ayından bu yana Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından yayımlanan Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (ÖKTG) vazgeçilmez bir önem taşımaktadır⁴²⁷. ÖKTG serilerinin etkin kullanımı ile hem geçici karakterdeki fiyat hareketlerinin politika kararlarına yansımaları ihtimali azaltılmakta hem de kamuoyu ile iletişimde enflasyon görünümüne ilişkin algının netleştirilmesi mümkün olmaktadır. Diğer bir deyişle, ÖKTG serileri analitik açıdan olduğu kadar söylem açısından da önem taşıyan araçlardır.

ÖKTG serilerinin yüzde değişimi iktisat literatüründe karşılığını “çekirdek enflasyon” olarak bulmaktadır. Ancak, geçici fiyat hareketleri farklı kaynaklardan ve farklı

⁴²⁷ 2003 temel yıllık tüketici ve üretici fiyat endekslerinin kullanıma sunulmasından önce, Toptan Eşya Fiyat Endeksi'nin (1994=100) alt kalemlerinden Özel İmalat Sanayi Fiyatları'nın yıllık yüzde değişiminin “çekirdek enflasyon” olarak kullanımı yaygındı. 2005 yılı Şubat ayından itibaren TEFE'nin yerini ÜFE'nin almasıyla birlikte bu yaklaşımın uygulanabilirliğinin ortadan kalktığı görülmektedir. Bunun altında yatan temel nedenlerin başında 2003 temel yıllık Üretici Fiyatları Endeksi'nin özel-kamu ayrımını kaldırmış olması gelmektedir. İkinci neden olarak ise, ÜFE'nin TEFE'deki yaklaşımdan farklı olarak, vergi hariç fiyatları derliyor olması karşımıza çıkmaktadır. Fiyatların vergiler hariç tutularak derlenmesi, üreticilerin vergi değişikliklerine kar marjlarını değiştirerek tepki vermeleri durumunda yanıltıcı olabilmektedir. Örneğin, vergi oranlarının artışı halinde üreticilerin satış fiyatlarını sabit tutarak kar marjlarından feragat etmesi, vergi hariç fiyatların olduğundan daha düşük ölçülmesini beraberinde getirmektedir. Bu ise üretici fiyatlarında değişim olmadığı halde, azalış yönünde bir sonuç çıkarılmasını kaçınılmaz kılmaktadır. Bu nedenlerle, çekirdek enflasyonun üretici fiyatlarına dayalı olarak ölçümü hatalı sonuçlara yol açmaktadır. Kaldı ki parasal otoritenin yıllık TÜFE enflasyonunu hedeflediği bir ortamda, çekirdek enflasyonun da TÜFE'ye dayalı olarak ölçülmesinin, üretici fiyatlarına dayalı olarak ölçülmesinden daha akla uygun bir yaklaşım olduğu açıktır. TCMB Enflasyon Raporu 2006-I

zamanlarda oluşabildiğinden, Türkiye ekonomisi için çekirdek enflasyonun birden fazla gösterge ile ölçülmesi tercih edilmiştir⁴²⁸. Uygulamada yedi farklı özel kapsamlı gösterge, dolayısıyla yedi farklı çekirdek enflasyon söz konusudur⁴²⁹.

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde güvenin tesis edilmesi de stratejinin başarısında önemli rol oynamıştır. Söz konusu güvenin pekişmesi ve kalıcı olması için; enflasyonist beklentilerin kırılması, ilan edilen enflasyon hedeflerinin yakalanması ve enflasyonu tetikleyen güçlü dinamiklerin ortadan kalkması gerekmektedir. Ayrıca

⁴²⁸ Benzer yaklaşım diğer ülke örneklerinde de görülmektedir. Ayrıntılar için bakınız: Türkiye için Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri, Çekirdek Enflasyon Çalışma Raporu, 3 Şubat 2005, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/oktg.pdf>

⁴²⁹ *Mevsimlik Ürünler Hariç TÜFE (A)*: Üretim miktarları ve fiyatları mevsimsel koşullarla belirlenen kalemlerin TÜFE'den dışlanmasıyla oluşturulan A göstergesi, TÜFE'deki mevsimsel etkileri tümüyle gidermemekle birlikte, büyük ölçüde filtrelemektedir. Mevsimlik ürünler, işlenmemiş gıda ve giyim ürünlerinden ağırlıkları TÜFE içinde yıl içinde değişkenlik gösterenleri kapsamaktadır.

İşlenmemiş Gıda Ürünleri Hariç TÜFE (B): B göstergesi işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarının TÜFE'den dışlanmasıyla hesaplanmaktadır. Böylelikle TÜFE, tarımsal üretim kaynaklı fiyat şoklarından arındırılmış olmaktadır. Türkiye ekonomisinde tarım sektörü üretim performansının mevsimsel koşullara büyük ölçüde hassasiyet gösterdiği göz önünde bulundurulduğunda B göstergesinin bilgi içeriğinin önemi ortaya çıkmaktadır. *İşlenmemiş Gıda Ürünleri ve Enerji Hariç TÜFE (D)*: D göstergesi ile hem işlenmemiş gıda ürünlerinden hem de enerji fiyatlarından gelebilecek şokları TÜFE'den arındırmaktadır. C, E, F ve G göstergelerinin temel işlevi, yönetilen veya yönlendirilen fiyatlar ile vergi düzenlemelerinden kaynaklanan fiyat oynaklıklarını TÜFE'den arındırmak olarak özetlenebilir. Bu çerçevede, enerji ile alkollü içecekler ve tütün ürünleri fiyatları yönetilen veya yönlendirilen ana kalemler olarak düşünülebilmektedir. Diğer taraftan, fiyatları kamu düzenlemesine tabi olmakla birlikte, mevcut özelleştirme sürecinin başarısına bağlı olarak söz konusu kalemlerin artan düzeyde piyasa serbestisine kavuşması olasılığı gözardı edilememektedir. Bu noktadan hareketle, enerji ile alkollü içecekler ve tütün grupları müstakil kalemler olarak, fiyatları yönetilen-yönlendirilen diğer kalemler ise "Fiyatları Yönetilen/Yönlendirilen Diğer Ürünler" başlığı altında ele alınmaktadır. Enerji kaleminin müstakil olarak ele alınmasının diğer bir nedeni de uluslararası fiyat şoklarına açık olmasıdır. Söz konusu madde gruplarının bu şekilde ele alınması ile ÖKTG'nin zaman serisi özelliklerinde gelecekte oluşabilecek kırılmalar sınırlanmaktadır. *Enerji Hariç TÜFE*: C göstergesi enerji fiyatlarının TÜFE'den dışlanmasıyla elde edilmektedir. TÜFE endeksinde bir ana grup olarak yer almayan "enerji", hane içinde ve dışında, doğrudan veya dolaylı olarak kullanılan enerji kalemlerinin toplamına karşılık gelmektedir. Bu çerçevede enerji kalemi, hane içinde tüketilen ısınma ve mutfak amaçlı enerji kaynakları, şebeke suyu ve hane dışındaki akaryakıt giderleri ve benzeri unsurlardan oluşmaktadır. *Enerji, Alkollü İçkiler ve Tütün Ürünleri Hariç TÜFE (E)*: Alkollü içecekler ve tütün ürünlerinin C göstergesinden dışlanması ile E göstergesi elde edilmektedir.

Enerji, Alkollü İçkiler, Tütün Ürünleri, Fiyatları Yönetilen/Yönlendirilen Diğer Ürünler ve Dolaylı Vergiler Hariç TÜFE (F): F göstergesi ile fiyatları yönetilen veya yönlendirilen tüm kalemler TÜFE'den dışlanmaktadır. Ayrıca, endeksten dışlanmayan diğer madde fiyatlarının içerdiği vergiler de F göstergesince dışlanmaktadır. Dolaylı vergiler, katma değer, özel tüketim ve özel iletişim vergilerini kapsamaktadır. F göstergesi, kamu sektörünün fiyatlar genel seviyesine birinci derece etkilerini büyük ölçüde filtrelemektedir.

Enerji, Alkollü İçkiler, Tütün Ürünleri, Fiyatları Yönetilen/Yönlendirilen Diğer Ürünler, Dolaylı Vergiler ve İşlenmemiş Gıda Ürünleri Hariç TÜFE (G): İşlenmemiş gıda ürünleri F göstergesinden dışlanarak G göstergesi hesaplanmaktadır.

Göstergelerin yukarıda sunulan sıralamasının da işaret ettiği gibi, Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri, 3 ana gösterge ve bunların türevleri olarak düşünülebilmektedir. Ana göstergeler olan A, B ve C TÜFE'den; D, B'den; E, C'den; F, E'den ve G, F'den türetilmektedir. TCMB Enflasyon Raporu 2006-I

güvenin inşasında şeffaflık ve hesap verebilirlik temel yapı taşı olma özelliği göstermektedir. Bu anlamda, bu dönemde politika kararlarının zamanlaması öngörülmemiştir ve TCMB para politikasının gelecekteki görünümü ile ilgili hiçbir sistematik enformasyon vermemiştir. Her ne kadar TCMB Yasası, Para Politikası Kurulu'nu para politikası stratejisinin nihai organı olarak tanımlamışsa da uygulamada rolü açık olmamıştır. Stratejinin uygulanmasında parasal hedeflemeyi içermesi yanında, enflasyon hedefinin bir çıpa olarak kullanılmasında hedefin resmi olarak ilan edilmemesi ve hesap verme mekanizmasının işlememesi gibi unsurlar “örtük” niteliğini gerektirmiştir.

2.3 Açık Enflasyon Hedeflemesine Geçiş

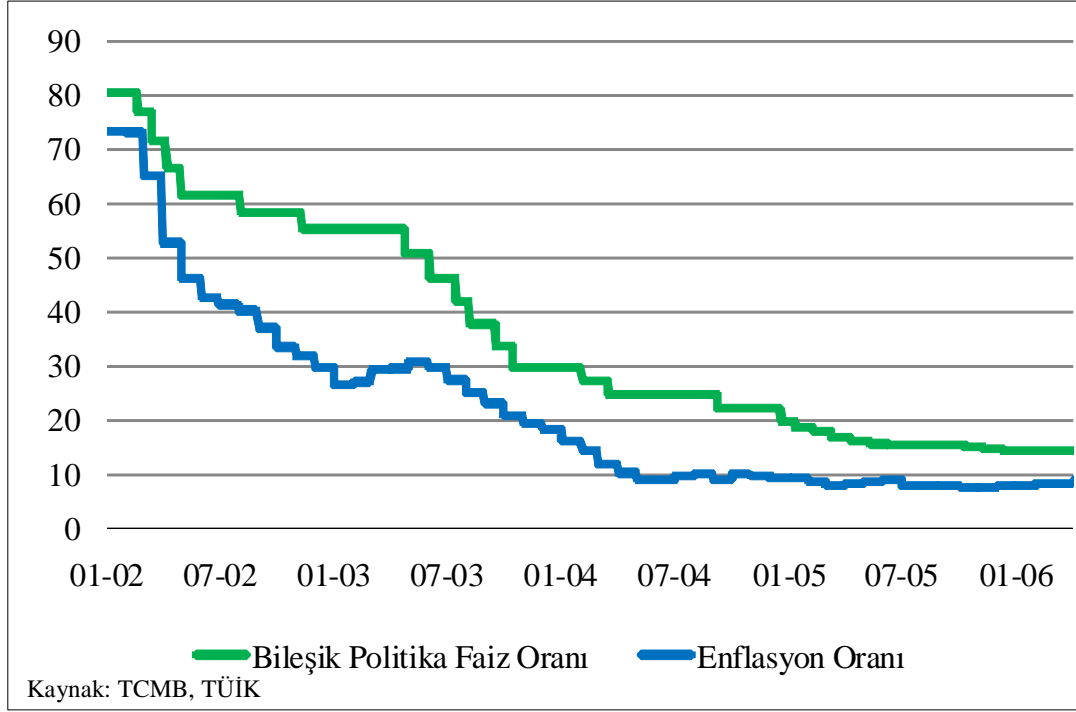
TCMB para politikasının geçirdiği evrim süreci ve enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı ülkelerden alınan başarılı sonuçlar nedeniyle 2000 yılından itibaren para politikası çalışmalarına enflasyon hedeflemesi rejimi doğrultusunda yön vermiş ve nihai hedefinin enflasyon hedeflemesi rejimine geçmek olduğunu açıklamıştır. TCMB 2005 yılında yayınlamış olduğu “*Enflasyon Hedeflemesinin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası*” adlı temel politika metninde, enflasyon hedeflemesinin operasyonel özelliklerinin tarihsel, kültürel, ekonomik ve siyasal farklılıklar nedeniyle her ülkede farklı şekillerde uygulandığına işaret etmiştir⁴³⁰.

2003-2005 arası dönemde ekonomide düşük enflasyon ile birlikte yüksek büyüme hızı elde edilmiştir. Bu dönemde ihtiyatlı bir faiz indirim süreci izlenmiş, finans sisteminde düzenleme ve denetlemelerin sıklaştırılmasına önem verilmiştir.

Enflasyon oranları 2004 yılından itibaren tek haneli seviyelere inmiş, politika faiz oranları ise 1970'li yıllardan beri ilk kez yüzde 20'nin altında gerçekleşmiştir. Bununla birlikte enflasyon oranı 2005 yılından itibaren yüzde 8-10 aralığında bir katılık göstermeye başlamıştır.

⁴³⁰ [Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 yılında Para ve Kur Politikası - 05/12/2005, \(2005-56\)](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/DUY2005-56.pdf) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/DUY2005-56.pdf>

Grafik 2.26: 2002-2006 Yüksek talep Şoku ve Düşen Enflasyon Ortamında İhtiyatlı Faiz İndirimleri Süreci



2.3.1 2006 Piyasa Hareketliliğindeki Para Politikası: Faiz Oranı ve Döviz Kuru Kanallarının Test Edilmesi

Türkiye ekonomisinin 2001'den bu yana maruz kaldığı ilk ciddi dışsal şok 2006 yılında meydana gelmiştir. Mayıs ayında küresel likidite koşullarının bozulması ile birlikte, uluslararası piyasalarda yaşanan finansal türbülans enflasyonun ve enflasyon beklentilerinin hızlı bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. Bu dönemde ekonomik konjoktüre damgasını vuran temel gelişme, uluslararası likidite koşullarının değişimiyle ortaya çıkan mali piyasa dalgalanmaları olmuştur. Gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının enflasyon kaygıları nedeniyle para politikasında sıkılaştırma sürecine devam etmeleri ve bu sıkılaştırmanın ölçütüne ilişkin net ifadelerden kaçınmaları, gelişmekte olan ülke piyasalarında belirsizlikleri artıran bir unsur olmuştur.

Aynı dönemde ulusal paranın bir ay içinde yaklaşık yüzde 30 civarında değer kaybetmesi, döviz kuru geçişkenliğinin geçmiş dönemlere kıyasla daha düşük seviyede olmasına rağmen enflasyonu tekrar çift haneli seviyelere taşımıştır. Daha önemlisi enflasyon beklentilerinde ciddi bir bozulma yaşanmıştır. TCMB bu bozulmanın fiyatlama davranışları üzerinde kalıcı etkiler oluşturmaması amacıyla parasal sıkılaştırmaya gitmiştir.

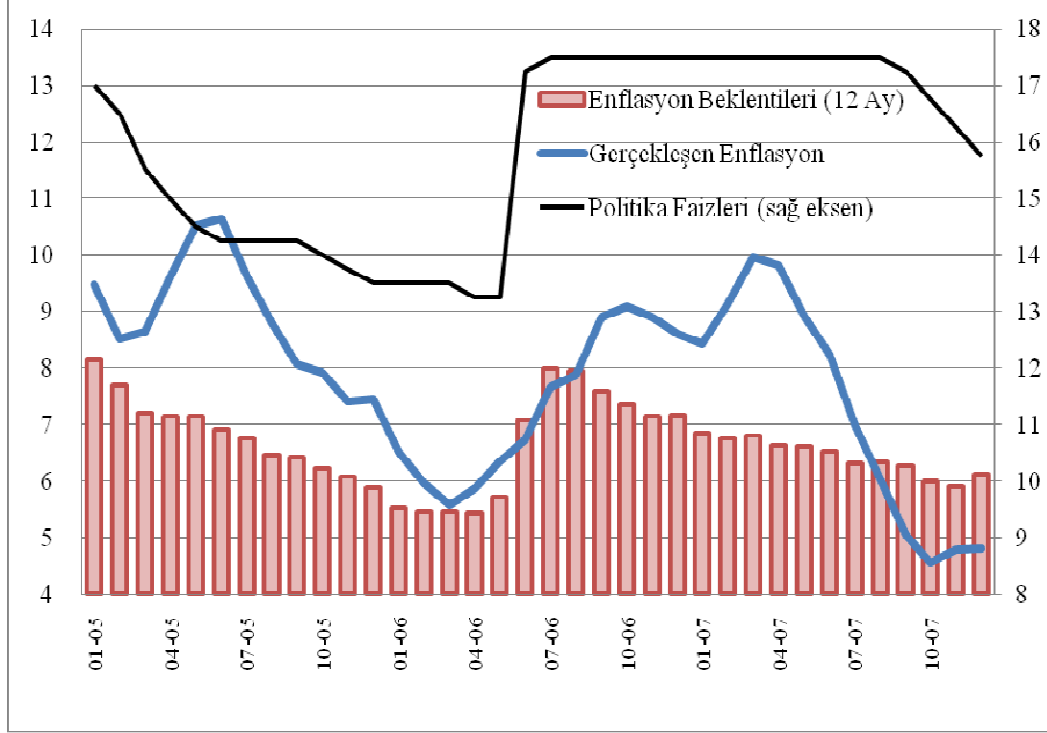
Söz konusu dönemde güçlü iç ve dış talep koşullarının devam etmesi ve nisbi olarak da olsa döviz kuru geçişkenliğinin etkinliğini devam ettirmesi gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın en önemli nedenleri olarak sıralanabilmektedir.

Yaşanan gelişmeler doğrultusunda enflasyon beklentilerinin olumsuz etkilendiği görülmektedir. Beklentilerdeki bozulmanın başlangıcı TÜFE enflasyonunun Nisan ayında beklenenin üstünde gerçekleşmesi ile örtüşmektedir. Ancak Nisan ayı enflasyon gelişmelerinde dışsal faktörler önemli ölçüde rol oynadığı için enflasyon beklentilerindeki bozulma sınırlı kalmıştır. Öte yandan, Mayıs ayında mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalara paralel olarak ulusal paranın değer kaybetmesi enflasyon beklentilerindeki bozulmanın temel kaynağını teşkil etmiştir.

Bu duruma son derece etkili bir müdahale olarak gerçekleştirilen 2006 Haziran ayındaki parasal sıkılaştırma 2007 yılının ikinci yarısından itibaren iktisadi faaliyet üzerindeki etkisini göstermeye başlamış ve ekonomi yavaşlamıştır⁴³¹. Sonuç olarak enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaya başlanıldığından beri ilk kez, üstelik de ciddi boyutta faiz artırımına gidilmiş ve krizin ikincil etkilerinin derinleşmesi büyük ölçüde engellenmiştir. Alınan politika önlemleri sonrasında döviz kurlarındaki oynaklık azalmış, enflasyon beklentilerinde önemli bir düzelme gözlenmiştir.

⁴³¹ PPK'nın, Haziran ayındaki 400 baz puanlık sıkılaştırmanın ardından, Temmuz ayında da, bir önceki raporda yılın geri kalan dönemi için öngörülen *ölçülü parasal sıkılaştırma* politikası çerçevesinde hareket etmiş ve politika faizlerini 25 baz puan yükseltmiştir. Alınan politika tedbirlerinin yanı sıra uluslararası gelişmelerin yurt içi piyasalar üzerindeki olumlu etkisiyle son aylarda orta vadeli enflasyon beklentilerinde görece bir iyileşme eğilimi başlamıştır. TCMB Enflasyon Raporu 2006-IV, s.1

Grafik 2.27: Enflasyon Beklentilerinin Bozulması ve Ardından Düzelmeye Süreci (2006-2007)



Kaynak: TCMB, TÜİK

Sıkı para politikasının vermiş olduğu destekle birlikte 2007 yılının ilk yarısında yurtiçi talep kontrol altına alınmıştır. Bu durum kredi artışlarında gözle görülür bir yavaşlama ile birlikte borçluluk oranlarının ılımlı seviyelere gerilemesine neden olmuştur. 2007 yılının son çeyreğinden itibaren Türkiye ekonomisi, diğer ülkeler ile birlikte olumsuz maliyet şoklarının etkisini hissetmeye başlamıştır. Bu dönemde uluslararası piyasalarda hızla artan gıda ve enerji fiyatları enflasyonun küresel ölçekte yükseliş eğilimi göstermesine neden olmuştur.

2.3.2 2008 Hedef Revizyonu

Bir ülkede enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı bir şekilde sürdürülmesi, temel olarak, merkez bankasının kamuoyu nezdinde güvenilirlik kazanarak iktisadi birimlerin kararlarını para politikasının hedefleri doğrultusunda şekillendirmelerini sağlayabilme

yetisine dayanmaktadır⁴³². Bu kapsamda piyasaların beklentilerini şekillendirmede enflasyon hedeflerine bir çıpa olarak önemli bir görev düşmektedir. Ancak enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerini yönlendirebilme gücü, merkez bankasının bankanın ilan etmiş olduğu hedeflerin kredibilitesi ile doğrudan ilgilidir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel ilkeleri çerçevesinde, hedef revizyonu ancak hedeflerin iktisadi birimler açısından anlamını yitirmesi ve bu durumun merkez bankalarının kredibilite kaybına dönüşerek enflasyonla mücadele sürecinin maliyetini artırması durumunda gündeme gelebilmektedir⁴³³.

Bu bağlamda dış şoklar ve belirli mal gruplarındaki fiyat hareketlilikleri merkez bankalarının kısa ve orta vadedeki hedeflerinde yaptıkları revizyonda başlıca sebep olarak karşımıza çıkmaktadır. TCMB'nin hedef revizyonunun arka planında da özellikle gıda fiyatlarında 2005 yılının son çeyreği ile birlikte görülen hızlanma eğiliminin 2006 ve 2007 yıllarında yüksek oranda artışlar göstermesi ve 2008 yılının ilk yarısında da sürmesi önemli rol oynamıştır. Belirtilen dönemde yurt içi gıda fiyatları artış oranındaki hızlanmanın, uluslararası gıda fiyatları ile benzer bir eğilim sergilediği gözlenmiştir⁴³⁴.

Bu dönemdeki yurt içi fiyat gelişmeleri, işlenmemiş gıda fiyatları artışının dikkate değer bir şekilde yavaşladığına, buna karşılık işlenmiş gıda fiyatlarının artış eğilimini

⁴³² TCMB Enflasyon Raporu 2010-I

⁴³³ 2006 yılı başından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan TCMB de genel olarak bu ilkeye uygun hareket etmiştir. Temel olarak para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklanmış olsa da, rejimin ilk iki yılında yıl sonu enflasyon hedeflerinin belirgin olarak aşılması ve 2008 yılı hedefinin aşılabileceğinin de yılın yarısına gelindiğinde öngörülebilmiş olması, enflasyon hedeflerinin beklentiler için referans teşkil etme fonksiyonunun zamanla zayıflamasına neden olmuştur. Nitekim, TCMB bünyesinde hedef revizyonu öncesinde yapılan çalışmalar, enflasyonda hızlı bir düşüşün yaşandığı 2002-2005 yılları arasında iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini oluştururken büyük ölçüde enflasyon hedeflerine bağlı kaldığını; ancak 2006 yılının ortalarına doğru, gerek arz şoklarının belirginleşmesi gerekse anılan dönemde yaşanan portföy şoku sonrasında enflasyonun yıl sonu hedefinden uzaklaşması nedeniyle, beklenti oluşumundaki bu yapının değiştiğini bulgulamıştır. ibid

⁴³⁴ Nitekim TCMB bünyesinde yapılan çalışmalar, işlenmemiş gıda fiyatlarının gelişiminde daha çok meyve-sebze üretimi ve dış talep gibi unsurların, işlenmiş gıda fiyatlarının seyrinde ise sektörel talep gelişmeleri ile ithalat fiyatları, döviz kuru gelişmeleri, hava koşulları ve motorin, buğday gibi girdi fiyatlarının belirleyici olduğuna işaret etmektedir. Bu bağlamda, işlenmemiş gıda fiyatları üzerinde özellikle arz yönlü unsurların etkisinin güçlü olduğu, işlenmiş gıda fiyatlarında ise görece olarak konjonktürel gelişmelerin daha etkili olduğu dikkat çekmektedir. Nitekim 2009 yılında, işlenmemiş gıda fiyatları arz yönlü şoklar nedeniyle yüzde 19,35 oranında artış kaydederken, işlenmiş gıda fiyatlarındaki artış, girdi ve ithalat fiyatlarındaki gerilemeyle talep koşullarındaki zayıf görünüm sonucunda, yüzde 1,04 ile sınırlı kalmıştır. TCMB Enflasyon Raporu 2010-I

sürdürerek gıda fiyatlarındaki yükselişte temel belirleyici olduğuna dikkat çekmektedir⁴³⁵.

Şokların beklenenden daha kalıcı olması zaman içinde gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselişin ekonominin genelindeki fiyatlara yansımaya başlamasına neden olmuş ve enflasyon beklentilerinde bozulma ve temel enflasyon göstergelerinde yükseliş gözlenmiştir. Bu durumun kalıcı olması halinde enflasyonla mücadelenin maliyetinin daha da yükseleceğini öngören TCMB, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak ve uygulanan rejimin itibarını tesis etmek amacıyla 2008 Haziran ayında enflasyon hedeflerini yükselterek 2009-2011 dönemi için sırasıyla yüzde 7,5, 6,5 ve 5,5 olarak belirlemiştir⁴³⁶. Böylece iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken referans alabilecekleri enflasyon hedefleri belirlenerek enflasyon beklentilerinin yeniden kontrol altına alınması ve enflasyonla mücadelenin maliyetinin azaltılması amaçlanmıştır. TCMB hedefleri değiştirmenin enflasyon beklentilerinde kısa vadede bozulmaya neden olabileceğini göz önüne alarak hedef değişikliğini parasal sıkılaştırma ile birlikte uygulamıştır. Böylece hedeflerin yukarı yönlü güncellenmesinin beklentiler üzerinde oluşturabileceği olumsuz etki sınırlanmıştır. Hedeflerin değiştirildiği dönemde orta

⁴³⁵ Bunun temel sebepleri, (i) Yurt içinde mevsim normallerinin üzerinde seyreden hava sıcaklıkları ve yağış miktarında görülen azalmaya bağlı olarak tarımsal üretimde yaşanan kayıpların etkisi: Özellikle tahıl ürünleri (buğday) üretimindeki belirgin gerileme, ekmek-tahıl ürünleri (ekmek, bulgur, makarna, şehriye, buğday unu vb.) fiyatları başta olmak üzere işlenmiş gıda ürünleri fiyat artışlarını hızlandırmıştır. (ii) Uluslararası gıda fiyatlarındaki artışların etkisi: Dünya gıda emtia fiyatlarının yükselişinde gerek arz gerekse talep yönlü unsurlar etkili olmaktadır. Kısa vadede etkisini hissettiren başlıca arz kaynaklı unsurlar, olumsuz iklim koşulları, petrol ve benzeri girdi maliyetlerindeki artışlar ve son dönemde yurt içi arzı artırmaya yönelik olarak bazı ihracatçı ülkelerin ihracatlarına sınırlama getirmeleri olarak sıralanabilir. TCMB Enflasyon Raporu 2008-III

⁴³⁶ Enflasyon hedefi Hükümetle birlikte belirlendiğinden revizyon öncesinde Hükümetin de onayı alınmıştır. Enflasyon hedeflerinde 2008 Haziran ayında gerçekleştirilen revizyon ile, enflasyon beklentilerindeki bozulma durmuştur. Ardından uygulanan parasal sıkılaştırma ve Merkez Bankasının bu dönemde kamuoyu ile etkili bir iletişim politikası izlemesi de hedef revizyonunun etkisini güçlendirmiştir. Ancak, orta ve uzun vadeli bir perspektifle gerçekleştirilen hedef revizyonunun ekonomik birimlerin beklenti oluşum davranışları üzerinde kalıcı bir etki oluşturup oluşturmadığı daha fazla önem taşımaktadır. Son dönemde TCMB bünyesinde yapılan analizler, hedef revizyonu ile birlikte, gerek 12 ay, gerekse 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefleri ile ilişkisinin güçlendiğini ortaya koymaktadır. Bir diğer ifadeyle, Haziran 2008 öncesinde hedef ile 24 ay sonrasına ilişkin beklentiler arasında istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu gözlenirken, bu ilişki Haziran 2008 ve sonrasındaki dönemde anlamlı bir hal kazanmıştır. Öte yandan, enflasyon beklentileri ile geçmiş döneme ait gerçekleşen enflasyon arasındaki ilişkinin hem büyüklüğünün hem de istatistiki anlamlılığının hedef revizyonu sonrasında azaldığı gözlenmektedir. Ortaya çıkan sonuçlar, revizyon sonrası 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerin hedeflere duyarlılığındaki artışın, 12 ay sonrasına ilişkin beklentilerin hedeflere duyarlılığındaki artışa göre daha fazla olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, hedef değişikliğinin orta vadeli beklentileri yönlendirmede daha etkili olduğunu işaret etmektedir. *ibid*

vadeli enflasyon beklentilerinde bir miktar bozulma gözlenmiş olsa da sonrasında gerek siyasi belirsizliklerin azalması, gerekse parasal sıkılaştırmanın etkisiyle enflasyon beklentileri yeniden kontrol altına alınmıştır.

Özetle, 2008 yılında gerçekleştirilen hedef revizyonu sonrasında enflasyon beklentileri ile hedefler arasındaki ilişki tekrar güçlenirken, bu dönemde enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleşmelerine duyarlılığı da azalmıştır. Sonuç olarak, hedef revizyonu sonrasında TCMB'nin enflasyon hedeflerinin kredibilitesinin yeniden güçlendiği ve dolayısıyla hedef revizyonunun büyük ölçüde amacına ulaştığı görülmektedir.

2.3.3 Global Finansal Kriz ve TCMB Politikaları

2007 yılı ortasında başlayan ve 2008 yılı son çeyreğinden itibaren tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finans krizi, aynı zamanda Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejiminin maruz kaldığı en zorlu sınav olmuştur⁴³⁷.

Likidite imkanlarının yüksek olduğu 2007 yılı öncesi dönemde sabit kur rejimi uygulayan ülkelerin merkez bankaları, uygulanan kur rejiminin gereği olarak yurt içine gelen döviz satın almış ve karşılığında piyasaya yerel para birimi vermiştir. Bunun

⁴³⁷ İlk olarak gelişmiş ekonomilerde gözlenmeye başlanan finansal kriz, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren derinleşmiş ve yaygınlaşarak küresel ölçekte bir krize dönüşmüştür. Bu dönemde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları hızlı ve yüksek miktarlarda faiz indirimlerine gitmişlerdir. Söz konusu faiz indirimlerinin ardında iki etken bulunmaktadır. Bunlardan ilki, gerek finansal ve finansal olmayan kuruluşların, gerekse hane halkının varlıklarının çok büyük değer kaybına maruz kalmış olmasının, geleceğe ilişkin belirsizlik algılamaları ile birleşerek ihtiyati tasarruf eğilimini artırırken, yatırım eğilimini azaltmasıdır. Krizin derinliği, kapsamı ve etki süresi göz önünde bulundurulduğunda, bu durumun uzun süre varlığını koruması ve tasarruf-yatırım denge faizinin uzunca bir süre önceki dönemlerden daha düşük seviyelerde seyretmesi beklenmektedir. Bu durum, herhangi bir parasal gevşeme amacı güdülmese dahi, merkez bankalarının faiz indirimlerini gerekli kılmaktadır. Faiz indirimlerinin ardındaki ikinci ve temel etken ise, emtia fiyatlarında gözlenen düşüş ve toplam talepteki sert daralma sonucunda bütün dünyada enflasyon oranlarının hızla gerilemesiyle, parasal otoritelerin küresel krizin iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerini sınırlamaya odaklanmalarıdır. Ne var ki, bu süreçte ülkelerin finansal piyasalarındaki sorunlar ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin portföy hareketleri üzerindeki olumsuz etkilerine yönelik endişeler, merkez bankalarının faiz indirimlerini sınırlayıcı bir etken olmuştur. Bu kapsamda, risk primi yüksek oranda artan ve/veya finansal piyasalarındaki sorunların ciddi boyutlarda olduğu ülkeler, faiz indirimlerinin finansal piyasalar ve kredi mekanizmalarını olumsuz biçimde etkileme potansiyelinden dolayı faiz indirimlerini sınırlı tutmak zorunda kalmışlardır. Bu durum, ülke risk primlerinin gelişmekte olan ülkelerin politika faizi seviyeleri üzerindeki belirleyiciliğinin artmasına neden olmuştur. Bir başka deyişle, küresel olarak enflasyonun çok düşük seviyelere inmesinin beklenmesi ve tüm ülkelerin para politikalarını mümkün olduğunca yüksek oranda gevşetmeyi amaçlaması, risk primini faiz indirim miktarlarının temel belirleyicilerinden biri haline getirmiştir. TCMB Enflasyon Raporu 2009-III

sonucunda bu ülkelerin merkez bankalarının döviz rezervlerinde yüksek oranlı artışlar meydana gelirken piyasaya aktarılan likidite nedeniyle para arzı da hızla büyümüştür. Her ne kadar merkez bankaları açık piyasa işlemleri gibi düzenlemelerle fazla likiditeyi sterilize etmeye çalışmışlarsa da çoğunlukla başarılı olamamışlardır⁴³⁸.

Piyasalardaki likiditenin artması faiz oranlarını düşürmüş, yurt içi yatırım ve tüketim harcamalarının yüksek oranda artmasına, ekonominin aşırı ısınmasına ve sonuç olarak ücretlerde, mal ve hizmet fiyatlarında yüksek artışlar meydana gelmesine yol açmıştır.

Uluslararası piyasalarda likidite bolluğunun yaşandığı bu dönemde dalgalı döviz kuru rejimi uygulayan bir ülke ekonomisi için gelişmeler sabit kur rejimi uygulayan ekonomilere göre bazı farklılıklar göstermiştir. Bu ülkelerde sabit kur rejimi uygulanmadığından, merkez bankaları kurun seviyesini etkilemek için döviz piyasasına müdahalede bulunmamış, para arzındaki artışı sınırlamış, uyguladıkları faiz politikaları ile iç talep genişlemesinin kontrolden çıkmasına mani olmuşlardır. Sonuçta dalgalı kur rejimi uygulayan bir ekonomide, sabit kur rejimi uygulayan bir ekonomide olduğu gibi ekonomik büyüme ile beraber enflasyon oranlarında da artış meydana gelmiş; ancak görece olarak hem büyüme hem de enflasyon oranındaki artış daha sınırlı olmuştur. Para birimleri Euro'ya sabitlenmiş olan ülkelerde enflasyon oranları 2007 yılının başında yüzde 5 seviyesinde iken 2008 yılının ortasında yüzde 14 seviyesine yükselmiştir⁴³⁹. Benzer bir gelişme para birimlerini ABD Dolarına karşı sabit tutan Ortadoğu ülkelerinde de görülmüş ve enflasyon oranları ortalama 4 kat artmıştır. Aynı dönemde dalgalı kur rejimi uygulanan ülkelerde enflasyon oranındaki artış ise sabit kur rejimi uygulanan ülkelerdeki artışa göre daha sınırlı kalmış ve ortalama yüzde 3 seviyesinden yüzde 7 seviyesine yükselmiştir⁴⁴⁰.

Son dönemde yayımlanan araştırmalar, finansal piyasalardaki sorunlarla eş zamanlı olarak ortaya çıkan durgunlukların daha derin ve uzun süreli olduğunu

⁴³⁸ Para Politikası Kurulu Değerlendirmeleri Özetine İlişkin Basın Duyurusu – 28/12/2006, (2006-82) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2006/DUY2006-82.php>

⁴³⁹ [Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup – 26/01/2009, \(2009-06\) http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2009/DUY2009-06.php](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2009/DUY2009-06.php)

⁴⁴⁰ *ibid*

göstermektedir⁴⁴¹. Finansal sistemin finansal aracılık işlevini tam olarak yerine getirememesi, durgunluktan çıkışın daha yavaş ve kademeli olmasına yol açmaktadır. Bu durum, bankacılık sektöründeki krizlerin eşlik ettiği durgunluk dönemleri için daha da belirgindir. Bu tip durgunluk dönemleri, diğer durgunluk dönemlerine göre en az iki kat daha uzun süreli olmaktadır⁴⁴².

Nitekim gelişmiş ülkelerde gözlenen en ağır durgunluklar, 1990'lı yıllarda bankacılık sektörünün neredeyse tamamen işlemez hale geldiği ülkeler olan Finlandiya, İsveç, Japonya ve Norveç'te gerçekleşmiştir⁴⁴³.

Bunun yanı sıra, yaşanan krizin küresel bir kriz olması ülkelerin durgunluktan dış talep kanalıyla çıkma imkanlarını sınırlamaktadır. Bunun bir sonucu olarak, geçmişteki küresel durgunlukların daha derin olduğu ve ülkelerin bu tip durgunluklardan çıkışının daha uzun süre aldığı görülmektedir⁴⁴⁴. Tarihsel olarak küresel ölçekte bir durgunluktan çıkış için geçen sürenin, diğer durgunluklardan çıkış için geçen sürenin yaklaşık bir buçuk katı olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra bir diğer dikkat çekici nokta da, küresel durgunluk dönemlerinin ardından ihracattaki toparlanmanın gecikmeli olarak gerçekleşmesidir⁴⁴⁵.

Finansal krizlerle eş zamanlı olarak ortaya çıkan küresel durgunluk dönemlerinde ekonomi politikaları ayrı bir önem kazanmaktadır. Dengeleyici para politikaları durgunluğun süresini kısaltabilse de, finansal kriz dönemlerinde finans sektörünün aracılık işlevini tam olarak yerine getirememesinden dolayı para politikası aktarım mekanizmalarının faiz ve kredi kanallarının etkinliğinin azalması söz konusu olabilmektedir. Böyle dönemlerde genişleyici maliye politikaları durgunluktan daha kısa sürede ve hızlı biçimde çıkılmasına katkıda bulunabilmektedir. Bu çerçevede, geçmiş krizler incelendiğinde, para ve maliye politikalarının eşanlı olarak genişletilmesinin durgunluk dönemlerinden üç ay daha erken çıkılmasını sağladığı

⁴⁴¹ Bakınız, Cardarelli, Elekdag ve Lall (2009) ve IMF (2008), *World Economic Outlook*, "Financial Stress and Economic Downturns." İç. TCMB Enflasyon Raporu 2009- III

⁴⁴² *Ibid*, s.25

⁴⁴³ *Ibid*, s.26

⁴⁴⁴ IMF (2009), *World Economic Outlook*, "Recessions and Recoveries—How Soon and How Strong?"

⁴⁴⁵ TCMB Enflasyon Raporu 2009- III

görülmektedir. Bununla birlikte, durgunluk dönemlerinde uygulanan dengeleyici maliye politikalarının etkinliğinin kamu borç yüküyle ters orantılı olduğu dikkate alınmalıdır. Dolayısıyla, parasal ve mali genişlemenin olumlu etkilerinin görülebilmesi için borç dinamiklerinin sürdürülebilirliğini temin eden güçlü bir orta vadeli mali programın varlığı kritik önem taşımaktadır⁴⁴⁶.

Kriz dönemlerine tarihsel bir perspektiften bakıldığında, finansal stresin yoğun olduğu küresel durgunluklardan çıkışın, parasal ve mali otoritelerin eşgüdüm içinde dengeleyici politikalar uyguladığı durumlarda dahi oldukça yavaş ve kademeli olduğu görülmektedir. Nitekim son aylarda küresel iktisadi faaliyete dair açıklanan veriler krizin en kötü dönemlerinin geride kaldığını gösterse de aşağı yönlü risklerin önemini koruduğuna işaret etmektedir⁴⁴⁷.

Küresel finansal krizin yarattığı belirsizlik sonucu daralan iç talebi canlandırarak kısa vadede iktisadi faaliyetteki yavaşlamayı durdurmayı amaçlayan genişletici maliye politikası uygulamaları, gerek büyüklüğü gerekse niteliği açısından ülkeden ülkeye farklılaşmakla birlikte, uygulandığı ülkelerde krizin etkisiyle hali hazırda kötüleşmekte olan bütçe dengelerini ve kamu finansman yapısını daha da bozucu bir etkiye neden olmaktadır. Söz konusu küresel eğilime paralel olarak, ülkemizde de kamu kesimi bütçe açığında belirgin bir artış eğilimi gözlenmiştir. İktisadi faaliyetin 2008 yılının son çeyreğinden itibaren daralma eğilimi göstermesi, başta tüketime dayalı vergiler olmak üzere vergi gelirlerini olumsuz etkilemiştir. Ayrıca küresel krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki yansımalarını hafifletmek ve iç talebi canlandırmak amacıyla alınan mali önlemler kamu bütçe dengesi üzerinde ek bir baskı oluşturmuştur⁴⁴⁸.

⁴⁴⁶ *ibid*, s.28

⁴⁴⁷ *İbid*, s.28

⁴⁴⁸ Krizin bütçe dengeleri ve kamu finansmanı üzerindeki olumsuz etkileri iki ana başlık altında incelenebilir:

- 1) Ekonomik durgunluğun yapısından kaynaklanan (ihtiyari olmayan) etmenler:
 - a. *Otomatik dengeleyiciler*: Bütçe gelirleri içinde dolaysız vergilerin payının yüksek ve etkin iş gücü güvencelerinin olduğu gelişmiş ülkelerde, gelir vergisi tahsilatlarındaki düşüş ve işsizlik yardımlarının artması gibi otomatik dengeleyici mekanizmalarının bütçe açıklarının yükselmesinde önemli bir paya sahip olduğu tahmin edilmektedir.
 - b. *Düşen emtia ve varlık fiyatları*: Emtia fiyatlarının düşmesi söz konusu malları ağırlıklı olarak ihraç eden ülkelerin bütçe dengelerini doğrudan etkilerken, varlık fiyatlarının düşmesi azalan servet ve tüketim yoluyla bütçe dengelerini dolaylı şekilde etkilemektedir. Bu çerçevede, gelişmekte olan

Bu çerçevede alınan mali önlemlerin kısa ve orta vadede özellikle gelişmiş ülkelerin bütçe açığı ve toplam kamu borçları üzerinde olumsuz etkiye neden olduğu görüşü uluslararası kuruluşların tahminleri ile de desteklenmiştir⁴⁴⁹.

Bununla beraber, global kriz sırasında tüm dünyada iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın ve emtia fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle küresel enflasyon hızla gerilemiştir. Küresel kriz döneminde merkez bankalarının, fiyat istikrarı hedefi ile çelişmemek kaydıyla krizin iktisadi faaliyet ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik politikalara odaklandığı görülmüştür.

Global ölçekte bütçe açıklarının hızla yükselmesi, uzun vadede enflasyon beklentileri ve dolayısıyla uzun vadeli küresel piyasa faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturabilecektir. Global ekonomik durgunluğun beklenenden uzun sürmesi halinde, yeni mali teşvik paketlerinin uygulamaya konulması, finans sektörüne yönelik olarak verilen mevcut mali desteğin artması ve artan kamu borç stokunun yaratabileceği risk priminin reel borçlanma maliyetlerini yükseltmesi gündeme gelebilecektir. Bunun yanı sıra, özellikle gelişmiş ülkelerdeki yüksek bütçe açıkları ve kamu borç stoku seviyesi söz konusu ülkelerin demografik yapısı (gittikçe yaşlanan nüfusun sosyal güvenlik

ekonomilerde düşen emtia fiyatlarının kötüleşen bütçe dengelerinde görece olarak yüksek paya sahip olduğu gözlemlenmektedir.

2) Ekonomik durgunluğun etkilerini önlemek amacıyla uygulanan tedbirler (ihtiyari etmenler):

a. *Finans sektörüne destek paketi*: Doğrudan sorunlu finansal varlıkların satın alınması, sermaye desteği sağlanması

b. *Mali teşvik paketi*: Alt yapı yatırımları ile küçük ve orta ölçekli işletmelere sağlanan sübvansiyonlar gibi bütçenin harcama tarafını etkileyen tedbirler ya da hanehalkına yönelik olarak gelir ve dolaylı vergilerin, firmalara yönelik olarak ise kurumlar vergisinin indirilmesi gibi bütçenin gelir tarafını etkileyen tedbirler şeklinde uygulanmaktadır. TCMB Enflasyon Raporu 2009-III

⁴⁴⁹ Nitekim, IMF'nin G-20 ülkeleri için yaptığı orta vadeli projeksiyonlara göre, 2009 yılında gelişmiş ülkelerin bütçe açıklarının GSYİH'ye oranının yüzde 8,9, gelişmekte olan ülkelerin bütçe açıklarının milli gelire oranının ise yüzde 4,4 olması beklenmektedir. 2010 ve sonrası için ise hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin bütçe açıklarında kademeli bir düzelme süreci yaşanacağı, ancak kriz öncesi seviyelere dönülmesinin uzun bir zaman alacağı öngörülmektedir. Küresel krize karşı alınan mali tedbirler sonucu özellikle gelişmiş ülkelerde bütçe açıklarının yüksek boyutlara ulaşması ve bu politikardan çıkış stratejisinin henüz netleşmemiş olması, uzun vadede küresel enflasyon ve dolayısıyla uzun vadeli piyasa faiz oranlarına ilişkin yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan, küresel krizin en belirgin ve uzun süreli etkisinin gelişmiş ülke kamu borçları üzerinde olması beklenmektedir. Söz konusu ülkelerde orta vadede toplam kamu borç stokunun GSYİH'ye oranının yüzde 100'ün üzerine çıkarak uzun bir süre bu yüksek seviyelerde kalabileceği tahmin edilmektedir. Özellikle gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının uyguladığı önlemler (doğrudan sorunlu finansal varlıkların satın alımı, likidite desteği, sermaye aktarımı) sonucu, bilançolarında oluşan aşırı genişlemenin yeni tahvil ihraçlarıyla desteklenmesi, toplam kamu borç stokunu artıran en önemli etken olarak göze çarpmaktadır. TCMB Enflasyon Raporu 2009-III

harcamaları üzerine etkisi) ile beraber düşünülduğünde, orta vadede önemli endişe kaynağı olmaktadır.

TCMB enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde, öncesinde de olduğu gibi, enflasyon gelişmelerine ilişkin analiz ve değerlendirmelerini çeşitli yayınlar aracılığıyla kamuoyu ile paylaşmaktadır. Söz konusu değerlendirmelerde zaman zaman, gerçekleşen ya da olası şoklar karşısında fiyatlar genel seviyesi ve enflasyonun davranışına yönelik analizler yapılmakta, özellikle bu şokların enflasyon üzerindeki etkilerinin ne kadar sürede ortadan kalkacağına ilişkin açıklamalara yer verilmektedir⁴⁵⁰.

Son global finansal krizde geçmişteki krizlerden farklı bir iktisadi konjonktür ile karşı karşıya kalınmıştır. Dolayısıyla bu dönemde TCMB'nin politika tepkisi de 2006 yılına göre farklı olmuştur⁴⁵¹.

2008 yılı son çeyreğinden itibaren enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını öngören TCMB, fiyat istikrarını sağlama temel amacı ile çelişmeksizin, küresel krizin iktisadi faaliyet üzerinde oluşturacağı tahribatı sınırlamaya odaklı bir para politikası uygulamıştır.

Global finansal kriz döneminde uygulanan para politikası tedbirlerinin ilki, krizin para piyasaları üzerinde oluşturduğu belirsizliği gidermeye yönelik uygulamalardır. Bu çerçevede TCMB borçlanma ve borç verme faiz aralığı düşürülmüş, piyasaya fazladan likidite verilmiş, kredi piyasasını destekleyici düzenlemeler yapılmıştır.⁴⁵²

⁴⁵⁰ Ekonomide oluşabilecek çeşitli şokların, fiyat seviyesi, aylık ve yıllık enflasyon üzerindeki etkileri birincil ve ikincil olmak üzere iki kategoride ele alınmaktadır. Birincil etkiler daha çok ithalat içeriği yüksek mallardaki fiyat ayarlamalarını kapsamaktadır. Ticarete konu olan ve olmayan mallar arasındaki görece fiyatların değişmesi biçiminde öngörülen bu etkiler, enflasyonda geçici bir süre yükselişe neden olmakta ancak genel fiyatlama davranışlarında bir bozulmaya işaret etmediğinden orta vadeli enflasyon eğilimini değiştirmemektedir. Bu nedenle, orta vadeli perspektifle hareket eden merkez bankaları birincil etkilere tepki vermemektedir. İkincil etkiler ise fiyat artırma eğiliminin salt ithal içeriği yüksek mallarla sınırlı kalmayarak bütün ekonomiye yansımaları durumunda ortaya çıkmaktadır. Fiyatlar genel seviyesinde sürekli bir artışa yol açabilecek böyle bir etki enflasyondaki yükselişin kalıcı bir görünüme kavuşması anlamına gelebilecek ve bu durumda enflasyonun tekrar düşürülmesi maliyetli olacaktır. Bu nedenle merkez bankaları döviz kurunun ya da petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki yansımalarını değerlendirirken ikincil etkilere özel önem atfetmektedir. TCMB Enflasyon Raporu 2006-III

⁴⁵¹ *ibid*, s.12

⁴⁵² - Ekim ve Kasım 2008 aylarında, gecelik faiz oranlarındaki potansiyel oynaklığı azaltmak amacıyla TCMB borçlanma ve borç verme faiz oranları aralığı 3,5 puandan 2,5 puana düşürülmüştür.

Küresel krizin derinleşmesinin ardından enflasyonda hızlı bir düşüş olacağı öngörülerek Kasım 2008'den itibaren politika faiz oranlarında hızlı indirimlere gidilmiş ve TCMB borçlanma faiz oranı yüzde 16,75'ten kademeli olarak bir yılda yüzde 6,25'e düşürülmüştür. Bu süreçte bir yandan kısa vadeli faiz oranları aşağı çekilirken, diğer yandan dengeleyici bir likidite politikası izlenerek kredi piyasasındaki tıkanıklığın giderilmesi hedeflenmiştir.

Bu önlemler sonucunda TCMB'nin piyasa faizleri üzerindeki belirleyiciliği güçlenmiş, global risk algılamalarının yüksek seviyelerde seyrettiği dönemler de dahil olmak üzere piyasa faizleri para politikası duruşunu takip ederek tarihsel olarak en düşük seviyelerine inmiştir. Bununla beraber kriz sürecinde likidite ve sermaye kısıtları şirketlere verilen krediler için arz üzerinde tüketici kredilerine göre daha az etkili olmuştur. Çelişkili gözükse de bu durum, iki kredi türünün vade özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Tüketici kredilerinin ortalamada ticari kredilere göre daha uzun vadeli olması nedeni ile tüketici kredilerindeki genişleme, vade uyumsuzluğu ve buna bağlı riskleri artırdığından, bankaların uzun vadeli fonlara ulaşmalarını gerektirmektedir. Bankaların yurt dışı fonlara erişimlerinin kriz sürecinde uluslararası sermaye akımlarındaki keskin daralma ile sınırlanması, uzun vadeli finansman kaynaklarını ve dolayısıyla tüketici kredilerinin arzını doğrudan ve olumsuz yönde etkilemiştir. Bu süreçte TCMB'nin piyasalara likidite sağlama yönündeki çabaları kısa vadeli arz tarafında rahatlatıcı bir rol oynamıştır⁴⁵³.

Ekim 2008'den itibaren, para piyasalarında olası tedirginlikleri azaltmak ve gecelik faiz oranlarındaki oynaklığı tamamen ortadan kaldırmak amacıyla, piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlama yapılmaya başlanmıştır. Bu çerçevede ortaya çıkan likidite fazlası ise gün sonunda gecelik işlemlerle sterilize edilmiştir.

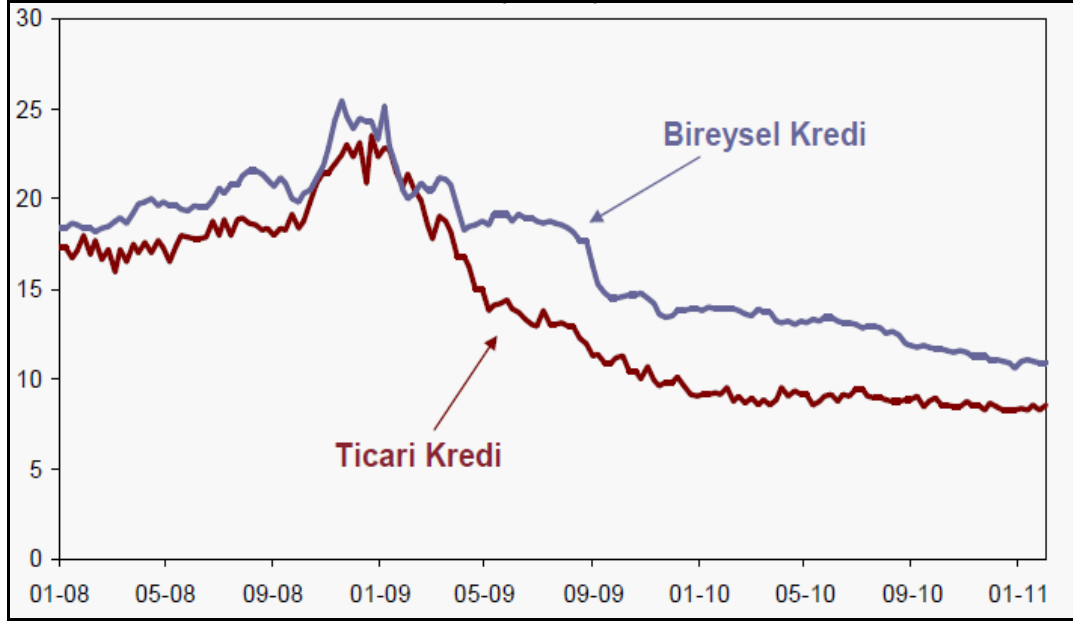
Bunun ardından likidite düzeyindeki kalıcı azalış göz önüne alınarak kredi piyasasını desteklemek amacıyla düzenlemeler yapılmıştır. Bu çerçevede;

- 19 Haziran 2009'da piyasadaki net likidite açığının artması ve likidite açığının kalıcı olma ihtimalinin yükselmesi üzerine kredi mekanizmasının etkin işleyişini desteklemek amacıyla üç ay vadeli repo ihalelerine başlanmıştır.

- 16 Ekim 2009'da, piyasadaki likidite açığının kalıcılığının netleşmeye başlaması üzerine, kredi mekanizmasının desteklenmesi amacıyla Türk Lirası zorunlu karşılık oranı yüzde 6'dan yüzde 5'e indirilmiştir. TCMB Enflasyon Raporu 2006-III

⁴⁵³ Anket verileri, üçüncü çeyrekte bilanço ve fon kısıtlamalarının ticari krediler üzerinde yine olumsuz bir rol oynamadığını, tüketici kredileri için ise bu kısıtların bağlayıcılığının azaldığını göstermektedir. TCMB Enflasyon Raporu 2010-I

Grafik 2.28: Kredi Faiz Oranları*



* Kaynak: TCMB

Kriz döneminde enflasyona ilişkin kaygıların azalması, TCMB'nin bir yandan fiyat istikrarı hedefini gözetirken, diğer taraftan da iktisadi faaliyete ve finansal istikrara odaklanması için elverişli bir ortam hazırlamıştır.

Bu çerçevede TCMB, küresel finansal krizin Türkiye ekonomisi ve finansal istikrarı üzerindeki olumsuz etkilerini önlemek amacıyla faiz indirimlerinin yanı sıra Türk lirası ve döviz likiditesi sıkışıklığını giderecek, kredi piyasalarının sağlıklı işlemlerini sağlayacak ve reel sektörü destekleyecek bir dizi ek önlemi uygulamaya koymuştur⁴⁵⁴.

⁴⁵⁴ TCMB global finansal kriz sırasında döviz piyasalarına ve bankacılık sistemi döviz likiditesine yönelik olarak aşağıdaki önlemleri uygulamaya koymuştur:

- 16 Ekim 2008 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerine ara verilmiş, böylece ihalelerle kalıcı olarak döviz piyasasından çekilen likiditenin sistemde kalması sağlanmıştır.

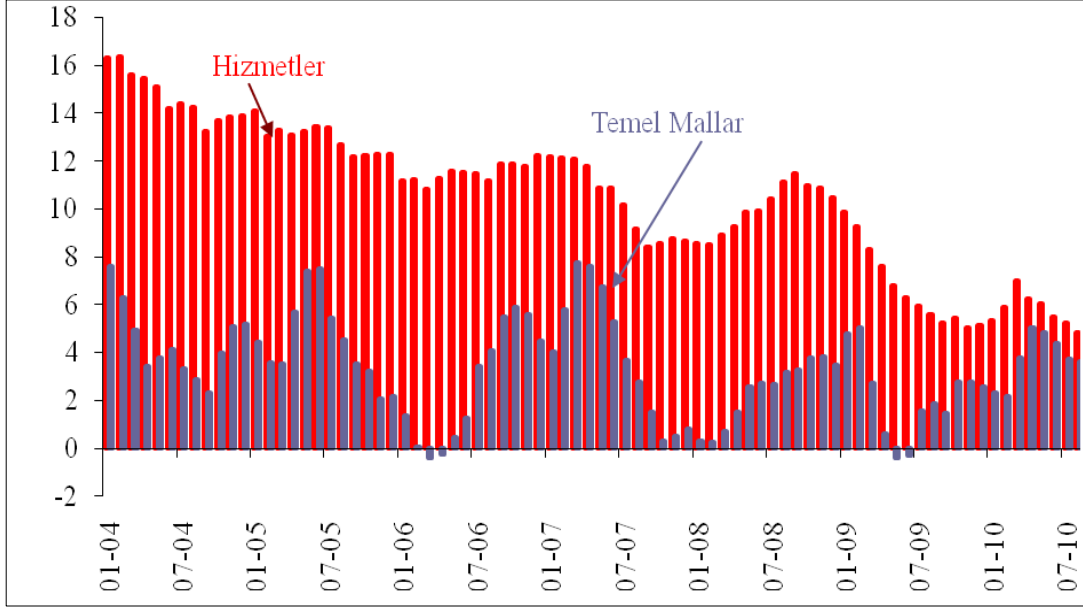
- Döviz piyasalarında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak sağlıksız fiyat oluşumlarının gözlenmesi üzerine 24 Ekim 2008 ve 27 Ekim 2008 tarihlerinde düzenlenen döviz satım ihaleleri ile toplam 100 milyon ABD doları satılmıştır.

- Ekim 2008'de TCMB nezdindeki döviz depo aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmış, bankaların Döviz Depo Piyasaları'ndaki işlem yapabilme limitleri kademeli olarak artırılarak 10,8 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Ayrıca, söz konusu borçlanma limitleri çerçevesinde bankaların alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya uzatılırken, TCMB taraflı işlemler için yüzde 10 olan borçlanma faiz oranları da ABD doları için yüzde 7'ye, euro için yüzde 9'a düşürülmüştür. Şubat 2009'da ise, döviz depo işlemlerinin vadesi 1 aydan 3 aya uzatılırken, TCMB taraflı işlemlere ilişkin depo faiz oranı ABD doları için yüzde 5,5'e, euro için yüzde 6,5'e düşürülmüştür.

-5 Aralık 2008 tarihinde yüzde 11 olan yabancı para zorunlu karşılık oranında iki puan indirim yapılarak bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar ABD doları ilave döviz likiditesi sağlanmıştır. Ayrıca, ihracat

Küresel finansal krizin derinleşmesiyle ve dünya ekonomisinde gözlenen belirgin yavaşlamanın etkisiyle 2008 yılı son çeyreğinden itibaren yurt içi enflasyonda keskin düşüşler yaşanmıştır.

Grafik 2.29: Mal ve Hizmet Enflasyonundaki Gelişmeler (Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK

Kriz döneminde uygulanan para politikaları, TCMB'nin kamuoyu ile etkili iletişimi ve enflasyonda gözlenen belirgin düşüş enflasyon beklentilerinin her vadede aşağı yönlü bir eğilim sergilemesini sağlamıştır⁴⁵⁵.

Bu çerçevede, krizin etkisinin iyice hissedildiği Ocak 2009'da yayımlanan Enflasyon Raporu'nda; küresel finans krizinin neden olduğu belirsizlik ortamında, 2008 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyetin hızla daralmasının yanı sıra, kredi koşullarının belirgin olarak sıkılaştığı, risk primi ve kredi faizlerinde ise hızlı yükselişler gözlemlendiği belirtilmiştir. Rapor'da, 2009 yıl sonuna ilişkin yıllık enflasyon tahmini yüzde 6,8

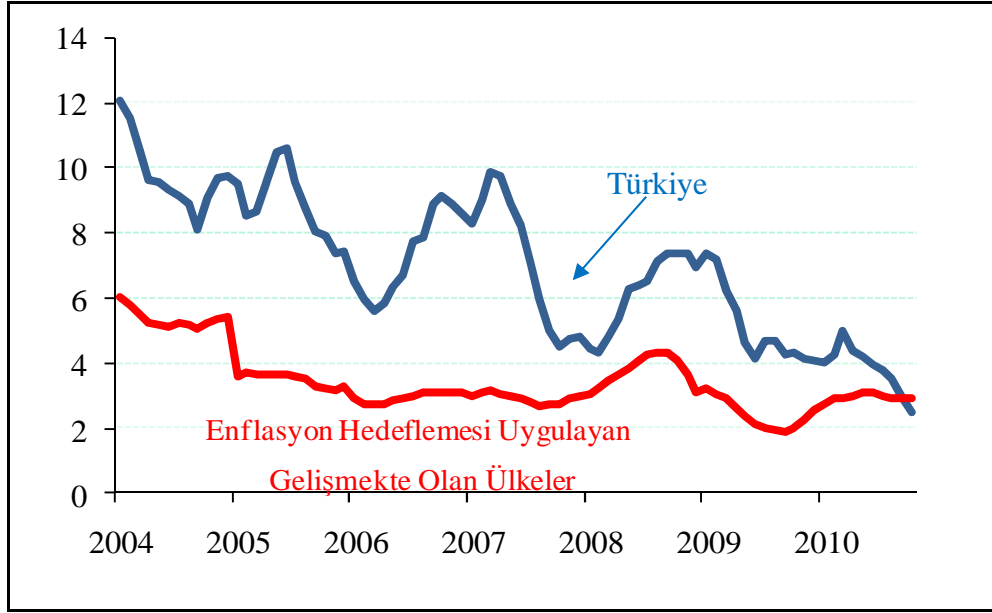
reeskont kredisi uygulamasına yönelik yeni düzenlemelerle ihracat reeskont kredisi limiti yükseltilmiş ve bu kredilere kullanım kolaylığı getirilmiştir.

-Döviz piyasalarındaki derinliğin kaybolması ve sağlıksız fiyat oluşumlarının gözlenmesi üzerine 10 Mart 2009 tarihinden itibaren döviz likiditesini destekleyerek döviz piyasasının sağlıklı çalışmasını sağlamak amacıyla günlük döviz satım ihalelerine tekrar başlanmıştır. Döviz satım ihaleleri ile 900 milyon ABD doları satılmıştır.

⁴⁵⁵ TCMB yaptığı duyurularda politika faiz oranlarının bir süre daha mevcut düzeylerde tutulması ve uzun süre düşük düzeylerde seyretmesi gerekebileceğini yinelemiştir.

olarak verilmiştir⁴⁵⁶. Ancak, yılın ilk çeyreğine ilişkin açıklanan veriler nihai yurt içi talepte Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha derin bir daralmaya işaret ederken, pek çok uluslararası kuruluş küresel gelişmeler ışığında küresel büyümeye ilişkin tahminlerini aşağı yönlü güncellemeye devam etmiştir.

Grafik 2.30: Türkiye’de ve Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Çekirdek Enflasyon (Yüzde)



Kaynak: TCMB

Ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın 2009 yılı ilk çeyreğinde tahmin edilenden daha güçlü olduğunun anlaşılmasıyla, toplam talep koşullarının enflasyona yaptığı düşüş yönlü katkının bir önceki rapor dönemine göre arttığı bir çerçeve esas alınmış ve çıktı açığı tahminleri Nisan ayında belirgin olarak aşağı yönlü güncellenmiştir. Enflasyonun ana eğilimine ilişkin tahmin de aşağı yönlü güncellenerek yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 6,0 düzeyine indirilmiştir⁴⁵⁷.

2009 yılının Temmuz ayında yayımlanan Enflasyon Raporu'nda, enflasyon tahminlerini her iki yönde etkileyen gelişmelerin ortaya çıktığı vurgulanmış, 2009 yılı

⁴⁵⁶ TCMB Enflasyon Raporu, 2009-IV

⁴⁵⁷ TCMB Enflasyon Raporu 2010-I

ilk çeyreğine ilişkin iktisadi faaliyetteki daralmanın öngörülenden de derin olması ve Avrupa ekonomisinin 2009 yılı büyümesine ilişkin beklentilerin daha da kötüleşmesi Rapor'da yer alan tahminlere aşağı yönde etkide bulunurken, petrol fiyatlarının varsayımlardan yüksek seyretmesi ve bütçe dengesini sağlamaya yönelik vergi düzenlemeleri tahminleri yukarı yönlü etkilemiştir. Toplam talep koşullarındaki gelişmeler doğrultusunda ortaya çıkan görünüm, çıktı açığı tahminlerinin bir önceki rapora göre bir miktar aşağı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Ayrıca, iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın enflasyon üzerindeki etkisi öngörülenden de güçlü olmuştur. Böylece, enflasyonun ana eğilimine ilişkin tahmin bir önceki rapora göre 0,8 puan aşağı çekilmiştir⁴⁵⁸.

Türkiye ekonomisine ilişkin gelişmeler Temmuz 2009 Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan çerçeve ile uyumlu bir seyir izlemiş, global ekonomik faaliyete ilişkin varsayımlar ise uluslararası kuruluşların tahminleri doğrultusunda Temmuz Enflasyon Raporu'na göre sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir⁴⁵⁹. Bu bağlamda Ekim Raporu'nda toplam talep görünümüne ilişkin bir önceki rapora göre önemli bir değişiklik yapılmamıştır. Bununla birlikte, 2009 üçüncü çeyreğinde temel enflasyon göstergelerinin seyri, toplam talep koşullarının enflasyonun ana eğilimi üzerindeki etkilerinin tahmin edilenden daha güçlü olduğunu göstermiştir. Hizmet fiyatlarının yıllık artış oranlarının ve enflasyon yayılma endeksinin tarihsel olarak düşük düzeylerde seyretmesi bu görüşü teyid etmiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda enflasyonun ana eğilimine ilişkin TCMB'nin tahminleri sınırlı bir miktar aşağı doğru güncellenmiştir⁴⁶⁰.

2009 yılı üçüncü çeyreğinde, petrol fiyatları varsayımların üzerinde gerçekleşmesine rağmen, gıda grubu yıllık enflasyonunun beklenenin çok üzerinde bir düşüş göstermesi

⁴⁵⁸ Bununla beraber, söz konusu dönemde petrol fiyatlarında gözlenen artışlar petrol fiyatlarına ilişkin varsayımların yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuş ve yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan yukarı çekmiştir. Bunun yanı sıra, Temmuz ayında tütün ürünlerinde yapılan fiyat artışlarının yıl sonu enflasyonuna 0,5 puanlık ek katkı yapacağı öngörülmüş ve bu öngörü tahminlere yansıtılmıştır. Sonuç olarak, Temmuz 2009 Enflasyon Raporu'nda yer alan yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki rapora göre aşağı yönlü güncellenerek yüzde 5,9 düzeyine çekilmiştir. *ibid*

⁴⁵⁹ *ibid*, s.20

⁴⁶⁰ *ibid*, s.22

kısa vadeli tahminlerin aşağı yönlü güncellenmesine neden olmuştur⁴⁶¹. Bu dönemde, üretici olmayan yatırımcıların emtia piyasalarına yeniden yönelmesinin de etkisiyle yılın ikinci çeyreğinde ortalama 60 ABD doları olan petrol fiyatı, yılın üçüncü çeyreğinde ortalama 70 ABD doları seviyesine yükselmiştir. Spot piyasalarda yaşanan bu gelişmeler, yıl sonu petrol fiyatına ilişkin TCMB tahmininin yükseltilmesini gerekli kılmış; bu durum yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde 0,5 puanlık yukarı yönlü bir katkı yapmıştır⁴⁶².

2009 yılının son çeyreğindeki gelişmeler, enflasyonun ana eğilimini etkileyen unsurların Ekim 2009 Enflasyon Raporu'nda sunulan görünümle uyumlu olduğunu teyid etmiştir⁴⁶³.

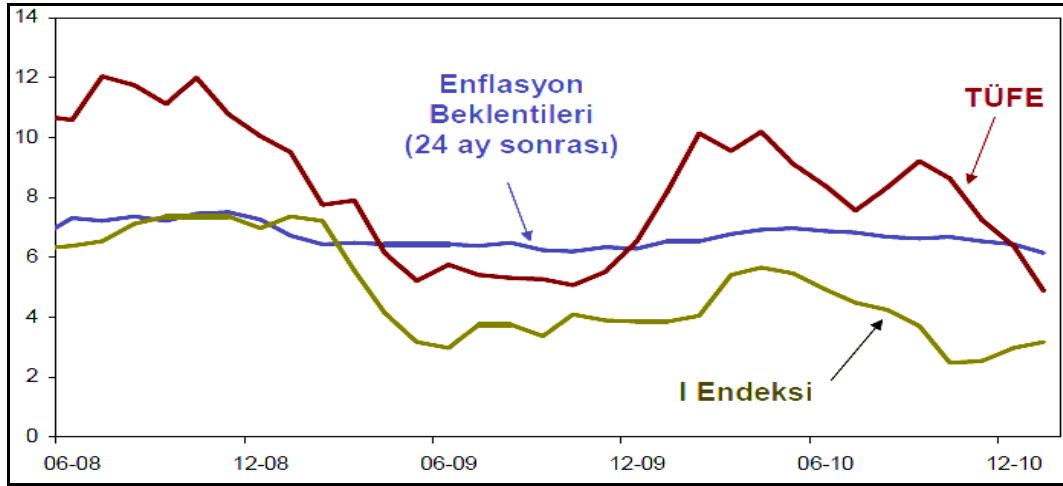
⁴⁶¹ İşlenmiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarının son yıllardaki gelişimi incelendiğinde, işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık enflasyonundaki dalgalanmaların boyutunun yüksek olduğu, işlenmiş gıda fiyatlarının yıllık artış oranındaki oynaklığın ise daha sınırlı olduğu gözlenmektedir. Nitekim, işlenmemiş gıda grubunda 2009 yılında son beş yılın en düşük üçüncü çeyrek değişim oranının ardından, dördüncü çeyrekte meyve-sebze ve et fiyatlarındaki yükselişler sonucunda son altı yılın en yüksek fiyat artışı yaşanmıştır. Bu doğrultuda, yıl sonu tüketici enflasyonu Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminin 1 puan yukarısında gerçekleşirken, sapmanın tamamı işlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklanmıştır. Dolayısıyla, söz konusu fiyatların seyri, tüketim sepeti içindeki payı da göz önüne alındığında, önemli bir tahmin belirsizliği oluşturmaktadır. Hava koşullarındaki değişimlerin meyve ve sebze gibi ürünlerin arzındaki değişimleri büyük ölçüde belirlemesi sebebiyle, işlenmemiş gıda fiyatlarının bu yapısı gereği oynaklık sergilemesi beklenmektedir. Ancak, ülkemizde ilgili fiyatlardaki oynaklığın boyutunun diğer ülkelere kıyasla belirgin bir ölçüde yüksek olduğu gözlenmektedir. Nitekim, 2006-2009 döneminde aylık enflasyon oranları üzerinden AB-27 ülkeleriyle yapılan karşılaştırmalara göre, Türkiye'de aylık gıda fiyat değişimleri AB-27'dekine oranla yaklaşık 4 kat daha fazla oynaktır. Bkz: Başkaya, S., Gürgür, T. ve F. Ögünç, (2008), "Küresel Isınma, Küreselleşme ve Gıda Krizi - Türkiye'de İşlenmiş Gıda Fiyatları Üzerine Ampirik Bir Çalışma", Central Bank Review, 2 (2008) 1-32. Bununla birlikte işlenmemiş gıda fiyatları için bu fark 6 kata kadar çıkmaktadır ve Türkiye AB-27 ülkelerinin tümünden daha yüksek bir aylık işlenmemiş gıda fiyat değişkenliğine sahiptir. Bunun yanında, işlenmemiş gıda fiyatlarının tüketim sepeti içindeki payının da AB ülkelerine kıyasla yüksek olması nedeniyle, söz konusu fiyatların tüketici enflasyonuna yaptığı katkı Türkiye'de belirgin bir oynaklık sergilemektedir. TCMB Enflasyon Raporu 2010-I

⁴⁶² Öte yandan, mevsimsellikten arındırılmış gıda fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde geçmiş yıllardaki artış eğiliminden farklı olarak azalış göstermiş ve gıda enflasyonu yılın ilk dokuz aylık dönemine ilişkin öngörülerin altında kalmıştır. Bu durumun temel nedeni işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık artış oranındaki gerilemenin beklenenden daha hızlı olmasıdır. Bu gelişmeler göz önüne alınarak, Ekim 2009 Enflasyon Raporu'nda, 2009 yılı sonuna ilişkin gıda grubu yıllık artış oranı varsayımı yüzde 7,5'ten yüzde 5,8'e indirilmiş, bu değişiklik 2009 yıl sonu tahminleri üzerinde 0,5 puan aşağı yönlü etki yapmıştır. Sonuç olarak, Ekim 2009 Enflasyon Raporu'nda yıl sonu enflasyon oranına ilişkin tahminimiz Temmuz ayındaki yüzde 5,9 değerinden yüzde 5,5'e çekilmiştir. *ibid*

⁴⁶³ Bununla birlikte, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen artışlar nedeniyle, Ekim 2009 Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,8 olarak varsayılan yıl sonu gıda enflasyonu yüzde 9,3 olarak gerçekleşmiştir. Gıda enflasyonundaki söz konusu gelişmeler, Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5

2009 yılındaki Enflasyon Raporlarında özellikle emtia fiyatlarında yaşanan dalgalanmaların ve yılın ilk çeyreğinde toplam talepte gözlenen keskin daralmanın 2010 yılı boyunca yıllık enflasyonun gelişimini önemli ölçüde şekillendireceği belirtilmiştir. TCMB, “baz etkisi” olarak da adlandırılan bu gelişmenin kamuoyu tarafından doğru anlaşılmasının beklenti yönetimi açısından önem taşıdığını vurgulamıştır⁴⁶⁴.

Grafik 2.31: TÜFE Gelişmeleri ve Beklentiler



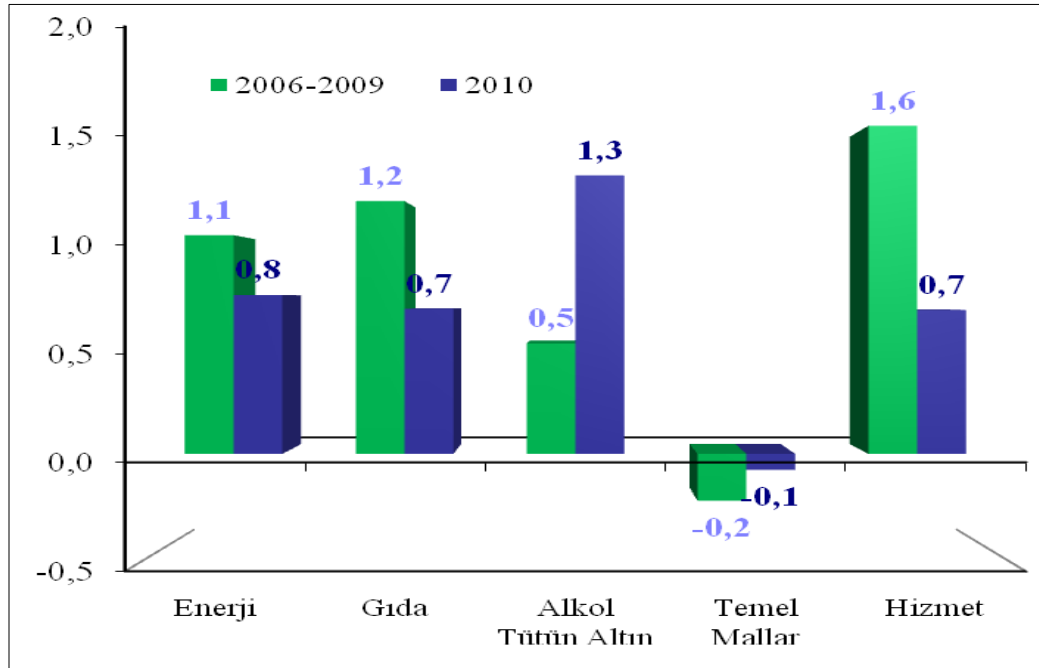
Kaynak: TCMB

olarak tahmin edilen 2009 yıl sonu enflasyonu ile yüzde 6,5 düzeyindeki gerçekleşme arasındaki farkı büyük ölçüde açıklamaktadır. *ibid*

⁴⁶⁴ Teknik ve İktisadi Bir Terim Olarak Baz Etkisi: Belirli bir ay için yıllık enflasyon hesaplanırken, söz konusu ay fiyat düzeyi ile aynı ayın bir yıl önceki düzeyleri karşılaştırılmaktadır. Böylelikle, bir önceki yıl fiyat düzeyi baz alınmış olur. Teknik olarak, baz alınan yıldaki aylık değişimin, cari yıla ait yıllık enflasyonun aylık değişimindeki katkısı baz etkisi olarak tanımlanmaktadır. Baz etkisine ilişkin çarpıcı bir örnek olarak, Ağustos 2005’te tütün ürünlerinde gözlenen yüksek oranlı artışların yıllık tüketici enflasyonu üzerindeki yansımaları gösterilebilir. Meyve-sebze fiyatlarındaki mevsimsel azalışlarla tüketici fiyatlarının gerilediği bir dönem olan Ağustos ayında, 2005 yılında söz konusu artışın etkisiyle aylık tüketici fiyatları yüzde 0,85 gibi belirgin bir oranda yükselmiştir. 2006 yılı Ağustos ayında ise aylık bazda fiyatlar yüzde 0,44 oranında gerilemiştir. Böylelikle, Ağustos 2006’da yıllık tüketici enflasyonu bir önceki aya kıyasla 1,43 puan gerilemiştir. Dolayısıyla, yıllık enflasyondaki bu azalışın önemli bir kısmı tütün ürünleri kaynaklı baz etkisiyle açıklanabilmektedir. İktisadi anlamda ise baz etkisinden bahsederken baz dönemdeki fiyat hareketlerinin aşırı veya genel ortalamalardan farklı olup olmaması önem taşımaktadır. Dolayısıyla, yıllık enflasyondaki değişimde baz etkisinden söz edebilmek için baz dönemdeki fiyat hareketlerinin genel eğilimlerden farklılaşıp farklılaşmadığı yargısına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu çerçevede, iktisadi olarak baz etkisinin, baz aydaki fiyat gelişmelerinin dışsal etmenler (örn. tütün ürünleri fiyatlarının artırılması), beklenmeyen mevsimsel dalgalanmalar (örn. giyim sektöründe indirim sezonunun erken açılması) ile kayan mevsimsellik (örn. özel okul fiyatlarının yıldan yıla değişen zamanlarda belirlenmesi) gibi faktörlerle şekillenmesi sonucu oluştuğu söylenebilir. TCMB Enflasyon Raporu 2010- I

Sonuç olarak TCMB Ocak 2009 döneminde yayımladığı Enflasyon Raporu'nda yılın ilk yarısında enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını ve yıl sonunda enflasyonun hedefin altında kalacağını öngörmüş ve bu çerçevede politika faiz oranlarında hızlı bir indirim sürecine gitmiştir. Zaman içinde açıklanan veriler TCMB'nin öngörülerini teyid etmiş, 2009 yılında enflasyon bir önceki yıla kıyasla belirgin bir düşüş göstererek yüzde 6,5 ile hedefin altında gerçekleşmiştir. Diğer yandan, yıl boyunca küresel krizin toplam talep üzerindeki etkilerine dair belirsizlikler ile petrol ve gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen hareketler 2009 yılı sonuna dair enflasyon tahminlerinin çeyrekler boyunca dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur. TCMB enflasyon raporları aracılığı ile tahminlerdeki güncellemeleri ve alınan politika tedbirlerini şeffaf bir şekilde kamuoyuna duyurmuş ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmiştir⁴⁶⁵.

Grafik 2.32: TÜFE Bileşenleri



Kaynak: TCMB, TÜİK

⁴⁶⁵ *ibid*

2.3.4 Çıkış Stratejisi ve Duyurular Kanalının Stratejide Etkin Kullanımı

Global finansal krizin şiddetinin azaldığı dönemde, tüm dünya merkez bankalarının krize ilişkin aldıkları önlemlerin orta ve uzun vadede yaratacakları olumsuz etkileri bertaraf etmek için para politikaları kapsamında “çıkış stratejileri” gündeme gelmiştir.

Bu doğrultuda TCMB bir basın duyurusu ile kriz döneminde alınmış önlemlerden çıkış stratejisini kamuoyu ile paylaşmıştır⁴⁶⁶. Bu strateji çerçevesinde krizin etkilerinin hafiflemesi ile birlikte döviz piyasalarına yönelik önlemlerin bir kısmı geri alınmıştır.

2008 yılının son çeyreğinden bu yana alınan tedbirlerden üç ay vadeli repo işlemlerine başlanması ve Türk lirası zorunlu karşılık oranı indirimi kararları asıl olarak kredi kanalının etkin işleyişini desteklemeyi amaçlamıştır. Küresel kriz sürecinde tüm dünyada fon akışlarının zayıflaması sermaye girişlerini yavaşlatmış, dolayısıyla ülkemizde de kalıcı likidite açığı oluşmasına neden olmuştur. Çıkış stratejisine göre, piyasadaki likidite açığı yüksek düzeylerde devam ettiği sürece likidite açığının düzeyine bağlı olarak tutarı zaman zaman değişse de üç ay vadeli repo ihaleleri düzenli bir fonlama aracı olmaya devam edeceği, bununla birlikte mevcut durumda herhangi bir değişiklik öngörülmemekle birlikte, likidite açığının belirgin şekilde azalması ve/veya kredi koşullarının iyileşmesi halinde Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının artırılabilceği vurgulanmıştır⁴⁶⁷.

Strateji çerçevesinde, kriz sürecinde döviz ve Türk lirası piyasalarına yönelik alınan tedbirlerin bir bölümünün aşamalı olarak geri çekilmesi planlanmıştır. Bu çerçevede öncelikle doğrudan kriz yönetimi kapsamında devreye sokulan tedbirlerin geri alınması, bütün dünyada olduğu gibi Türkiye’de de çıkış stratejisinin temkinli, zamana yayılan ve finansal istikrarı gözetilen bir nitelikte olması planlanmıştır.

Zamana yayılan bu stratejinin ilk aşamasında, kriz süresince etkin olarak kullanılan piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlanması şeklindeki politika çerçevesinde arz

⁴⁶⁶ Bkz. www.tcmb.gov.tr/duyurular 14.04.2010 Çıkış Stratejisi

⁴⁶⁷ Bkz. www.tcmb.gov.tr/duyurular 14.04.2010 Çıkış Stratejisi

edilmekte olan miktarın tedricen azaltılmaya başlanması öngörülmüştür. Buna mukabil, gecelik para piyasası faiz oranlarının ilan edilen borçlanma faiz oranı civarında oluşmasına özen gösterilmiş, TCMB'nin ilan ettiği gecelik borçlanma faiz oranı para politikası açısından referans faiz oranı niteliğini sürdürmüştür.

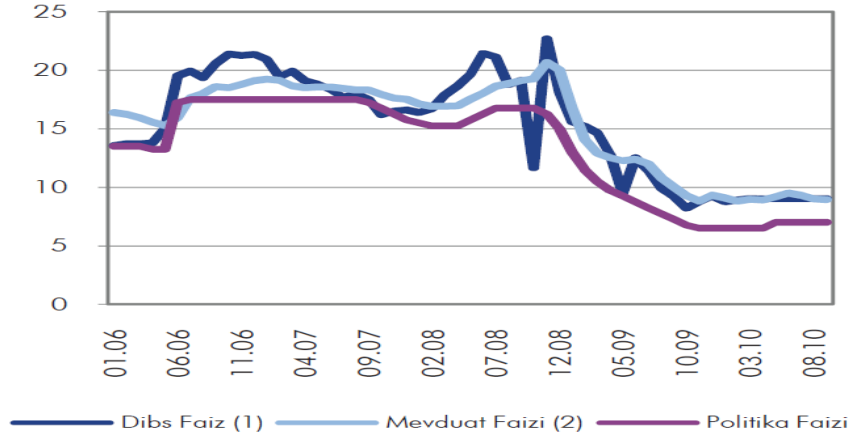
Mayıs 2010 Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında teknik faiz ayarlamasının ilk adımının atılmasına karar verilmiştir. Bu süreçte, bir hafta vadeli repo ihalesi faizi politika faizi olmuş ve ihaleler sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemine göre gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Eylül 2010 PPK toplantısında teknik faiz ayarlaması sürecinin ikinci adımının atılarak gecelik vadedeki borçlanma faiz oranı ile politika faiz oranı arasındaki fark artırılmıştır. Kasım toplantısında gecelik borçlanma faizinde yapılan 400 baz puanlık radikal indirimle de TCMB bu konudaki kararlılığını ortaya koymuştur.

Küresel finansal kriz sırasında ve sonrasında yaşanan gelişmeler, politika yapıcılar nezdinde finansal istikrarı ön plana çıkarmıştır. Ekonomide fiyat istikrarı için gerekli olan faiz seviyesi ile finansal istikrar için gerekli olan faiz seviyesi her zaman birbirleri ile uyumlu olmayabilir. Ekonominin aşırı genişleme gösterdiği bir durumda enflasyonu kontrol altına alan bir faiz politikası finansal risklerin ortaya çıkmasını engellemekte yetersiz kalabilmektedir.

Öte yandan şiddetli bir resesyon durumunda, finansal istikrarın tesisi için çok daha düşük bir faiz seviyesine ihtiyaç duyulabilmektedir. Küresel finansal krizin ortaya çıkmasına neden olan etkenlerden biri, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken finansal istikrarı göz ardı etmeleridir. Örneğin; FED, 2003-2007 yılları arasında uyguladığı para politikası ile enflasyonu düşük seviyelerde tutmakla birlikte, borçluluk oranlarının ve varlık fiyatlarının aşırı artmasına yol açarak finansal istikrarın bozulmasına katkıda bulunmuştur. Türkiye'de 2002 yılından itibaren izlenen para ve maliye politikaları ile 2006 sonrası uygulanan parasal sıkılaştırma ve sonrasında izlenen temkinli para politikası duruşu finansal sistemimizde risklerin ortaya çıkmasını engellemiştir. TCMB çeşitli iletişim araçlarıyla son dönemde alınan ilave önlemlerin, önümüzdeki dönemde tüm dünyayı etkisi altına alacağı düşünülen yeni konjonktüre karşı bir hazırlık olduğunu belirterek bu yeni konjonktürün temel

özelliğinin, güvenilir ve dinamik yükselen piyasa ekonomilerine yoğun sermaye akışı sonucunda bu ekonomilerde aşırı ısınma, aşırı borçlanma ve varlık balonları oluşması riskinin belirmesi ve cari açığın finansal istikrarı tehdit edecek düzeylere ulaşma ihtimali olduğunu vurgulamıştır⁴⁶⁸.

Grafik 2.33: TCMB Politika Faizleri ve Piyasa Faizlerinin Seyri



(1) Gösterge DİBS Faiz Oranı (2) Mevduat Faizi, Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu

TCMB'nin 27 Temmuz 2010 tarihinde açıkladığı Enflasyon Raporu'nda "...yılın kalan döneminde Çıkış Stratejisinde öngörülen tedbirlerin büyük ölçüde tamamlandığı..." bir baz senaryonun esas alındığı belirtilmiştir.

16 Eylül 2010 tarihinde toplanan Para Politikası Kurulu da 2010 yılının sonuna kadar tamamlanması öngörülen Çıkış Stratejisi kapsamındaki diğer düzenlemelerin de yürürlüğe koyulmasının uygun olacağını ifade etmiştir.

Bu kapsamda alınan önlemlerin duyurular yoluyla kamuoyu ile etkin paylaşım süreci ana başlıklar itibariyle şu şekilde özetlenebilir:

- Teknik faiz ayarlaması ve daha etkin likidite yönetimi amacıyla borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki farkın genişletilerek koridor sisteminin uygulamaya konulması (18 Eylül 2010)

⁴⁶⁸ TCMB Finansal İstikrar Raporu 2010-II, s.50

- Zorunlu karşılık oranlarının artırılması (23 Eylül 2010)⁴⁶⁹
- Zorunlu karşılıklara faiz ödenmesinin durdurulması (23 Eylül 2010)
- Rezerv birikimi için daha esnek bir mekanizmanın devreye sokulması (4 Ekim 2010)
- 3 Aylık repo ihalelerine son verilmesi (14 Ekim 2010)
- TCMB borçlanma faiz oranının 5 puan düşürülmesi (14 Ekim 2010, 12 Kasım 2010, 16 Aralık 2010)
- Politika faiz oranının 50 baz puan indirilmesi (16 Aralık 2010)⁴⁷⁰
- Zorunlu karşılık oranlarının mevduat vade yapılarına göre belirlenmesi ve kapsamının genişletilmesi (17 Aralık 2010)⁴⁷¹.

2.3.5 Makro Riskleri Azaltıcı Politikalar Bağlamında Zorunlu Karşılıkların Türkiye’de Kullanımı

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Bu amaca hizmet etmek üzere merkez bankaları klasik Taylor (1993) kuralına paralel olarak politika faiz oranını temel araç olarak kullanmaktadır⁴⁷². Söz konusu kural enflasyon hedefine ulaşmak için gerekli faizin belirlenmesine yardımcı olmaktadır. Öte yandan finansal istikrar açısından önem taşıyan kredi büyümesi, varlık fiyatları ve cari açık gibi faktörler için de faiz oranları temel belirleyicidir⁴⁷³.

Bu çerçevede, zorunlu karşılıklar TCMB tarafından finansal istikrarı sağlamada kullanılabilecek etkin bir politika aracı olarak değerlendirilmektedir. Zorunlu karşılık uygulaması, bankaların kredi olarak kullanılabilecekleri temel bazı kaynakların belli

⁴⁶⁹ Zorunlu karşılık oranları, 24 Ocak 2011 tarihli TCMB Banka Meclisi toplantısında yeniden belirlenmiştir. Buna göre Vadesiz, ihbarlı mevduatlar ve özel cari hesaplar için yüzde 8’den yüzde 12’ye, 1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (1 ay dâhil) için yüzde 8’den yüzde 10’a, 3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve özel fon havuzları (3 ay dâhil) için yüzde 7’den yüzde 9’a, Mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülükler için yüzde 8’den yüzde 9’a yükseltilmiş; 6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları için (6 ay dâhil) yüzde 7, 1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları için yüzde 6, 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduatlar/katılma hesapları ile birikimli mevduatlar/katılma hesapları için yüzde 5, 6 aya kadar (6 ay dâhil) ve daha uzun vadeli özel fon havuzları için vadesine karşılık gelen ilgili oranlar olarak sabit tutulmuştur.

⁴⁷⁰ 20 Ocak 2011 PPK toplantısında politika faizi 0.25 baz puan indirilmiştir.

⁴⁷¹ TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz’ın 18 Aralık 2010 Konya Sanayi Odası Sunumu, www.tcmb.gov.tr

⁴⁷² TCMB Finansal İstikrar Raporu Aralık 2010

⁴⁷³ *ibid*, s.6-7

bir oranının merkez bankası nezdinde tutulmasını, böylece merkez bankasının yurt içi para arzı üzerindeki kontrolünü ve likidite yönetimini güçlendirmeyi öngörmektedir⁴⁷⁴. Ayrıca zorunlu karşılık uygulaması, bankaların ellerinde bulunan kredilendirilebilir fonların miktarını değiştirmek yoluyla kredi hacmini ayarlamak ve kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığı azaltmaya yardımcı olmak fonksiyonuna da sahiptir⁴⁷⁵. Söz konusu fonksiyonları sayesinde, zorunlu karşılıklar gerek para politikası gerekse makro riskleri azaltıcı bir politika aracı olarak kullanılabilir ve hem fiyat istikrarının hem de finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmaktadır.

Küresel piyasalarda yaşanan krizin etkisiyle bankacılık sektörünün yurt dışından fonlama imkanlarının daralması nedeniyle, TCMB tarafından alınan diğer tedbirlere ek olarak bankalara döviz likiditesi sağlamak amacıyla, Aralık 2008'de yabancı para zorunlu karşılık oranı 2 puan indirilerek bankacılık sistemine anılan dönem itibarıyla yaklaşık 2,5 milyar ABD doları kalıcı döviz likiditesi sağlanmıştır. Ayrıca 2009 yılında kredilerde gözlenen artışı desteklemek amacıyla Türk parası zorunlu karşılık oranı Ekim 2009'da 1 puan azaltılarak bankacılık sistemine söz konusu dönem itibarıyla yaklaşık 3,3 milyar TL kalıcı likidite sağlanmıştır⁴⁷⁶.

Uluslararası piyasalarda normalleşme sürecinin başlaması ile birlikte bu defa TCMB, Çıkış Stratejisi kapsamında Eylül 2010'dan itibaren zorunlu karşılık uygulamasını, destekleyici para politikası aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Buna göre Türk parası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir. Likidite açığının azalmaya başlaması ve kredilerde, iç talepte ve ithal mal talebindeki hızlanmanın cari açık açısından ileriye yönelik bir tehdit unsuru olarak algılanması sonucu, faiz dışı para politikası aracı olan zorunlu karşılıklar vade yapılarına göre yeniden belirlenmiş, kapsamı genişletilerek gerek mevduatın gerekse yabancı sermaye girişlerinin uzun vadelere yönlendirilmesi amaçlanmıştır⁴⁷⁷.

⁴⁷⁴ *ibid*, s.6-7

⁴⁷⁵ *ibid*, s.43-47

⁴⁷⁶ *ibid*, s.43-47

⁴⁷⁷ Para Politikası Kurulu'na göre TCMB'nin Kasım 2010'dan bu yana aldığı tedbirler özellikle ithalat talebindeki yavaşlama kanalıyla toplam talebin bileşimini dengeleyerek makro finansal riskleri azaltmaktadır. Kurul, yılın ilk çeyreğinde cari açığın yıllıklandırılmış bazda yavaşlayarak da olsa artmaya devam edeceğine, ancak bu artışın baz etkisinden kaynaklanacağına dikkat çekmiştir. Bu nedenle, alınan

Fiyat istikrarının ve finansal istikrarın birlikte korunması amacıyla global krizle birlikte bir çok ülkede olduğu gibi aktif bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanan zorunlu karşılıkların, gelecekte de aktif bir şekilde başta cari denge olmak üzere makro ekonomide ve finansal piyasalarda oluşabilecek riskleri azaltıcı araçlardan biri olarak büyük bir olasılıkla kullanılmaya devam edileceği TCMB tarafından çeşitli iletişim araçlarıyla açıklanmıştır⁴⁷⁸.

2.3.6 TCMB'nin Yeni Para Politikası Yaklaşımının Analizi

Türkiye'de fiyat istikrarı yolunda izlenen enflasyon hedeflemesi stratejisinin, beklendiği gibi enflasyon oranını olumlu etkilediği ve TCMB'nin para politikasındaki etkinliğinin giderek arttığı görülmektedir. Sonuçta enflasyon hedeflemesi bir amaç değil bir araçtır. Amaç enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayarak fiyat istikrarını sağlamaktır⁴⁷⁹. Dolayısıyla, Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde sürdürülebilmesi enflasyon hedeflemesi için öngörülen bütün koşulların titizlikle gerçekleşmesi ve sürekliliğinin sağlanmasıyla mümkündür. Bir başka bakış açısıyla, para politikası tek başına enflasyonu düşürmek için yeterli değildir. Bu politika ile birlikte Türkiye'de siyasi istikrarın sağlanması, makro ekonomik dengelerin gözetilmesi, mali piyasalardaki derinliğin ve mali disiplinin sağlanması, bekleşilerin doğru yönetilmesi para politikası uygulamasının başarısında yaşamsal öneme sahiptir.

Diğer taraftan, tüm koşulların sağlanmasının yanında, TCMB'nin yürütmüş olduğu para politikası uygulamalarında, dış dünyadan gelecek şokların (gıda fiyatlarındaki artış, petrol fiyatlarının artışı, kuraklık, finansal krizler, kur riski vb.) enflasyonu artırıcı etkisi

parasal tedbirlerin etkilerinin daha iyi anlaşılması açısından aylık verilerin mevsimsellikten arındırılmış değerlerinin takip edilmesinin daha sağlıklı olacağı ifade edilmiştir. Nitekim bu şekilde incelendiğinde, Aralık ayında cari dengede bir miktar iyileşme görüldüğü, kredilerde de 2011 yılı başından itibaren sınırlı bir yavaşlama eğilimi gözlemlendiği belirtilmiştir. Bununla birlikte Kurul üyeleri, bu aşamada sağlıklı bir değerlendirme yapılması için açıklanan verilerin yeterli olmadığına işaret ederek alınan tedbirlerin dengeleyici etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkacağına altını çizmiştir. *Para Politikası Kurulu 15.02.2011 Toplantı Özeti* www.tcmb.gov.tr

⁴⁷⁸ TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz'ın 18 Aralık 2010 Konya Sanayi Odası Sunumu, www.tcmb.gov.tr

⁴⁷⁹ TCMB bu bağlamda 2011 başında kamuoyu ile paylaştığı "Stratejik Plan"ında amaçlarını şu şekilde yansıtmıştır: "Orta vadede fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak oluşturulması gereken para politikası stratejisini saptamak, bu doğrultuda kullanılacak para politikası araçlarına ilişkin kararlar almak ve bu kararları uygulamak; piyasadaki Türk lirası likiditesi gelişmelerini yakından takip ederek sistemdeki likiditenin, kısa vadeli faiz oranlarında aşırı dalgalanmaya neden olmayacak şekilde etkin ve dengeli dağılımını sağlamak; etkin bir piyasa takibi yaparak döviz piyasasında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak gerçekleşen sağlıksız fiyat oluşumlarını engellemeye yönelik politikaları belirlemek ve uygulamak". *TCMB Stratejik Plan* www.tcmb.gov.tr

de her zaman dikkate alınmalıdır. Son zamanlarda yaşanan global çaptaki gelişmeler bunun en önemli kanıtıdır⁴⁸⁰. Dolayısıyla, TCMB çeşitli senaryolara göre para politikasının kredibilitesini azaltıcı gelişmelere karşı politikalar geliştirirken her türlü senaryoya karşı da hazırlıklı olmakla yükümlüdür. Bunlara ilaveten TCMB, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasında ekonomik gelişmelere bağlı olarak, para politikasını sürekli güncel tutmak, orta vadeli enflasyon görünümünü etkileyen her türlü veriyi değerlendirerek politika duruşunda bir değişikliğin gerekmesi halinde uygulanması gereken para politikası kararlarını gecikmeksizin almak durumundadır⁴⁸¹.

Bu çerçevede uygulanan ilk politika aracı zorunlu karşılık oranlarıdır. İç talebi ve yükselen cari açığı frenlemek için öncelikli amaç, hızlı kredi artışını kontrol altına almak olmuştur. Bunun temel nedeni, politika faiz oranlarının yükseltilmesi gibi kredi büyümesini frenlemeye yönelik geleneksel politikaların, ülkemizde süregelen finansal derinleşme ve demografik etkenler sebebiyle kredi talebinin faiz esnekliğinin oldukça düşük seviyede olması nedeniyle etkili olmayacağına inanılmasıdır⁴⁸². Buna bağlı olarak, yüksek faiz oranları da daha fazla kısa vadeli sermaye girişleri çekeceği için dengesizliklerin oluşmasına yol açacak, bu durumda faiz oranlarını yükseltmek, mevcut küresel dengesizlikler karşısında verilecek iyi bir politika tepkisi olmayacaktır. Bu iki etken birlikte ele alındığında, zorunlu karşılıklar vasıtasıyla kredi arzı kontrolünün ve

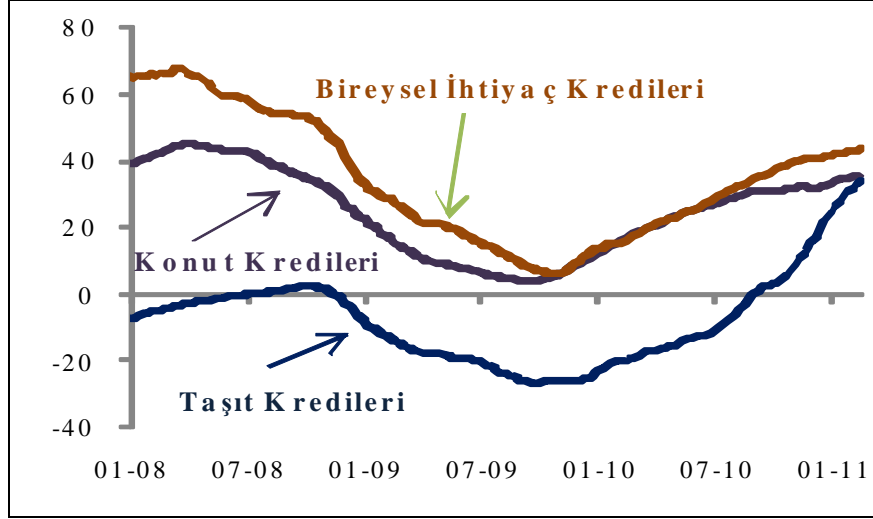
⁴⁸⁰ Para Politikası Kurulu, alınan parasal sıkılaştırma kararlarının enflasyon üzerindeki iç talep kaynaklı baskıları sınırlayacağı değerlendirilmesinde bulunmuştur. Nitekim Kurul'a göre öncü göstergeler, yılın ilk çeyreğinde iç piyasa siparişlerinde 2010 yılının son çeyreğine kıyasla daha ılımlı bir seyre işaret etmektedir. Öte yandan Kurul enerji ve diğer emtia fiyatlarında gözlenen hızlı artışların enflasyon üzerinde arz yönlü ilave bir risk unsuru teşkil ettiğine dikkat çekmiştir. Dolayısıyla, fiyatlama davranışlarının yakından izlenmesi gerektiği vurgulanmıştır. *Para Politikası Kurulu 15.02.2011 Toplantı Özeti* www.tcmb.gov.tr

⁴⁸¹ Para Politikası Kurulu, önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya devam edeceğini açıklamış, bunu yaparken, TCMB ve ilgili diğer kurumlarca finansal istikrara yönelik alınan önlemlerin enflasyon görünümü üzerindeki etkilerinin de dikkatle değerlendirileceğini belirtmiştir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin yerine getirilmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını destekleyeceğinden hareketle Kurul, mali disiplinin devamı aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişleteceği ve faizlerin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyeceğini öngörmüştür. Bu çerçevede, Orta Vadeli Plan ile Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımların büyük önem taşıdığı vurgulanmıştır. *Para Politikası Kurulu 15.02.2011 Toplantı Özeti* www.tcmb.gov.tr

⁴⁸² Bir diğer deyişle, kredi büyüme oranlarını istenen seviyeye çekmek için gerekli faiz artırımı miktarı çok yüksek olacak, bu da finans piyasalarında dengesizlik yaratacaktır.

borç verilebilir fon arzının kısıtlanmasının, alternatif politika stratejisi olarak uygun bir para politikası aracı olabileceği görüşü uygulamaya değer bulunmaktadır.

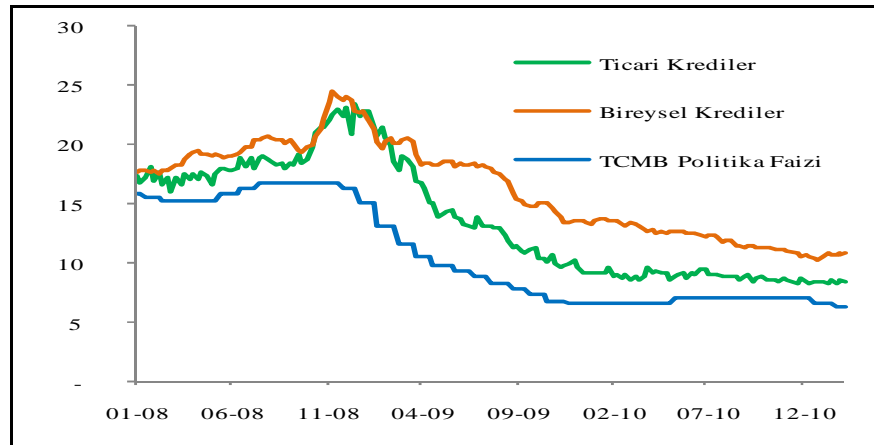
Grafik 2.34: Kredi Büyüme Oranları*



* Yıllık değişim, 4 aylık hareketli ortalama. Kaynak: TCMB

Böylece zorunlu karşılık oranlarındaki artışların, maliyet artışı ve likidite daralması yoluyla kredi genişlemesini sınırlandırması beklenmektedir.

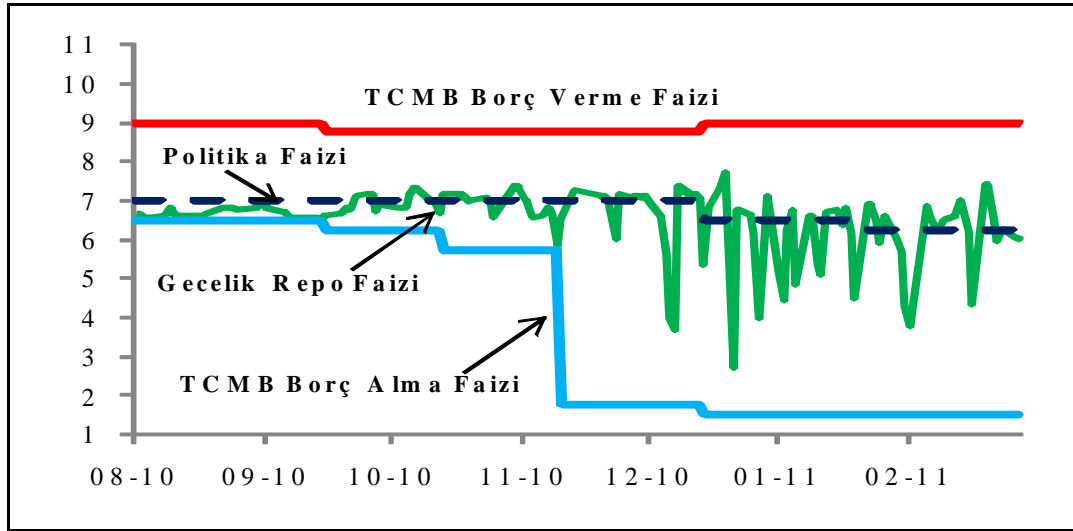
Grafik 2.35: Kredi ve TCMB Politika Faizi Oranları (yüzde)



Kaynak: TCMB

TCMB'nin yeni yaklaşımında dikkate alınması gereken diğer bir konu da sermaye girişlerinin vadesinin uzatılmasıdır. Bu konu, sermaye hesabının kalitesinin artırılması, vade uyumsuzluklarının azaltılması ve döviz kurunun ekonomik temellerden bağımsız hareket etmesinin engellenmesi açısından önemlidir. Bu amaca yönelik olarak, ihtiyaç duyulduğunda kısa vadeli faiz oranlarında dalgalanmaya imkan sağlamak amacıyla politika faizi indirilerek gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki koridor genişletilmiştir (Grafik 2.36).

Grafik 2.36: TCMB Politika Faizi ve Gecelik Repo Faiz Oranları



Kaynak: TCMB, İMKB

Özetle, TCMB'nin benimsediği yeni yaklaşım özünde geleneksel enflasyon hedeflemesinden önemli bir farklılık göstermemektedir. Buradaki temel ayırım; para politikası aracı olarak bir haftalık repo faiz oranı yanında, TCMB kısa vadeli faiz oranları, zorunlu karşılık oranları ve faiz koridorunu içeren bir "politika bileşiminin" oluşturulmasıdır. Enflasyonla mücadelenin yanı sıra, makro-finansal riskleri de azaltmaya yönelik bu araçların doğru bileşimle kullanılması büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede para politikası duruşu sadece politika faiz oranlarıyla değil, bütün araçların bileşimiyle belirlenmektedir. İzlenen politika tıpkı geleneksel enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi ileriye dönük ve ekonomik görünüme bağlıdır. Politika

bileşiminin tam kompozisyonu fiyat istikrarına ve finansal istikrara etki eden unsurlara göre belirlenmektedir.

Para politikasının makro ekonomik performansa ilişkin etkileri, son zamanlarda tüm dünyada artan bir şekilde araştırmacıların ve akademisyenlerin çalışmalarına konu olmuştur. Bu doğrultuda, enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemiş olan Türkiye’de para politikası uygulamalarının aktarım mekanizması çerçevesindeki etkinliği ekonometrik modeller yardımıyla analiz edilmeye çalışılacaktır.

III. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI AKTARIM MEKANİZMASI ETKİNLİĞİNİN MODELLENMESİ

Daha önceki bölümlerde de belirtildiği gibi merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde temel para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin aldıkları kararlar, enflasyonu ya da diğer bir ifadeyle genel fiyat düzeyini aktarım mekanizmaları aracılığıyla etkilemektedir. Merkez bankasının faiz oranları, yurt içindeki ticari banka ve finans kuruluşlarının müşterilerine uyguladıkları faizler üzerinde etkili olarak kredi hacmini etkilemekte, hisse senedi, bono ve döviz gibi varlıkların fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. Ayrıca politika faiz oranları beklentileri, beklentiler de ileriye yönelik yatırım, tüketim ve fiyatlama kararlarını etkileyebilmektedir.

Ancak, merkez bankasının faiz kararları bu kanallar yardımıyla toplam talebi ve enflasyonu hemen etkileyemez. Etkilerini ancak karar alınmasının ardından belirli bir gecikme süresi ile gösterebilir. Bu gecikme; politika değişikliklerinin ekonomideki sözleşmelere ne kadar sürede yansıtacağı, bireylerin tüketim alışkanlıklarını ne kadar zamanda değiştirecekleri gibi unsurlara bağlıdır. Aktarım mekanizmasındaki gecikme nedeniyle merkez bankaları enflasyondaki olası değişimlere karşı gerekli tedbirleri önceden alarak harekete geçmektedirler.

Bu bölümde, Türkiye ekonomisinde para politikası aktarım mekanizmasının varlığı ve işleyiş düzeni, para politikası faiz oranlarının ekonomideki makro değişkenler ile etkileşimi analiz edilerek araştırılacaktır. Bu doğrultuda, öncelikle uygulanan ekonometrik analizlerde kullanılan makro değişkenlerin 2002 senesinden sonra uygulanmaya başlayan örtük enflasyon hedeflemesi ve daha sonra uygulamaya konulan açık enflasyon hedeflemesi dönemindeki genel gelişimi hakkında grafiksel ve istatistiksel bilgiler sunulacaktır.

Daha sonra, para politikasının aktarım mekanizmasının para politikası faizleri kanalıyla kredi faiz oranları üzerine uzun dönemli etkisi Otoregresif Dağıtılmış Gecikmeler Modeline (Auto Regressive Distributed Lag - ARDL) dayanan sınır testi yaklaşımı ile

incelenecektir. Bu çerçevede, kredilerin reel faaliyetler, dolayısıyla yatırım ve tüketim harcamaları ile üretim üzerindeki etkileri göz önünde bulundurularak çalışmanın bu kısmında kredi faizleri esas alınmıştır. Kredi faizleri kapsamında bireysel krediler ele alınmıştır. Bireysel krediler de; ihtiyaç kredisi, taşıt kredisi ve konut kredisi alt kalemleri olarak analize dahil edilmiştir.

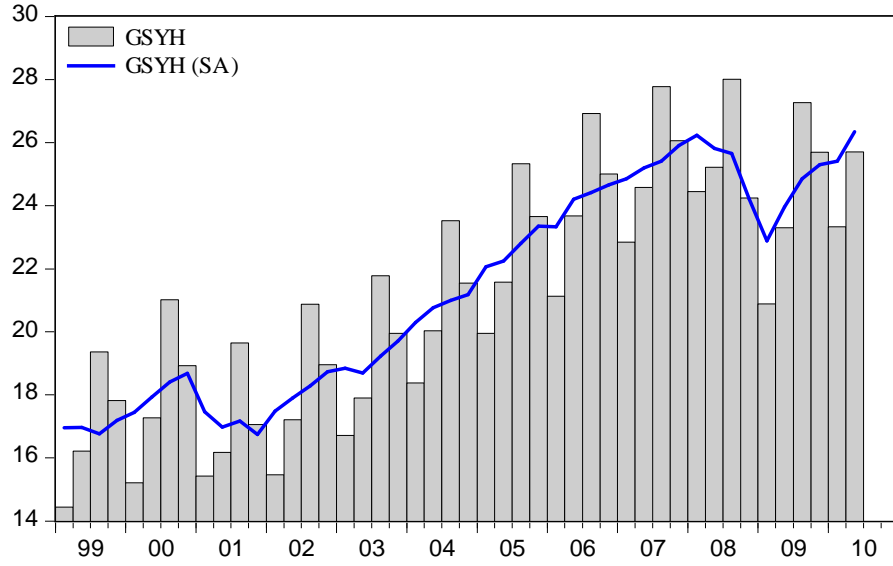
Kredi faiz oranları yurt içi ve ithal mallara olan talep seviyesine, söz konusu seviye de yerli ve yabancı malların fiyatlama düzeylerine etki ederek enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Bu nedenle, para politikası faizleri (PPF) ve kredi faiz düzeyleri ile birlikte söz konusu talep seviyelerinin ve fiyatlama davranışlarının da etkilerinin incelenmesine yönelik olarak gayri safi yurt içi hasıla miktarı (GSYİH), nominal kur seviyesi ve ekonomideki genel fiyat seviyesini gösteren tüketici fiyat endeksi (TÜFE) beraberce incelenerek kısa dönem etkileşimleri Vektör Otoregresyon (VAR) ve Hata Düzeltme Modelleri (VEC) kapsamında değerlendirilecektir.

Son olarak, kısa dönemde para politikası faiz oranı ile kredi faiz oranı arasındaki kısa dönemli ilişkinin yönü hakkında Sıralı Probit Modelleri (Ordered Probit) kapsamında ek bilgiler edinilmesi araştırılacaktır. Bu yöntemin diğer yöntemlerden ayrılan yanı, kredi faiz oranı seviyelerinin kategorize edilebilmesidir. Bilindiği gibi para politikası faiz oranlarının sabit kaldığı dönemlerde de faiz oranları belirli derecelerde oynaklıklar gösterebilmektedir. Söz konusu küçük oynaklıklar belirli bantlar dahilinde kategorize edilerek kesikli bir analiz neticesinde para politikası faiz oranının kredi faizleri üzerindeki etkisinin yönü hakkında ek kanıtlar elde edilmeye çalışılacaktır.

3.1. Analizlerde Kullanılan Makro Değişkenlerin Gelişimi

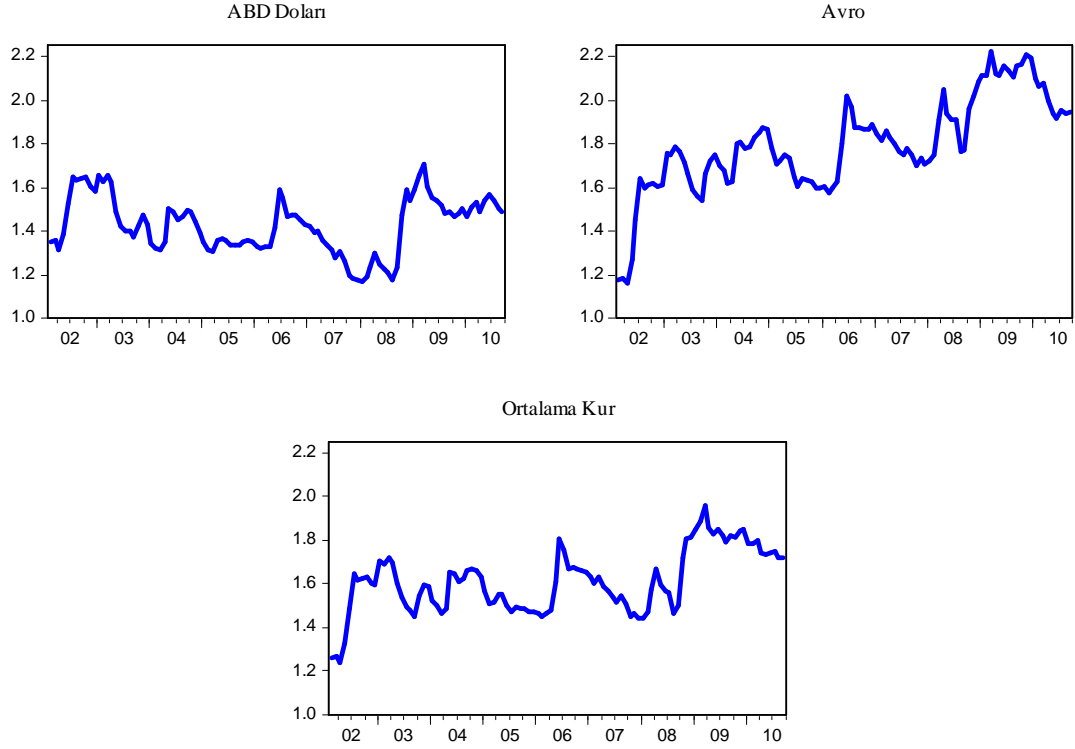
Grafik 3.1’de GSYİH’nin üçer aylık dönemlerdeki gelişimi ve mevsimsel olarak düzeltilmiş hali 1998 sabit fiyatlarıyla verilmektedir. Buna göre, yıllar itibarıyla gayri safi yurt içi hasıla seviyesi yükselmiş ancak kısa dönemde her ekonomide görülen ekonomik iniş ve çıkış dönemleri yaşanmıştır. Grafikte görüldüğü gibi, 2008 yılının son çeyreğinde küresel krizin etkisi ile toplam çıktı miktarı düşmüş, bunun hemen sonrasında yükselerek normal trend patikasına doğru ilerlemiştir.

Grafik 3.1: Gayrisafi Yurtiçi Hasılabın Gelişimi (Milyar TL)



Grafik 3.2’de ABD doları ve Avro’nun Türk lirası cinsinden nominal alış kur değeri­nin 2002 yılı sonrasındaki gelişim patikaları gösterilmektedir. Ayrıca bu iki serinin basit aritmetik ortalaması da “Ortalama Kur” serisi olarak sunulmuştur. Buna göre Avro söz konusu yıllar itibarıyla Türk lirası (TL) ve dolar karşısında değer kazanmıştır. Ortalama kur grafiği incelendiğinde ise TL’nin bu dönemde ortalama kura göre değer kaybettiği gözlemlenmektedir.

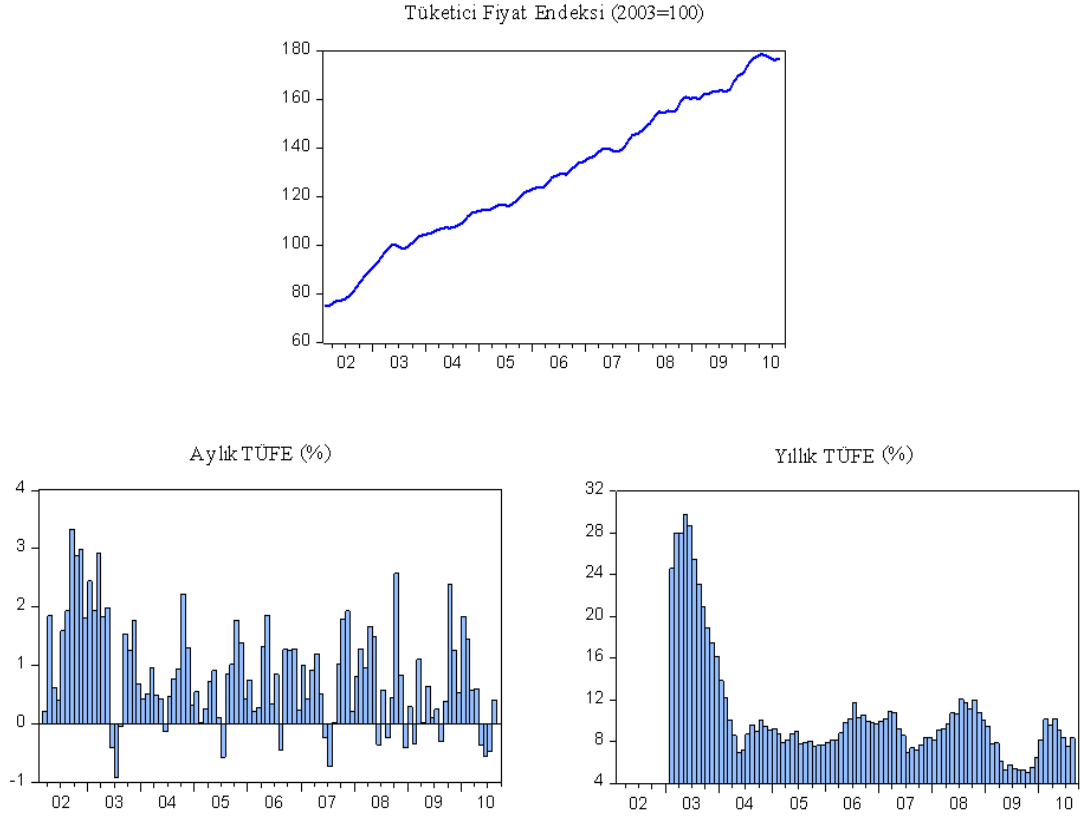
Grafik 3.2: Döviz Kurları



Not: Ortalama Kur = (ABD Doları + Avro) / 2

Grafik 3.3’de 2002 yılı sonrasındaki enflasyon gelişimi TÜFE endeksine bağlı olarak verilmektedir. Söz konusu dönemde fiyatlar yaklaşık 2,25 kat artmış bunun yanında yıllık enflasyon da kademeli olarak yüzde 24 seviyesinden yüzde 8 seviyelerine gerilemiştir. Bu dönemde enflasyon oranında yüksek oranlı düşüş uygulanan para politikalarının başarısının ve ekonomik istikrarın sağlanmasındaki kararlılığın da bir göstergesidir. Bu durum, hiç şüphesiz enflasyon hedeflemesi rejiminin de genel hatları ile başarılı olduğu izlemine güçlendirmektedir. Rejim çerçevesinde tek hedef olan fiyat istikrarının sağlanmasına ilişkin uygulanan faiz kararları ve diğer politikalar ile uyumlu maliye politikası, doğru iletişim politikaları ekonomide çeyrek yüzyıldır yaşanan yüksek enflasyonist ortamın doğurduğu ataletin kırılmasına ve ileriye yönelik beklentilerle oluşturulan ekonomik karar alma mekanizmalarının yarattığı daha istikrarlı bir ekonomik yapının kurulmasına yardım etmiştir.

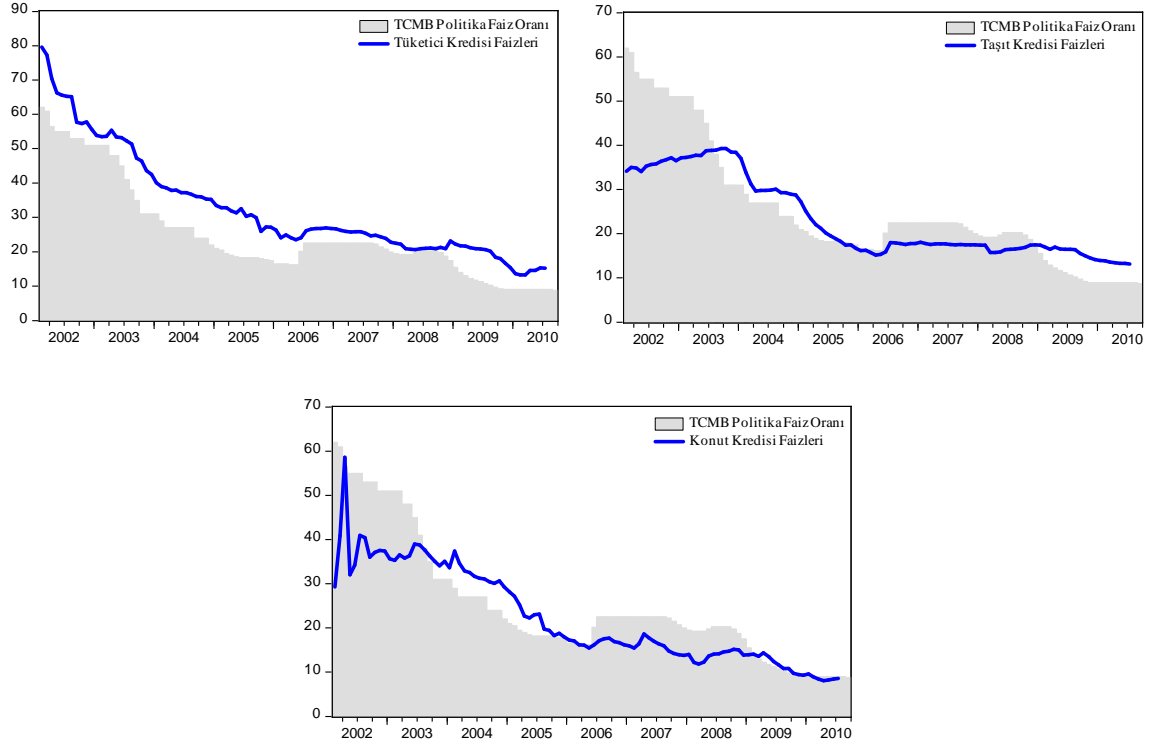
Grafik 3.3: Enflasyon Gelişmeleri



Grafik 3.4'de 12 aya kadar vadeli ihtiyaç, taşıt ve konut kredi faizlerinin aylık gelişimi politika faiz oranları ile ilişkili bir biçimde verilmiştir. Bu grafikten de görüleceği gibi politika faiz oranları ile söz konusu kredi faiz oranları aynı yönlü hareket ederek yıllar boyunca düşüş trendini korumuştur.

Son olarak Tablo 3.1'de tüm bu değişkenlerin ortalama, ortanca, en yüksek ve en düşük değerleri ile standart sapmasına ilişkin istatistikler sunulmaktadır.

Grafik 3.4: Faiz Oranları⁴⁸³



Tablo 3.1: Betimleyici İstatistikler

	TÜFE	KUR	PPK	NAKİT	TAŞIT	KONUT	GSYH
Ortalama	128,74	1,6113	24,99	32,73	23,22	22,25	21,25
Ortanca	128,20	1,6040	20,87	26,61	17,75	17,41	21,08
En yüksek	178,68	1,9616	62,00	79,63	39,30	58,59	28,01
En düşük	75,33	1,2383	8,75	13,19	13,20	8,06	14,44
Standart sapma	29,15	0,1438	14,02	15,44	8,92	10,73	3,80
Gözlem sayısı	103	104	104	102	102	102	46
Sıklık	Aylık	Aylık	Aylık	Aylık	Aylık	Aylık	Üç aylık

(1) TÜFE: 2003=100, (2) Kur: Dolar ve Avro'nun TL cinsinden alış değerlerinin ortalaması, (3) PPK: TCMB borçlanma faiz oranı, yüzde (4) Nakit, taşıt ve konut, sırasıyla ilgili krediye ait faiz oranı, yüzde (5) GSYH: Reel GSYH, 1998=100, milyar Türk Lirası.

⁴⁸³ TCMB, 20 Mayıs 2010'da yaptığı basın açıklamasıyla bu tarihten itibaren politika faizi olarak bir hafta vadeli repo faiz oranının esas alınması gerektiğini duyurmuştur. *Bir Hafta Vadeli Repo İhaleleri Yöntemine İlişkin Basın Duyurusu – 20/05/2010, (2010-25)*
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2010/DUY2010-25.php>

3.2. Politika Faiz Oranı ile Kredi Faizleri Arasındaki Uzun Dönemli İlişki

Durağan olmayan zaman serilerinin fark alınarak durağanlaştırılması değişkenlerden elde edilen uzun döneme ilişkin bilgilerin kaybedilmesine neden olmaktadır. Engle ve Granger (1987) iki veya daha fazla durağan olmayan serinin doğrusal bir kombinasyonunun durağan olabileceğini belirtmişlerdir⁴⁸⁴. Diğer bir deyişle, birim kök içerseler dahi aralarında uzun dönem ilişki olan değişkenlerin düzey değerlerinden elde edilen regresyon sonuçları sahte olmayacaktır.

Seriler arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olup olmadığı eşbütünleşme (cointegration) analizi ile belirlenmektedir. Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi olması, değişkenlerin uzun dönem denge değerinden sapmalarının geçici olduğu ve kısa dönem ilişkileri belirlenirken bu sapmaların bir hata düzeltme mekanizması ile kısa dönem dengesine yansıdığı anlamına gelmektedir. Eşbütünleşik seriler hata düzeltme modelleri sayesinde kısa ve uzun dönem denge vektör ve katsayılarını içerecek şekilde modellenebilmektedir.

Eşbütünleşmeye ilişkin analizler Engle-Granger eşbütünleşme testi, Johansen eşbütünleşme testi veya en son olarak geliştirilen Pesaran sınır testi yaklaşımı ile gerçekleştirilebilmektedir.

Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilen Engle-Granger eşbütünleşme testi, serilerin regresyonundan elde edilen hata terimlerinin durağanlığının tespit edilmesine dayanır. Ancak, En Küçük Kareler (EKK) yöntemi hata terimlerinin varyansını en küçük yapan katsayıları seçtiğinden, artık değerler olabildiğince durağan olacak şekilde seçilmiş olmakta ve bu durum ise eşbütünleşmenin varlığına dair yapılan standart testlerde komplikasyonlar yaratmaktadır. İki den fazla birinci derece durağan zaman serisinin modelde kullanılması durumunda, hata terimi analizine dayalı koentegrasyon testleri yetersiz ve çelişkili sonuçlar ortaya koyabilmektedirler⁴⁸⁵. Bundan dolayı, ikiden

⁴⁸⁴ Engle, R.F. ve Granger, W.J. (Mart 1987). Co-integration and Error-Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica*, LV, 251-276

⁴⁸⁵ Pesaran, M. H. ve Pesaran, B. (1997). Working With Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis. Oxford: Oxford University Press s.291

fazla birinci derece durağan serinin analizinde Johansen (1991) ve Johansen - Juselius (1990) koentegrasyon testleri kullanılmaktadır⁴⁸⁶.

Johansen (1988), Johansen ve Juselius (1990) tarafından geliştirilen Johansen eşbütünleşme testi ise maksimum olabilirlik yöntemini kullanarak seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin sayısını belirler. Engle-Granger testi daha çok iki değişken için, Johansen testi ise genellikle ikiden fazla değişken için eşbütünleşme ilişkisini belirlemede kullanılmaktadır. Ancak her iki testin uygulanabilmesi için de her bir değişkenin en az birinci dereceden bütünleşik olması ve değişkenlerin bütünleşme derecelerinin aynı olması gerekmektedir.

Johansen koentegrasyon testi koentegre vektör sayısının tespitine yönelik olarak iki test önermektedir. Bunlardan birincisi, “maksimum eigenvalue” değerlerine dayanan olabilirlik oranı testi, diğeri ise “iz testi”ne dayanan olabilirlik oranı testidir. Bu testlere göre, hiçbir koentegre vektör bulunmadığına ilişkin yokluk hipotezinin reddedilmesi durumunda modelde kullanılan değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığından söz edilebilmektedir.

Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımında ise serilerin durağanlık düzeylerine bakılmaksızın aralarında bir eşbütünleşme ilişkisinin varlığı araştırılabilmektedir⁴⁸⁷. Sınır testi yaklaşımının diğer eşbütünleşme yöntemlerine göre başka üstünlükleri de bulunmaktadır⁴⁸⁸. Monte-Carlo simülasyonları az sayıda gözlem için uygulanan sınır testi yaklaşımının Engle-Granger ve Johansen testlerinden daha güvenilir sonuçlar verdiğini göstermiştir. Ayrıca bu yöntem, içsellik problemi ve uzun dönem katsayıları üzerindeki hipotezleri test edebilme yeteneği açısından Engle-Granger yönteminden daha üstündür. Engle-Granger ve Johansen testleri ile eşbütünleşme ilişkisi tespit edildikten sonra ikinci aşama olarak hata düzeltme modelleri (ECM veya VEC) tahmin edilirken, sınır testi yaklaşımında eşbütünleşme ilişkisinin

⁴⁸⁶ Johansen, S. ve Juselius, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Applications to the Demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, LII, 2, 169-210

⁴⁸⁷ Pesaran, M. H. ve Pesaran, B. (1997). *Working With Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis*. Oxford: Oxford University Press s.291

⁴⁸⁸ F. Halıcıoğlu (2003) “Testing Wagner’s Law for Turkey, 1960-2000”, *Review of Middle East Economics and Finance*, Vol.1, No. 2, s.129-141. <http://ideas.repec.org/p/wpa/wuwppe/0502013.html>

varlığı ile kısa ve uzun dönem parametreler tek bir model yardımıyla eşanlı olarak tahmin edilebilmektedir.

Yukarıdaki tartışmaların bir sonucu olarak nisbi üstünlüğü sebebiyle para politikası faizi ile tüketici, taşıt ve konut kredisi faizleri arasındaki uzun dönemli ilişki bu çalışmada sınır testi yaklaşımı ile elde edilecektir. Otoresif Dağıtılmış Gecikmeler (Auto Regressive Distributed Lag - ARDL) Modeline dayanan sınır testinin uygulanabilmesi için aşağıdaki gibi ifade edilebilen bir kısıtlanmamış hata düzeltme modeli (Unrestricted Error Correction Model - UECM) oluşturulur⁴⁸⁹.

$$\Delta Y_t = c + \sum_{i=1}^p \alpha_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_{2i} \Delta X_{t-i} + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 X_{t-1} + u_t \quad (3.1)$$

Bağımlı değişken (Y) kredi faiz oranlarını, (c) sabit terimi, bağımsız değişken (X) politika faiz oranını (ON), (u) hata terimini, (α) katsayıları kısa dönem dinamikleri, β katsayıları uzun dönem dinamikleri, p ve q herhangi bir bilgi kriterine göre seçilen gecikme uzunluklarını temsil etmekte ve model ARDL(p,q) olarak adlandırılmaktadır.

Sınır testi (3.1) nolu denklemde $H_0: \beta_1 = \beta_2 = 0$ boş hipotezinin test edilmesi yoluyla gerçekleştirilmektedir. Hesaplanan Wald-F test istatistiği herhangi bir anlamlılık düzeyi için Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından hesaplanan alt ve üst kritik değerler ile karşılaştırılarak sonuca ulaşılmaktadır.

Söz konusu Wald-F istatistiğinin üst kritik değerinin üzerinde olması (boş hipotezin reddedilmesi) seriler arasında bir eşbütünlüğe ilişkisi olduğunu, alt değerinin altında kalması (boş hipotezin kabul edilmesi) ise eşbütünlüğe ilişkisinin bulunmadığını göstermektedir. Wald-F istatistiğinin alt ve üst kritik değerlerin arasına düşmesi halinde ise kesin bir yorum yapılamamakta, bu durumda herhangi bir sonuca varılmadan önce bağımsız değişkenlerin bütünlüğe derecelerinin bilinmesi gerekmektedir.

Politika faiz oranı serisi ile her bir kredi faiz oranı serisi arasındaki eşbütünlüğe ilişkisi ve yansıma katsayıları (3.1)'deki model çerçevesinde analiz edilmiştir. Modelde yer

⁴⁸⁹ Kısıtlanmamış sabit içeren ve trend içermeyen model seçilmiştir.

alan p ve q gecikme uzunlukları maksimum 6 gecikme verilerek Pesaran ve Shin (1999)'in önerdiği gibi Schwarz Bayesian (SBC) bilgi kriterine göre belirlenmiştir.

Tablo 3.2: İhtiyaç Kredisi Gecikme Uzunlukları Seçimi (SIC değerleri)

		q						
		0	1	2	3	4	5	6
p	1	3.36	3.34	3.19	3.24	3.29	3.27	3.31
	2	3.29	3.18	3.22	3.27	3.32	3.30	3.34
	3	3.29	3.22	3.27	3.31	3.37	3.34	3.39
	4	3.33	3.25	3.30	3.34	3.39	3.39	3.42
	5	3.37	3.28	3.32	3.37	3.41	3.42	3.43
	6	3.35	3.28	3.33	3.37	3.42	3.44	3.47

Tablo 3.3: Taşıt Kredisi Gecikme Uzunlukları Seçimi (SIC değerleri)

		q						
		0	1	2	3	4	5	6
p	1	1.84	1.88	1.69	1.71	1.74	1.75	1.79
	2	1.89	1.93	1.72	1.75	1.75	1.76	1.80
	3	1.89	1.94	1.73	1.78	1.74	1.76	1.81
	4	1.91	1.96	1.77	1.82	1.75	1.74	1.80
	5	1.97	2.01	1.80	1.84	1.77	1.79	1.85
	6	2.01	2.05	1.83	1.86	1.83	1.85	1.90

Tablo 3.4: Konut Kredisi Gecikme Uzunlukları Seçimi (SIC değerleri)

		q						
		0	1	2	3	4	5	6
p	1	5.27	5.19	4.69	3.46	3.51	3.23	3.25
	2	4.12	4.06	4.09	3.20	3.16	3.20	3.22
	3	3.15	3.16	3.20	3.23	3.21	3.24	3.25
	4	3.12	3.14	3.18	3.20	3.17	3.23	3.23
	5	3.16	3.18	3.22	3.25	3.23	3.27	3.27
	6	3.18	3.20	3.22	3.24	3.22	3.26	3.31

Tablo 3.5: Eşbütünleşme Analizi Sonuçları

	ARDL (p,q)	Wald F İstatistiği	Eşbütünleşme
İhtiyaç kredisi faiz oranı (NAKIT)	(2,1)	7.88	Var***
Taşıt kredisi faiz oranı (TASIT)	(1,2)	11.3	Var***
Konut kredisi faiz oranı (KONUT)	(4,0)	5.25	Var*

Not: Kritik değerler Pesaran ve diğerleri (2001)'nin kısıtlanmamış sabit ve trendsiz model için oluşturdukları Tablo CI(iii)'den alınmıştır. Alt ve üst kritik değerler, yüzde 1 güven aralığında, sırasıyla 6.84, 7.84; yüzde 5 güven aralığında 4.94, 5.73; yüzde 10 güven aralığında 4.04, 4.78'tir.

Eşbütünleşme analizinin gerçekleştirilmesi için öncelikle modellerde kullanılacak p ve q değerleri tespit edilmiştir. Buna göre; ihtiyaç kredisi faiz oranı için ARDL (2,1), taşıt kredisi için ARDL (1,2) ve konut kredisi için ARDL (4,0) modeli kullanılmış olup bu modellerin belirlenmesinde karşılaştırma konusu olan SIC istatistikleri sırasıyla Tablo 3.2, 3.3 ve 3.4'de belirtilmiştir. 2002-2010 dönemine ilişkin veriler kullanılarak sınır testi yaklaşımı ile belirlenen eşbütünleşme analizi sonuçları Tablo 3.5'de verilmektedir. Yapılan testlerden elde edilen Wald-F testi istatistikleri eşbütünleşme analizi sonuçlarına göre, politika faiz oranı ile her bir kredi faiz oranı arasında uzun dönemli bir ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Bu ilişki ihtiyaç ve taşıt kredisinde yüzde 99, konut kredisinde yüzde 90 güven seviyesinde anlamlı bulunmuştur.

Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunduktan sonra (3.1)'deki ARDL modelinden kısa ve uzun dönem yansıma katsayıları ile yansıma hızı katsayısı elde edilebilmektedir. Denklem (3.1)'deki düzey değişkenler Y_{t-1} 'e göre normalize edildiğinde denklem (3.2)'deki hata düzeltme modeli elde edilmektedir.

$$\Delta Y_t = c + \sum_{i=1}^p \alpha_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_{2i} \Delta X_{t-i} + \beta_1 (Y_{t-1} + \beta_2/\beta_1 X_{t-1}) + u_t \quad (3.2)$$

Buna göre, α_{20} kısa dönem yansıma düzeyini, yani politika faiz oranı değişikliğinin kredi faiz oranı üzerindeki ilk etkisini göstermektedir. β_2/β_1 uzun dönem yansıma düzeyini ifade etmekte ve 1 değerini alması beklenmektedir. 1'den küçük olması eksik yansıma ve 1'den büyük olması overshooting olduğu anlamına gelmektedir.

β_1 hata düzeltme katsayısının 0 ile -1 arasında ve anlamlı olması hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını, yani değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir. β_1 katsayısı uzun dönem dengeden sapmaların her dönem ne kadarının düzeltildiğini, diğer bir deyişle yansımaya hızını ifade etmektedir. β_1 katsayısı ne kadar büyük olursa dengeden sapmalar o kadar çabuk düzeltilmektedir. Örneğin; $\beta_1=-0.15$ ise bu uzun dönem denge değerinden sapmaların her ay yüzde 15 oranında düzeltildiği anlamına gelmektedir. Bunun yanı sıra kısa dönem yansımaya ne kadar yüksekse uzun dönem denge değerine ulaşmak o kadar kısa sürecektir. ARDL Hata Düzeltme Modeli sonuçlarına göre hesaplanan kısa dönem ve uzun dönem yansımaya düzeyleri ile yansımaya hızı Tablo 3.6’da verilmiştir.

Tablo 3.6: ARDL Hata Düzeltme Modeli Sonuçları

2002-2010 Dönemi için Hata Düzeltme Modeli Sonuçları				
	ARDL	Kısa dönem yansımaya	Uzun dönem yansımaya	Yansımaya hızı
	(p,q)	α_{20}	β_2/β_1	β_1
İhtiyaç kredisi faiz oranı	(2,1)	0,22	0,75	-0,22***
Taşıtlı kredisi faiz oranı	(1,2)	0,76	0,70	-0,20***
Konut kredisi faiz oranı	(4,0)	0,10	0,84	-0,07***

Not: ***, **, * işaretleri sırasıyla yüzde1, yüzde5 ve yüzde10 düzeylerinde anlamlığı göstermektedir.

Yukarıdaki sonuçlar incelendiğinde, para politikası faiz oranı ile kredi faiz oranları arasında β_1 hata düzeltme katsayısının 0 ile -1 arasında olmasından dolayı uzun dönemli kointegrasyon ilişkisinin var olduğu anlaşılmaktadır. Görüldüğü gibi β_1 katsayısı ihtiyaç ve taşıtlı kredisi faiz oranları için daha büyük konut kredisi faiz oranları için daha küçüktür. Bu durumun, konut kredilerinin uzun dönemli krediler olması ve kısa dönemli değişimlerden nisbeten daha az etkilenmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. β_2/β_1 oranı her üç ilişkide de birden küçük olmakla birlikte bire yakın değerler almaktadır. α_{20} kısa dönem yansımaya düzeyi sırasıyla; önce taşıtlı kredisi faizlerinde, daha sonra ihtiyaç kredisi faizlerinde ve sonrasında da konut kredisi faizlerinde gözlemlenmektedir. Bu

sonuç, politika faiz oranlarındaki değişikliğin ilk etkisinin en yüksek olarak taşıt kredilerinde gerçekleştiğini göstermektedir. İlk etki beklendiği üzere konut kredisi faiz oranlarında en az seviyededir.

3.3. Para Politikası Aktarım Mekanizmasının Kısa Dönemde Modellenmesi

Daha önce de belirtildiği gibi para politikası faiz oranları kredi faiz oranlarını, kredi faiz oranları yurt içi ve ithal mallara olan talep seviyesini, söz konusu seviye de yerli ve yabancı malların fiyatlama düzeylerini etkileyerek enflasyon üzerinde belirleyici olmaktadır. Bir önceki kısımda para politikası faiz oranlarının kredi faiz düzeyini uzun dönemde etkilediği ekonometrik analizle ortaya konularak para politikası aktarım mekanizmasının en önemli ayaklarından birini oluşturan faiz etkileşimi mekanizmasının işlerliğine ilişkin istatistiksel kanıtlar elde edilmişti. Diğer taraftan, tüm bu mekanizmanın kısa dönemdeki işleyişinin belirlenmesi ancak diğer makro değişkenlerin de analize dahil edilmesini gerektirmekte olduğundan bu aşamada çok değişkenli zaman serisi analizlerinin uygulanması önem kazanmaktadır.

Bu doğrultuda, öncelikle toplam talebin bir göstergesi olarak gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH), ithal mal fiyatlarını etkileyen nominal kur seviyesi ve ekonomideki genel fiyat seviyesini gösteren tüketici fiyat endeksi (TÜFE) beraberce incelenerek Vektör Otoregresyon (VAR) ve Hata Düzeltme Modelleri (VEC) kapsamında değerlendirilmiştir. Tüm bu modellerden alınan etki-tepki analizleri para politikası aktarım mekanizmasının varlığı ve işleyiş düzeni konusunda ek kanıtlar sağlamaktadır.

3.3.1. Vektör Özgecikmeli Model (VAR) Sonuçları

Ekonomi biliminde belirli bir bağımlı değişken için açıklayıcı değişkenlerin olduğu modeller yaygın olmakla birlikte bu modeller belirledikleri değişkenler tarafından da açıklanırlar. Hangi değişkenlerin içsel hangilerin dışsal olduğunun belirlenmesi gereken bu durumda eşanlı denklem modellerinden söz edilebilir. Eşanlı veya yapısal denklem modellerinde bazı değişkenler içsel bazıları da dışsal ya da önceden belirlenmiş olarak alınmaktadır. Bu modelleri tahmin etmeden önce modeldeki denklemlerin belirlenmesi gerekmekte olup bunun için genellikle önceden belirlenmiş değişkenlerin bazılarının

sadece bazı denklemlerde bulunduğu varsayılmaktadır. Ancak bu yaklaşım çoğunlukla sübjektif olduğundan Sims (1980) tarafından eleştirilmiştir⁴⁹⁰.

Sims bu düşünceyle yeni bir ekonometrik yaklaşım (VAR) geliştirmiştir. Sims'e göre belirli sayıda değişken arasında eşanlılık varsa o zaman tüm bu değişkenler aynı şekilde değerlendirilmeli, içsel ve dışsal değişkenler arasında herhangi bir ayırım yapılmamalıdır. Bu çerçevede söz konusu ayırım gözardı edildiğinde artık tüm değişkenler içsel olacaktır.

VAR modelleri makroekonomide yaygın olarak kullanılan bir yöntem olup ilk olarak geliştirildikleri dönemlerde yapısal modellerden daha yüksek tahmin gücünün olduğu iddia edilmekteydi⁴⁹¹. VAR modellerinin kullanımındaki popülerlik istatistiksel nedenlerden ziyade temel nedenlere dayanmaktadır. 1950 ve 1960'lı yıllardaki makro modeller üzerinde tam olarak uzlaşma sağlanamayan teorik temellere dayanmaktaydı. Keynes tipi modellerde tüketim ve yatırım daha çok hane halkının tüketim ve yatırım kararlarındaki davranışlarına benzer bir biçimde modellenerek yapısal modeller oluşturulmaktaydı. Ancak hane halklarının davranış kalıplarının ekonominin tümü için toplulaştırılması da çoğu kimseyi tam olarak tatmin eden temellere dayandırılmamaktaydı. 1970'lerin yüksek enflasyon ve işsizliğin aynı anda yaşandığı piyasa koşulları Keynes'in bir çok denkleme dayanan yapısal modelleriyle açıklanamıyordu. Bu yaklaşımlara yönelik en güçlü kritik Lucas (1976) tarafından ortaya atılmış, karar alma süreçlerindeki parametrelerin ekonomideki politika değişiklikleri ile birlikte değişeceği vurgulanmıştır⁴⁹². Tüm bu nedenlerle ekonomistler daha az yapısal modellerle analiz ve tahmin yapmaya çalışmışlardır. VAR modelleri ekonomideki aktivitelerin birbirine olan etkilerini sınamak ve çeşitli politika değişikliklerinin sistem üzerinde oluşturduğu tepkilerin değerlendirilmesi için kullanılmaktadır.

⁴⁹⁰ Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics*. Boston: McGraw Hill Publishing

⁴⁹¹ Robert B. Litterman, 1986. "[The limits of counter-cyclical monetary policy: an analysis based on optimal control theory and vector autoregressions](#)," *Working Papers* 297, Federal Reserve Bank of Minneapolis

⁴⁹² Lucas, Robert (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique", in [Brunner, K.](#); Meltzer, A., *The Phillips Curve and Labor Markets*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1, New York: American Elsevier, s. 19–46

VAR modelleri birden çok sayıdaki değişkenin ortak geçmişinden faydalanarak gelecekteki dinamik gelişimlerinin tahmin edilmesi için kullanılmaktadır. Eğer Y_t ve X_t gibi iki değişken ele alınırsa, VAR modeli iki denklemden oluşturulabilir. Buna göre iki değişkeni de içeren bir gecikmeli VAR modeli aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$Y_t = \delta_1 + \theta_{11}Y_{t-1} + \theta_{12}X_{t-1} + \varepsilon_{1t} \quad (3.5)$$

$$X_t = \delta_2 + \theta_{21}Y_{t-1} + \theta_{22}X_{t-1} + \varepsilon_{2t}$$

Bu denklemde ε_{1t} ve ε_{2t} Y ve X'in geçmişine dayanmayan hata terimlerini göstermektedir. Örnek olarak $\theta_{12} \neq 0$ olarak bulunması, X değişkeninin geçmiş değerlerinin Y değişkeninin gelişiminin açıklanmasına katkıda bulunduğunu gösterir.

VAR analizini gerçekleştirmek üzere yukarıda da genel açıklamaları ve gelişimleri verilmiş olan ihtiyaç kredisi faiz oranı (NAKIT, yüzde), taşıt kredisi faiz oranları (TASIT, yüzde), konut kredisi faiz oranları (KONUT, yüzde), ortalama kur olarak belirlenen Dolar ve Avro nominal alış kurlarının ortalamasının doğal logaritması (ORTKURLN), tüketici fiyatları endeksinin doğal logaritması (TUFELN), 1998 fiyatları ile gayri safi yurt içi hasılanın (GSYİH)⁴⁹³ doğal logaritması (GDPLN) ile para politikası faiz oranı (PPK, yüzde) değişkenleri esas alınmış ve tüm bu değişkenler 2002-Ocak ayından 2010-Eylül ayına kadar olan aylık veriler kullanılarak analize dahil edilmiştir. Analizler yapılırken öncelikle optimal gecikme derecesi Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiş, daha sonra VAR katsayı sonuçları alınmış ve son olarak da etki-tepki analizi gerçekleştirilmiştir.

VAR analizi için öncelikle yukarıda bahsedilen değişkenlerin birinci farkları alınarak D(PPK), D(NAKIT), D(ORTKURLN), D(GDPLN) ve D(TUFELN) değişkenleri incelenmiştir. Öncelikle optimal gecikme sayısının tespit edilmesi gerektiğinden gecikme derecesini belirlemek için her bir gecikme derecesi için bulunan Akaike, Schwarz ve Hannan-Quinn Bilgi kriterleri istatistikleri verilmekte ve her bir kritere göre belirlenen optimal gecikme sayısı belirtilmektedir. Bu bilgi kriterlerinden Schwarz bilgi istatistiğine (SC) göre seçilen modeller genelde daha az sayıda değişken içeren sade

⁴⁹³ Üç aylık frekanslı seri olarak edinilen mevsimsel olarak düzeltilmiş olan GSYH serisi, mevsimsel olarak düzeltilmiş Aylık Sanayi Üretim Endeksi (SÜE) kullanılarak aylık frekansa indirgenmiştir.

modeller olarak ortaya çıkmakta olduğundan analiz için SC değerleri esas alınmıştır. Buna göre bir gecikme ile oluşturulan VAR analizi sonuçları da aynı Tablo 3.7’de sunulmaktadır.

Tablo 3.7: VAR Analizi Sonuçları (İhtiyaç Kredisi)

Endojen Değişkenler: D(PPK) D(NAKIT) D(ORTKURLN) D(GDPLN)
D(TUFELN)
Egzojen Değişkenler: C (Sabit Terim)
Örnekleme: 2002-Şubat 2010-Eylül
Gözlem sayısı: 93

Gecikme	AIC	SC	HQ
0	-7.89	-7.75	-7.84
1	-8.84	-8.02*	-8.50*
2	-8.97	-7.46	-8.36
3	-9.01	-6.82	-8.13
4	-9.01	-6.13	-7.85
5	-9.01	-5.45	-7.57
6	-8.75	-4.51	-7.04
7	-8.84	-3.91	-6.85
8	-9.04*	-3.42	-6.77

* İlgili kriterce seçilen gecikme sayısını göstermektedir.

AIC: Akaike Bilgi Kriteri

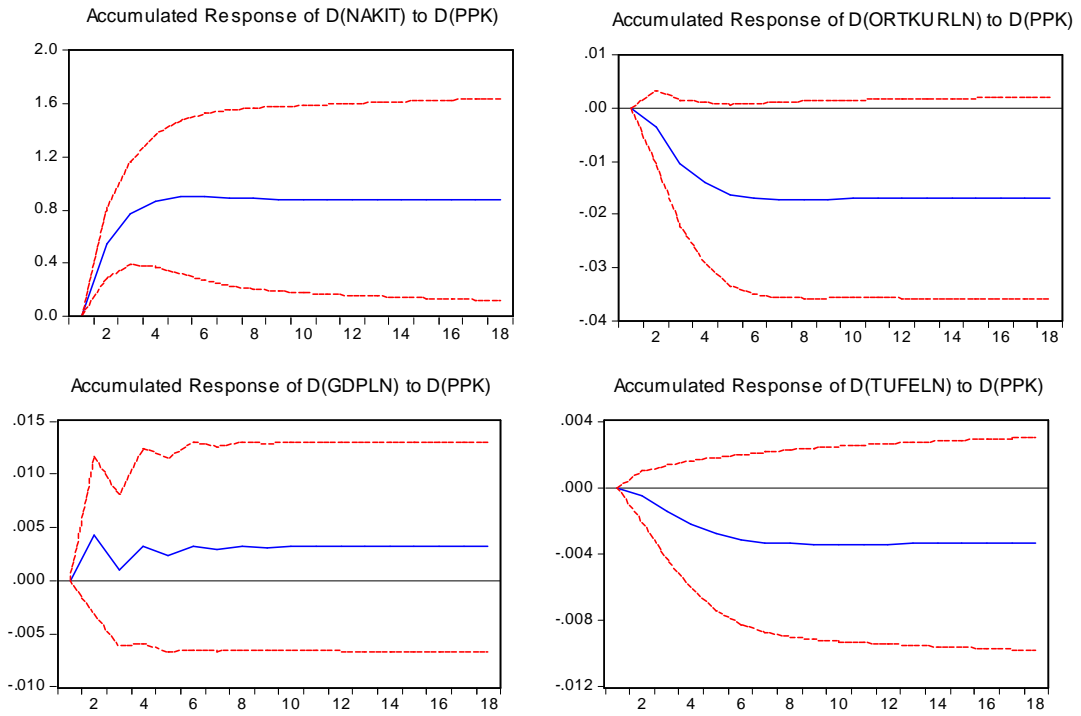
SC: Schwarz Bilgi Kriteri

HQ: Hannan-Quinn Bilgi Kriteri

		D(PPK)	D(NAKIT)	D(ORTKURLN)	GDPLN	TUFELN
D(PPK(-1))	Katsayı	0.3996	0.5392	-0.0035	0.0042	-0.0005
	t-istatistiği	[4.18848]	[4.57867]	[-1.13951]	[1.17218]	[-0.74041]
D(NAKIT(-1))	Katsayı	0.0752	0.0540	-0.0066	-0.0061	-0.0006
	t-istatistiği	[0.95419]	[0.55524]	[-2.55015]	[-2.04188]	[-0.97916]
D(ORTKURLN(-1))	Katsayı	4.7238	3.1431	0.3576	-0.0901	0.0271
	t-istatistiği	[1.62969]	[0.87834]	[3.78204]	[-0.81992]	[1.23129]
D(GDPLN(-1))	Katsayı	-0.2299	-0.6876	-0.1773	-0.5513	-0.0161
	t-istatistiği	[-0.10407]	[-0.25212]	[-2.46040]	[-6.58406]	[-0.95771]
D(TUFELN(-1))	Katsayı	7.1566	-7.1548	-0.3062	-0.5771	0.4446
	t-istatistiği	[0.56814]	[-0.46008]	[-0.74523]	[-1.20860]	[4.64487]
C (SABİT)	Katsayı	-0.3386	-0.2467	-0.0008	0.0098	0.0041
	t-istatistiği	[-2.17270]	[-1.28236]	[-0.15349]	[1.65642]	[3.42074]
R2		0.2346	0.2278	0.2286	0.3570	0.2592
Düzeltilmiş-R2		0.1934	0.1863	0.1871	0.3224	0.2194
F-İstatistiği		5.7009	5.4874	5.5114	10.3248	6.5087

Daha sonra para politikası faiz oranlarındaki değişimin diğer makro değişkenlere yansımaları hız ve büyüklük bazında ölçmek üzere etki-tepki analizleri gerçekleştirilmiştir. Tablo 3.7’de bulunan sonuçlardan elde edilen katsayılardan yararlanarak bir PPK değişkeninin hata terimine bir birimlik şok verildiğinde diğer değişkenlerin gelişiminin gelecekteki 18 ay içindeki yapısına ilişkin sonuçlar Grafik 3.5’de sunulmaktadır.

Grafik 3.5: Etki-Tepki Analizi



Etki-tepki grafikleri incelendiğinde para politikası faiz oranının ihtiyaç kredileri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etki yaptığı gözlemlenmektedir. Politika faiz oranlarındaki pozitif artışın ihtiyaç kredisi faiz oranlarına etkisi yaklaşık olarak üç-dört ay sonra en yüksek düzeyine ulaşmaktadır. Diğer grafiklerden de görüldüğü gibi para politikası faiz oranının nominal kur, üretim ve fiyat endeksine etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir. Diğer taraftan, politika faiz değişiminin yönü nominal kur ve fiyat endeksi için beklenen yönde olup negatiftir. Politika faiz oranlarının artışı nominal kur seviyesini (Türk lirasına değer kazandırmakta) ve fiyat seviyesini düşürmektedir.

Tablo 3.8: VAR Analizi Sonuçları (Taşıt Kredisi)

Endojen Değişkenler: D(PPK) D(TASIT) D(ORTKURLN) D(GDPLN)
D(TUFELN)

Egzojen Değişkenler: C (Sabit Terim)

Örneklem: 2002-Şubat 2010-Eylül

Gözlem sayısı: 93

Gecikme	AIC	SC	HQ
0	-8.64	-8.50	-8.58
1	-9.88	-9.06*	-9.54*
2	-10.14	-8.63	-9.53
3	-10.20	-8.01	-9.32
4	-10.27*	-7.39	-9.11
5	-10.15	-6.59	-8.71
6	-10.01	-5.76	-8.29
7	-9.89	-4.95	-7.90
8	-10.12	-4.50	-7.85

* İlgili kriterce seçilen gecikme sayısını göstermektedir.

AIC: Akaike Bilgi Kriteri

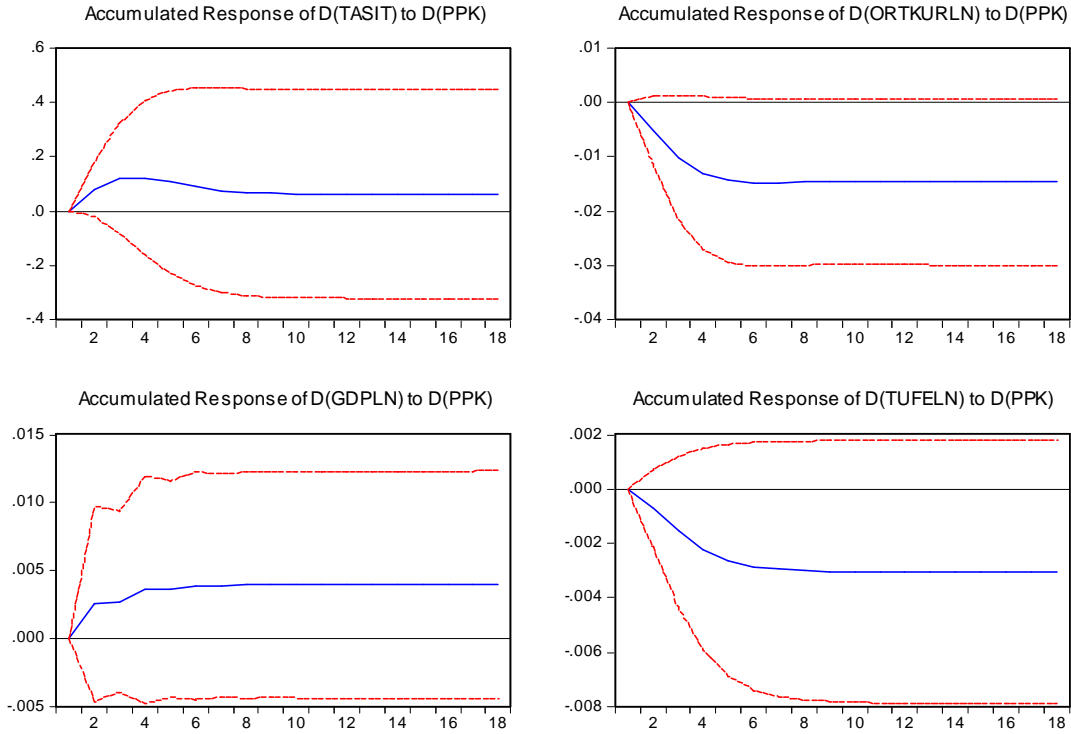
SC: Schwarz Bilgi Kriteri

HQ: Hannan-Quinn Bilgi Kriteri

		D(PPK)	D(TASIT)	D(ORTKURLN)	GDPLN	TUFELN
D(PPK(-1))	Katsayı	0.4470	0.0794	-0.0051	0.0025	-0.0007
	t-istatistiği	[4.86108]	[1.57059]	[-1.64090]	[0.70258]	[-1.00067]
D(TASIT(-1))	Katsayı	-0.2548	0.4924	-0.0060	-0.0027	-0.0002
	t-istatistiği	[-1.73365]	[6.09396]	[-1.19664]	[-0.47344]	[-0.14070]
D(ORTKURLN(-1))	Katsayı	5.0634	4.8073	0.3661	-0.0860	0.0274
	t-istatistiği	[1.76200]	[3.04266]	[3.76285]	[-0.76482]	[1.23368]
D(GDPLN(-1))	Katsayı	0.0150	-1.9513	-0.1691	-0.5467	-0.0157
	t-istatistiği	[0.00686]	[-1.62043]	[-2.28124]	[-6.37942]	[-0.93062]
D(TUFELN(-1))	Katsayı	6.1140	5.9507	0.0006	-0.3133	0.4692
	t-istatistiği	[0.50455]	[0.89316]	[0.00137]	[-0.66064]	[5.01421]
C (SABİT)	Katsayı	-0.4094	-0.1322	-0.0013	0.0100	0.0041
	t-istatistiği	[-2.59677]	[-1.52494]	[-0.24231]	[1.61708]	[3.36225]
R2		0.2513	0.4105	0.1872	0.3297	0.2517
Düzeltilmiş-R2		0.2110	0.3788	0.1435	0.2937	0.2115
F-İstatistiği		6.2430	12.9506	4.2826	9.1504	6.2578

İkinci olarak D(PPK), D(TASIT), D(ORTKURLN), D(GDPLN) ve D(TUFELN) değişkenleri incelenmiştir. Gecikme derecesini belirlemek için her bir gecikme derecesi için bulunan Akaike, Schwarz ve Hannan-Quinn Bilgi kriterleri istatistikleri verilmekte ve her bir kritere göre belirlenen optimal gecikme sayısı belirtilmektedir. Buna göre bir gecikme ile oluşturulan VAR analizi sonuçları Tablo 3.8’de sunulmaktadır.

Grafik 3.6: Etki-Tepki Analizi



Grafik 3.6’deki etki-tepki grafikleri incelendiğinde para politikası faiz oranının taşıt kredileri üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir etki yaptığı gözlemlenmektedir. Politika faiz oranlarındaki pozitif artışın taşıt kredisi faiz oranlarına etkisi yaklaşık olarak üç-dört ay sonra en yüksek düzeyine ulaşmaktadır. Diğer grafiklerden de görüldüğü gibi para politikası faiz oranının nominal kur, üretim ve fiyat endeksine etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir. Diğer taraftan, politika faiz değişiminin yönü nominal kur ve fiyat endeksi için beklenen yönde olup negatiftir.

Tablo 3.9: VAR Analizi Sonuçları (Konut Kredisi)

Endojen Değişkenler: D(PPK) D(KONUT) D(ORTKURLN) D(GDPLN) D(TUFELN)

Egzojen Değişkenler: C (Sabit Terim)

Örneklem: 2002-Şubat 2010-Eylül

Gözlem sayısı: 93

Gecikme	AIC	SC	HQ
0	-7.90	-7.76	-7.84
1	-8.72	-7.89*	-8.38*
2	-8.81*	-7.30	-8.20
3	-8.77	-6.58	-7.89
4	-8.74	-5.86	-7.57
5	-8.61	-5.05	-7.17
6	-8.30	-4.05	-6.58
7	-8.08	-3.14	-6.08
8	-8.19	-2.57	-5.92

* İlgili kriterce seçilen gecikme sayısını göstermektedir.

AIC: Akaike Bilgi Kriteri

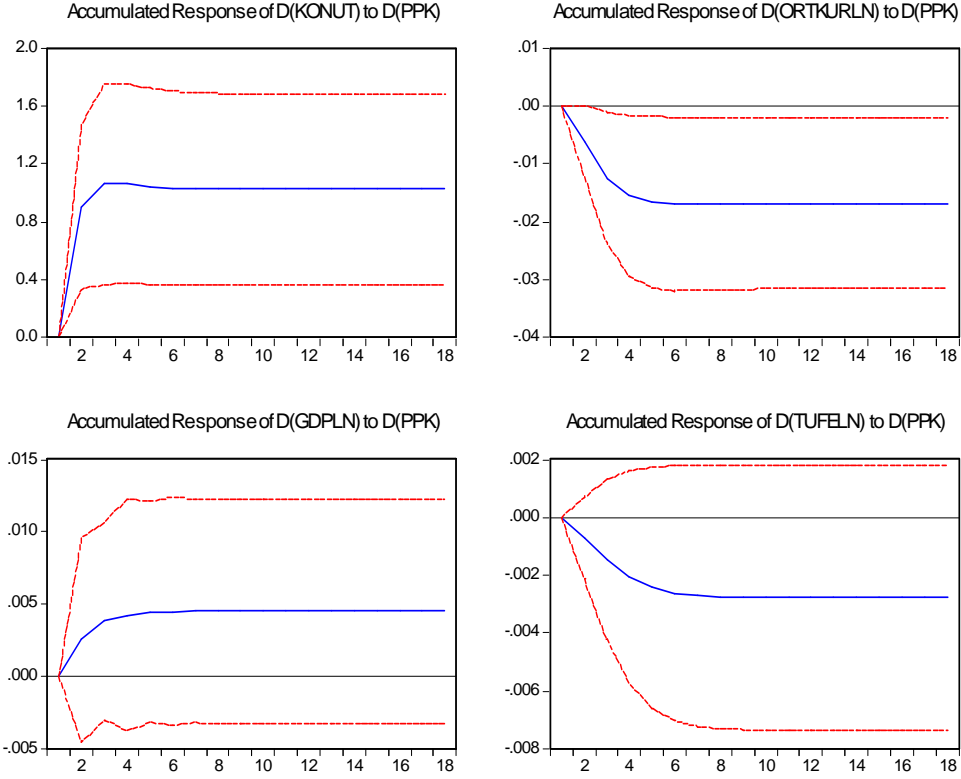
SC: Schwarz Bilgi Kriteri

HQ: Hannan-Quinn Bilgi Kriteri

		D(PPK)	D(KONUT)	D(ORTKURLN)	GDPLN	TUFELN
D(PPK(-1))	Katsayı	0.4098	0.9036	-0.0060	0.0025	-0.0007
	t-istatistiği	[4.54267]	[3.16067]	[-1.96384]	[0.70572]	[-1.00558]
D(KONUT(-1))	Katsayı	-0.0637	-0.1906	-0.0017	0.0011	0.0001
	t-istatistiği	[-2.24953]	[-2.12227]	[-1.72594]	[0.94427]	[0.36357]
D(ORTKURLN(-1))	Katsayı	3.9508	10.2571	0.3380	-0.0770	0.0281
	t-istatistiği	[1.38282]	[1.13285]	[3.48612]	[-0.68375]	[1.26228]
D(GDPLN(-1))	Katsayı	-0.1333	-3.9097	-0.1723	-0.5515	-0.0161
	t-istatistiği	[-0.06166]	[-0.57054]	[-2.34780]	[-6.47264]	[-0.95198]
D(TUFELN(-1))	Katsayı	5.8921	-38.9948	0.0000	-0.3628	0.4658
	t-istatistiği	[0.49253]	[-1.02858]	[1.9e-06]	[-0.76951]	[4.99212]
C (SABİT)	Katsayı	-0.3829	0.4368	-0.0008	0.0112	0.0042
	t-istatistiği	[-2.50474]	[0.90162]	[-0.14751]	[1.85670]	[3.50069]
R2		0.2670	0.1807	0.2003	0.3345	0.2526
Düzeltilmiş-R2		0.2276	0.1367	0.1573	0.2987	0.2125
F-İstatistiği		6.7748	4.1035	4.6574	9.3491	6.2878

Son olarak D(PPK), D(KONUT), D(ORTKURLN), D(GDPLN) ve D(TUFELN) değişkenleri incelenmiştir. Gecikme derecesini belirlemek için her bir gecikme derecesi için bulunan Akaike, Schwarz ve Hannan-Quinn Bilgi kriterleri istatistikleri verilmekte ve her bir kritere göre belirlenen optimal gecikme sayısı belirtilmektedir. Buna göre bir gecikme ile oluşturulan VAR analizi sonuçları Tablo 3.9'de sunulmaktadır.

Grafik 3.7: Etki-Tepki Analizi



Grafik 3.7'deki etki-tepki grafikleri incelendiğinde para politikası faiz oranının konut kredileri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etki yaptığı gözlemlenmektedir. Politika faiz oranlarındaki pozitif artışın konut kredisi faiz oranlarına etkisi yaklaşık olarak üç-dört ay sonra en yüksek düzeyine ulaşmaktadır. Diğer grafiklerden de görüldüğü gibi, para politikası faiz oranının nominal kur, üretim ve fiyat endeksine etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir. Diğer taraftan, politika faiz değişiminin yönü nominal kur ve fiyat endeksi için beklenen yönde olup negatiftir.

3.3.2. Hata Düzeltme Modeli (VEC) Sonuçları

İki veya daha fazla ekonomik değişken uzun dönemde birlikte hareket ediyor ise ilgili değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğu sonucuna ulaşılabilir. Eğer iki veya daha fazla zaman serisi kendileri durağan olmadıkları halde değişkenlerin doğrusal kombinasyonu durağan ise bu serilerin eşbütünleşik oldukları söylenebilir.

Eşbütünleşme analizi durağanlık olgusunu dikkate almakla birlikte, analizde yer alacak değişkenlerin durağan olması gibi bir kısıt içermemekte, ancak değişkenlerin aynı düzeyde bütünleşik olması ön koşulunu taşımaktadır. Çünkü durağan olmayan serilerin durağan hale getirilmesi yani seriler durağan hale gelinceye kadar farkının alınması işlemi değişkenlere ait bilgi kaybına yol açabilmektedir. Bu nedenle serilerin bütünleşme düzeylerinin belirlenmesi ilk aşamayı oluşturmaktadır.

Ekonometrik analizlerde kullanılan serilerin durağan olması durumunda söz konusu serilerin geçmişe yönelik olarak az bilgi taşımalarından dolayı, herhangi bir dışsal şokun etkisi geçici olacak ve seriler ortalamaları etrafında hareket edeceklerdir. Durağan olmayan zaman serilerinde ise serinin varyansının zamanın bir fonksiyonu olmasından dolayı geçmişteki dışsal bir şokun etkisi uzun süre serilerin bünyelerinde taşınabilmektedir.

Ekonometrik literatür açısından bir sistemin dengede olması durağan olmayan değişkenler arasındaki uzun dönemli bir ilişkinin varlığını tanımlamak için kullanılmaktadır. İktisat teorisi açısından denge kavramı, değişkenlerin beklenen değerleri ile gerçekleşen değerleri arasındaki eşitliği anlatmak için kullanılmaktadır. Makro ekonomik değişkenlerin birbirleriyle olan denge ilişkisini açıklamak için eşbütünleşme ilişkisi bağlamında hata düzeltme mekanizmaları kullanılmaktadır. Eşbütünleşme testine yönelik değişik yöntemler bulunmaktadır⁴⁹⁴.

Engle-Granger eşbütünleşme testi iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada, tahmin edilen uzun dönem modelin hata teriminin durağan olup olmadığı test edilmektedir. Engle ve Granger (1987) çalışmalarında, aralarında eşbütünleşme ilişkisi bulunan iki serinin hata düzeltme modeli şeklinde ifade edilebileceğini göstermişlerdir. Buna göre, ilk aşamada tahmin edilen modelin hata terimi durağan ise hata düzeltme modelinin tahmini mümkündür. İkinci aşamada tahmin edilen hata düzeltme modeli ise modelin kısa dönem dinamiklerini ortaya koymaktadır. Bundan dolayı Engle ve Granger tarafından geliştirilen iki aşamalı yöntem uzun dönem denge modelini ve kısa dönem

⁴⁹⁴ Bu yöntemlerden en yaygın olarak kullanılanları; hata terimi analizine dayalı Engle-Granger (1987) testi, maksimum olabilirlik analizine dayalı Johansen (1991) ve Johansen-Juselius (1990) testleridir

uyum sürecini kapsamaktadır ve sadece bir adet eşbütünleşme vektörünün bulunduğu durumlarda kullanılabilir.

Diğer taraftan, ikiden fazla birinci derece durağan zaman serisinin modelde kullanılması durumunda hata terimi analizine dayalı eşbütünleşme testleri yetersiz ve çelişkili sonuçlar ortaya koyabilmektedirler⁴⁹⁵. Bundan dolayı ikiden fazla birinci derece durağan serinin analizinde daha önce de ifade edildiği üzere Johansen (1991) ve Johansen - Juselius (1990) eşbütünleşme testleri kullanılmaktadır.

Fark alınarak oluşturulan bir VAR modelinde olası bir eşbütünleşim ilişkisinin ihmal edilmesi modelin oluşturulmasında spesifikasyon problemine yol açacaktır. Böyle bir durumda ise VECM kullanılması bu problemin aşılmasını sağlayabilir. VECM, aralarında eşbütünleşme ilişkisi bulunan ve durağan olmayan değişkenlerin kullanıldığı bir VAR modelidir. VECM oluşturulması endojen değişkenlerin uzun dönem davranışlarının eşbütünleşme ilişkilerine yakınsamasını sınırlarken kısa dönem dinamiklerine izin vermektedir⁴⁹⁶.

Bu çerçevede Johansen'in geliştirdiği "maksimum eigenvalue" ve "iz testleri" yapılmış, kaç eşbütünleşme vektörü olduğu tespit edilmiştir. Burada öncelikle eşbütünleşme vektörleri ile VAR denkleminde sabit ve trendlerin yer alıp almayacağına karar verilmesi gerekmekte olup, bunun için dört farklı model incelenmiştir. Buna göre eşbütünleşme vektöründe bir sabitin yer aldığı ve trend olmadığı varsayılmıştır.

Devam eden kısımlarda öncelikle eşbütünleşme ilişkisinin varlığı analiz edilmekte, daha sonra bu analiz doğrultusunda hata düzeltme modelleri tahmin edilerek para politikası faiz oranlarının diğer makro değişkenler üzerindeki etkisi hata düzeltme modellerinden elde edilen etki-tepki grafikleri ile incelenmektedir.

Zaman serisi modellerinde kullanılan değişkenlerin büyük bir kısmı durağan değildir. Durağan olmayan değişkenlerin modellerde kullanılması yanıltıcı regresyon problemine yol açabilmektedir. Örneğin; iki değişkenli bir ekonometrik modelde kullanılan

⁴⁹⁵ Pesaran, M. H. ve Pesaran, B. (1997). *Working With Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis*. Oxford: Oxford University Press, s.291

⁴⁹⁶ Ünalı, D. (2002) "The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey". Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Tebliği, No:3

değişkenler zaman içinde aynı yönde gelişim gösteriyorlar ise bu değişkenler birbirleriyle ilgili olmamasına rağmen yüksek “R²” elde edilebilir.

Diğer taraftan, modelde kullanılan değişkenlerin durağan olmamaları durumunda, modelin analizinde kullanılan asimtotik varsayımlar geçerliliğini yitirmektedir. Diğer bir ifade ile, modelin ve tahmin edilen katsayıların istatistiki olarak sınındığı testler bir anlam ifade etmemektedir.

Durağan olmayan değişkenler tanım olarak sabit bir ortalama ve varyansa sahip olmayan, dolayısıyla herhangi bir şok sonrası iraksayan değişkenlerdir. Bu tür zaman serileri ile analiz yapmak için genelde serilerin birinci veya daha fazla dereceden farkları alınır. Eğer bir zaman serisi birinci farkı alındığında durağan hale geliyorsa bu serinin birinci dereceden bütünleşik olduğu söylenir ve bu seri I(1) şeklinde gösterilir. Benzer şekilde bir zaman serisi “n” kere farkı alınarak durağanlaştırılabilir, bu zaman serisi “n.” dereceden bütünleşik anlamında I(n) ile gösterilir. Uygulamada genelde en fazla iki veya üçüncü dereceye kadar fark alınması serilerin durağanlaştırılması için yeterli olmaktadır.

Öte yandan, değişkenlerin birinci farklarının durağan ve düzeylerinin de eşbütün olduğu ispat edilebilir ise “En Küçük Kareler” yöntemini “Hata Düzeltme Modeli”nde kullanmak mümkün olabilmektedir⁴⁹⁷. Dolayısı ile eşbütünleşme analizinde ilk aşamayı modelde kullanılan değişkenlerin durağanlıklarının test edilmesi oluşturmaktadır.

Bu çalışmanın ilk aşamasında, değişkenlerin durağan olup olmadıkları ADF testi kullanılarak test edilmiştir. Analiz edilen değişkenin “Oto Regresiv Hareketli Ortalamalar” (ARMA) yapısına sahip olduğu varsayımına dayanan ADF testi, değişkenin birinci farkının durağan olduğu yokluk hipotezine karşı, alternatif hipotez olarak değişkenin düzey seviyesinde durağan olduğunu test etmektedir. Bu test aşağıdaki regresyonun tahmin edilmesine dayanmaktadır:

⁴⁹⁷ Engle, R.F. ve Granger, W.J. (Mart 1987). Co-integration and Error-Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica*, LV, 251-276

$$y_t = \beta' D_t + \Phi y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \phi_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (3.4)$$

Denklem 3.4'te, “ D_t ” sabit veya trend terimi gibi deterministik terimler vektörünü ifade etmektedir. Bu denklem aşağıdaki şekilde de ifade edilebilir:

$$\Delta y_t = \beta' D_t + \theta y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \phi_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim \text{IID}(0, \sigma^2) \quad (3.5)$$

Bu denklemde “ p ”, hata teriminin oto korelasyondan kurtulabilmesi için gerekli olan gecikme sayısını ifade etmektedir. Denklem 3.5'te belirtilen ADF testinin basitleştirilmiş formu “ θ ” parametresinin negatif olup olmadığını test etmekte kullanılmaktadır. Yokluk hipotezi şu şekildedir:

$$H_0 : y_t \sim I(1), \theta = 0$$

Eğer θ negatif ve istatistiki olarak anlamlı ise yokluk hipotezi reddedilmektedir ve bu durumda “ y_t ”nin durağan olduğu sonucuna varılabilir. Yokluk hipotezine göre hesaplanan test istatistiğinin dağılımı “standart t dağılımı”na uymadığı için bu test istatistiği MacKinnon (1991) tarafından geliştirilen kritik değerlerle karşılaştırılarak bir sonuca ulaşılmaktadır. Sabit ve trend terimleri de denklem 3.5'te belirtilen regresyona değişken olarak eklemek mümkündür.

Yapılan durağanlık testinin sonuçları Tablo 3.10'da verilmektedir. Ortalama kur ve ihtiyaç kredisi hariç diğer değişkenler I(1) yapısındadır.

Tablo 3.10: ADF Durağanlık Testi Sonuçları

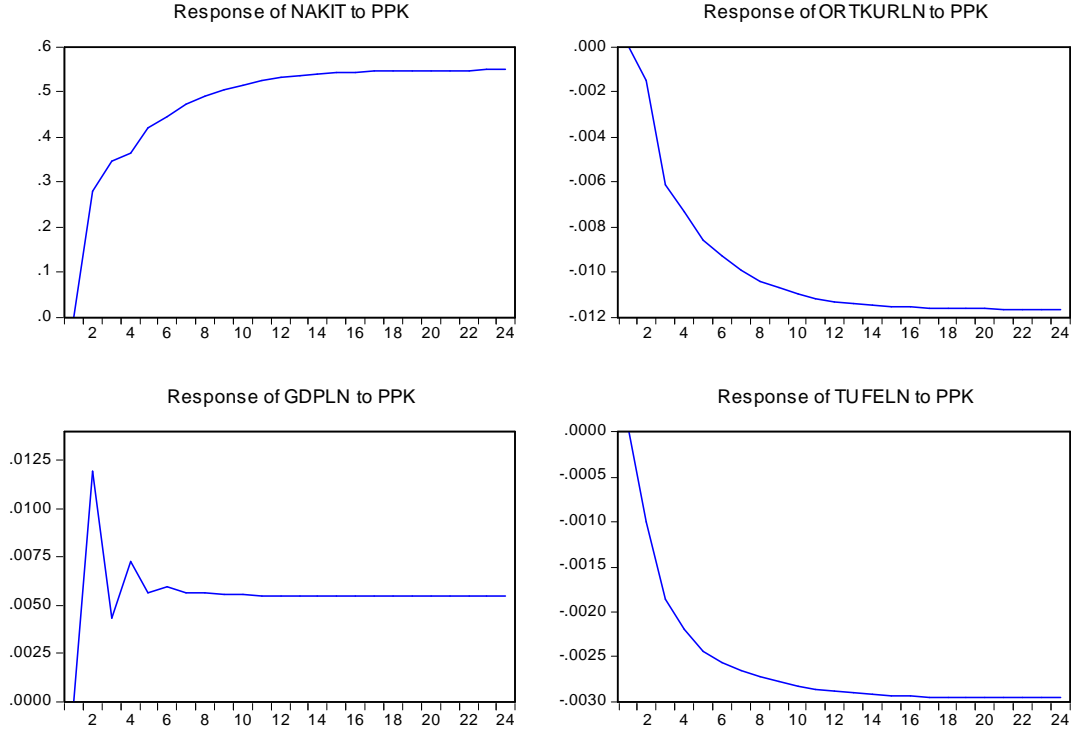
Değişken	Sabit		Sabit & Trend	
	Düzye	Birinci Fark	Düzye	Birinci Fark
İhtiyaç Kredisi, yüzde NAKIT	0.0000	0.0000	0.0036	0.0000
Taşıt Kredisi, yüzde TASIT	0.7321	0.0000	0.8377	0.0001
Konut Kredisi, yüzde KONUT	0.5142	0.0001	0.0000	0.0000
LN (Ortalama Kur) ORTKURLN	0.0088	0.0000	0.0145	0.0000
LN (GSYH) GDPLN	0.5304	0.0000	0.7878	0.0000
LN (TÜFE) TUFELN	0.0675	0.0000	0.0416	0.0000

Bundan sonraki aşamada ilk olarak PPK, NAKIT, ORTKURLN, GDPLN VE TUFELN arasındaki eşbütünleşme ilişkisi incelenmiş ve uzun dönem ilişkisinde bir katsayı olduğu ve trend olmadığı varsayımı altında iki adet uzun dönemli eşbütünleşme vektörünün varlığı tespit edilmiştir. Bu bilgi VAR yapısına dahil edilerek ortaya çıkan hata düzeltme modelinin katsayıları tahmin edilmiştir⁴⁹⁸. Sonuçlar incelendiğinde özellikle ihtiyaç kredisinin kısa dönem dengesinde uzun dönem vektörlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde dahil olduğu görülmektedir.

Para politikası faiz oranlarının geçiş etkisi VEC sistemi çerçevesinde etki-tepki fonksiyonlarından elde edilen katsayıların oranlanması yoluyla hesaplanmıştır. Söz konusu etki tepki fonksiyonları para politikası faiz denkleminin hata terimine bir birimlik şok verilerek hesaplanmış ve 24 aylık bir süre için tahmin edilmiştir (Grafik 3.8). Bu bölümde yer alan grafikler yüzde 1'lik para politikası pozitif faiz şokuna ihtiyaç kredisi faiz oranının beklendiği gibi pozitif tepki verdiğini göstermektedir. Artan politika faizleri neticesinde ortalama nominal kur düştüğünden Türk lirası değer kazanmaktadır. Bunlara ek olarak artan politika faizleri neticesinde tüketici fiyat endeksi azalmaktadır. Beklenenin tersine politika faiz artışı üretimi de çok az da olsa artırmaktadır.

⁴⁹⁸ Bkz. Ek 1

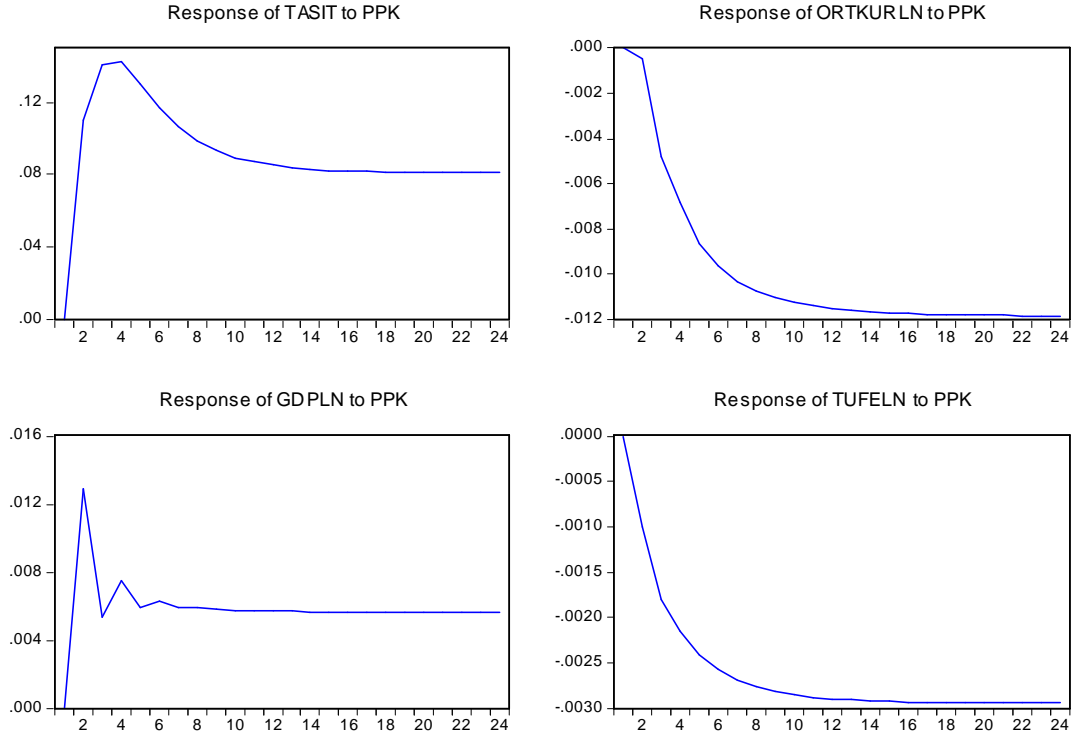
Grafik 3.8: Etki-Tepki Analizi



İkinci olarak PPK, TASIT, ORTKURLN, GDPLN VE TUFELN arasındaki eşbütünleşme ilişkisi incelenmiş ve uzun dönem ilişkisinde bir katsayı olduğu ve trend olmadığı varsayımı altında bir adet uzun dönemli eşbütünleşme vektörünün varlığı tespit edilmiştir. Bu bilgi VAR yapısına dahil edilerek ortaya çıkan hata düzeltme modelinin katsayıları tahmin edilmiştir⁴⁹⁹.

⁴⁹⁹ Bkz. Ek 2

Grafik 3.9: Etki-Tepki Analizi

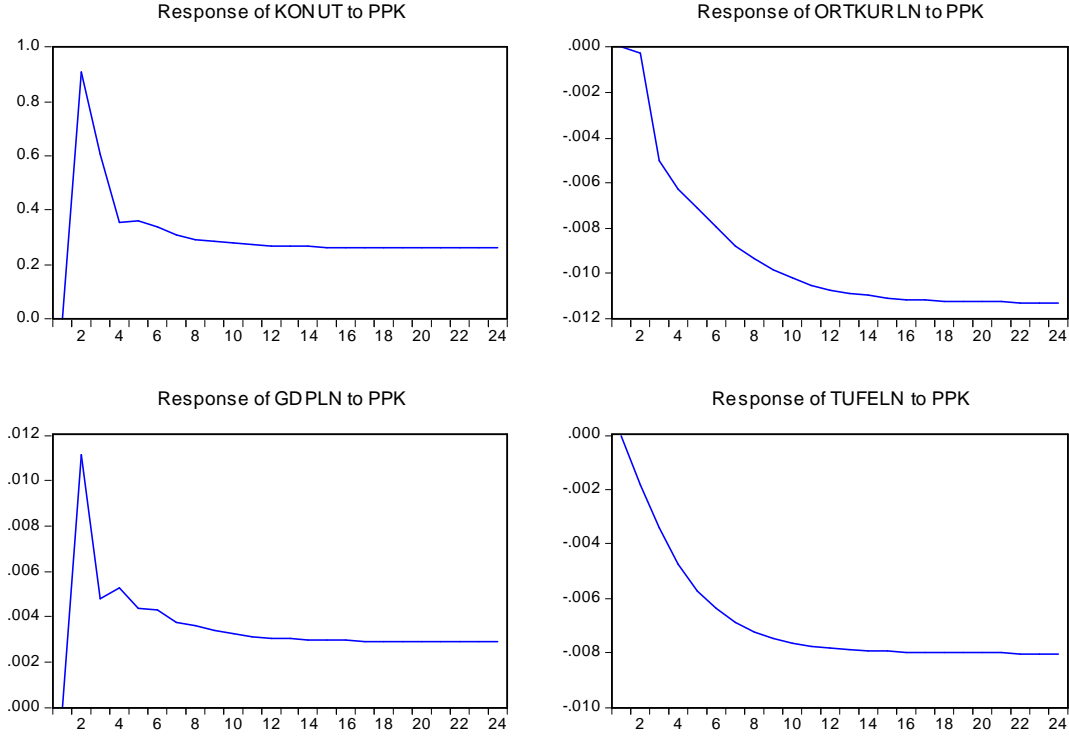


Grafik 3.9’da yer alan etki-tepki fonksiyonları para politikası faiz denkleminin hata terimine bir birimlik şok verilerek hesaplanmış ve 24 aylık bir süre için tahmin edilmiştir. Bu bölümde yer alan grafikler yüzde 1’lik para politikası pozitif faiz şokuna taşıt kredisi faiz oranının beklendiği gibi pozitif tepki verdiğini göstermektedir. Artan politika faizleri neticesinde ortalama nominal kur düştüğünden Türk lirası değer kazanmaktadır. Bunlara ek olarak artan politika faizleri neticesinde tüketici fiyat endeksi azalmaktadır. Beklenenin tersine politika faiz artışı üretimi de çok az da olsa artırmaktadır.

Son olarak PPK, KONUT, ORTKURLN, GDPLN VE TUFELN arasındaki eşbütünleşme ilişkisi incelenmiş ve uzun dönem ilişkisinde bir katsayı olduğu ve trend olmadığı varsayımı altında iki adet uzun dönemli eşbütünleşme vektörünün varlığı

tespit edilmiştir. Bu bilgi VAR yapısına dahil edilerek ortaya çıkan hata düzeltme modelinin katsayıları tahmin edilmiştir⁵⁰⁰.

Grafik 3.10: Etki-Tepki Analizi



Grafik 3.10’da yer alan etki-tepki fonksiyonları para politikası faiz denkleminin hata terimine bir birimlik şok verilerek hesaplanmış ve 24 aylık bir süre için tahmin edilmiştir. Grafikler yüzde 1’lik para politikası pozitif faiz şokuna konut kredisi faiz oranının beklendiği gibi pozitif tepki verdiğini göstermektedir. Artan politika faizleri neticesinde ortalama nominal kur düştüğünden Türk lirası değer kazanmaktadır. Bunlara ek olarak artan politika faizleri neticesinde tüketici fiyat endeksi azalmaktadır. Beklenenin tersine politika faiz artışı üretimi de çok az da olsa artırmaktadır.

3.3. Politika Faizlerinin Piyasa Faizlerine Yansıması : Sıralı Probit Modeli

Merkez Bankasının politika faiz oranları üzerindeki uzun dönem ilişkisi Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımıyla analiz edilmiş, kısa dönem

⁵⁰⁰ Bkz. Ek 3

ilişkinine dair incelemeler ise VAR, VEC ve yapısal model kapsamında analiz edilmiştir. Bu defa, para politikası faiz oranları ile kredi faiz oranları arasındaki kısa dönemli ilişkinin yönü hakkında Sıralı Probit (Ordered Probit) Modelleri kapsamında bilgiler edinilmeye çalışılacaktır. Bu yöntemin diğer yöntemlerden farkı, kredi faiz oranı seviyelerinin kategorize edilebilmesidir. Bilindiği gibi para politikası faiz oranlarının sabit kaldığı dönemlerde de kredi faiz oranları belirli derecelerde oynaklıklar gösterebilmektedir. Söz konusu küçük oynaklıklar belirli bantlar dahilinde de kategorize edilerek kesikli bir analiz neticesinde para politikası faiz oranının piyasa faizleri üzerindeki etkisinin yönü hakkında ek kanıtlar elde edilebilir.

Para politikası faiz kararlarının hangi değişkenlerce ve ne yönde etkilendiği t örneklemdaki ayları temsil etmek üzere,

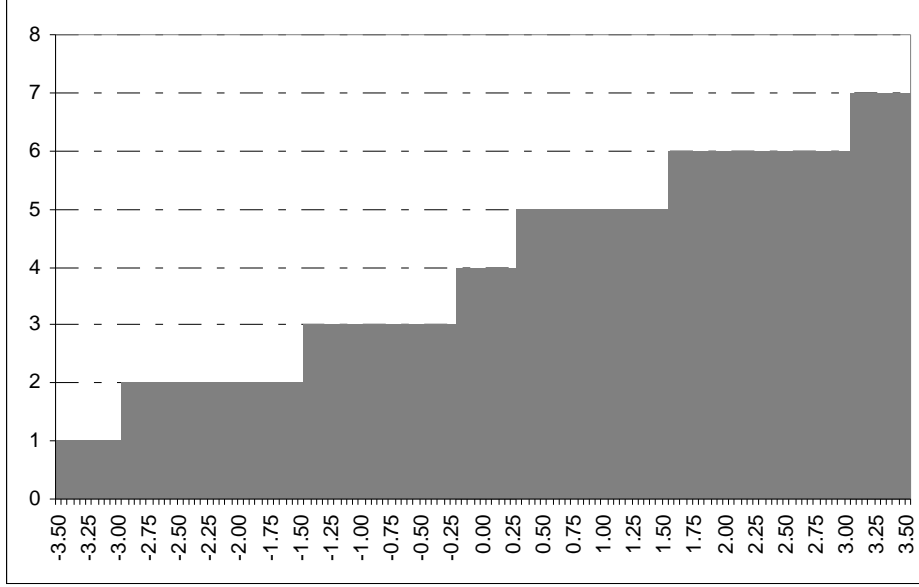
$$y_t = \beta X + e_t \quad (3.6)$$

ifadesi üzerinden incelenmektedir. İfadede (bağımlı değişken) y ile, model katsayıları β vektörü ile, açıklayıcı değişkenler ise X matrisi ile gösterilmiştir. Model, sıralı probit (ordered probit) yöntemi ile tahmin edilmektedir.

En yüksek olabilirlik (maximum likelihood) kriterine göre tahmin edilen sıralı probit modelinde bir değişkenin istatistiksel açıdan anlamlı pozitif [negatif] bir katsayı tahminine sahip olması, o değişkendeki bir artışın bağımlı değişkenin daha yüksek bir kategori değeri alması olasılığına artış [azalış] yönünde etki etmesi ile eşdeğerdir.

Buna göre $(\infty, -3]$ aralığındaki değişimler “1”; $(-3, -1.25]$ aralığındaki değişimler “2”; $(-1.25, -0.25]$ aralığındaki değişimler “3”; $(-0.25, 0.25]$ aralığındaki değişimler “4”; $(0.25, 1.25]$ aralığındaki değişimler “5”; $(1.25, 3]$ aralığındaki değişimler “6”; $(3, \infty)$ aralığındaki değişimler “7” olarak kategorize edilmiştir (Grafik 3.11).

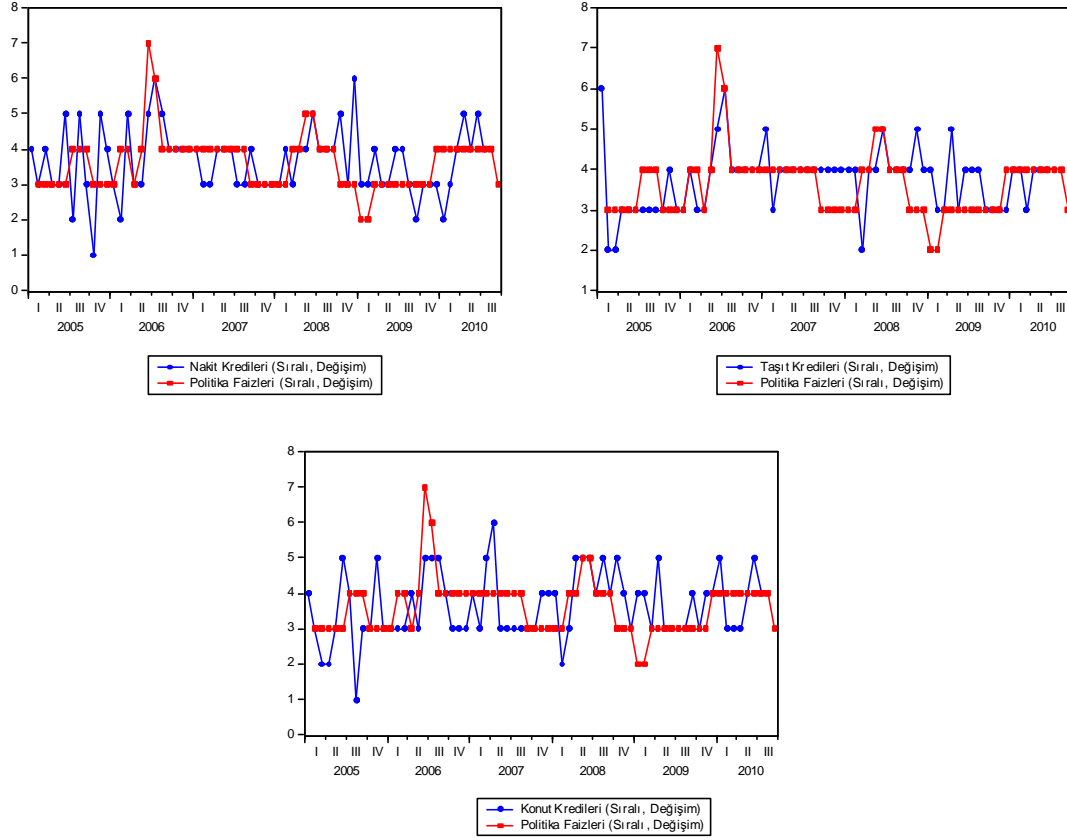
Grafik 3.11: Çalışmada Uygulanan Kategoriler



Analizde, bundan önceki bölümlerde olduğu gibi 2005 yılı Ocak ayından 2010 yılı Eylül ayına kadar olan 69 aylık gözlem kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak kredi faiz düzeyini temsil etmek üzere 12 aylık ihtiyaç, taşıt ve konut kredisi faizlerinin değişimlerinin kategorize edilmiş halleri kullanılmış ve bu değişkenler için sırasıyla ODINTNAKIT12, ODINTTASIT12, ODINTKONUT12 kısaltmaları kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak kredi faizlerinin net değişimi yanında net değişimin kredi faiz düzeyine oranı bulunmuş, mevcut faiz düzeyinden yüzde sapma olarak da ifade edilen bu değişken de yukarıda belirtilen kategoriler kullanılarak sıralanmıştır. Faiz oranlarındaki yüzde değişimler ihtiyaç, taşıt ve konut kredisi faizleri için sırasıyla OR_INTNAKIT12, OR_INTTASIT12, OR_INTKONUT12 kısaltmaları ile anılacaktır.

Grafik 3.12’de kategorik kredi faizleri ile kategorik para politikası faiz oranları arasındaki etkileşim gösterilmektedir.

Grafik 3.12: Kategorik Faiz Değişimleri ve Kategorik PP Faiz Değişimleri



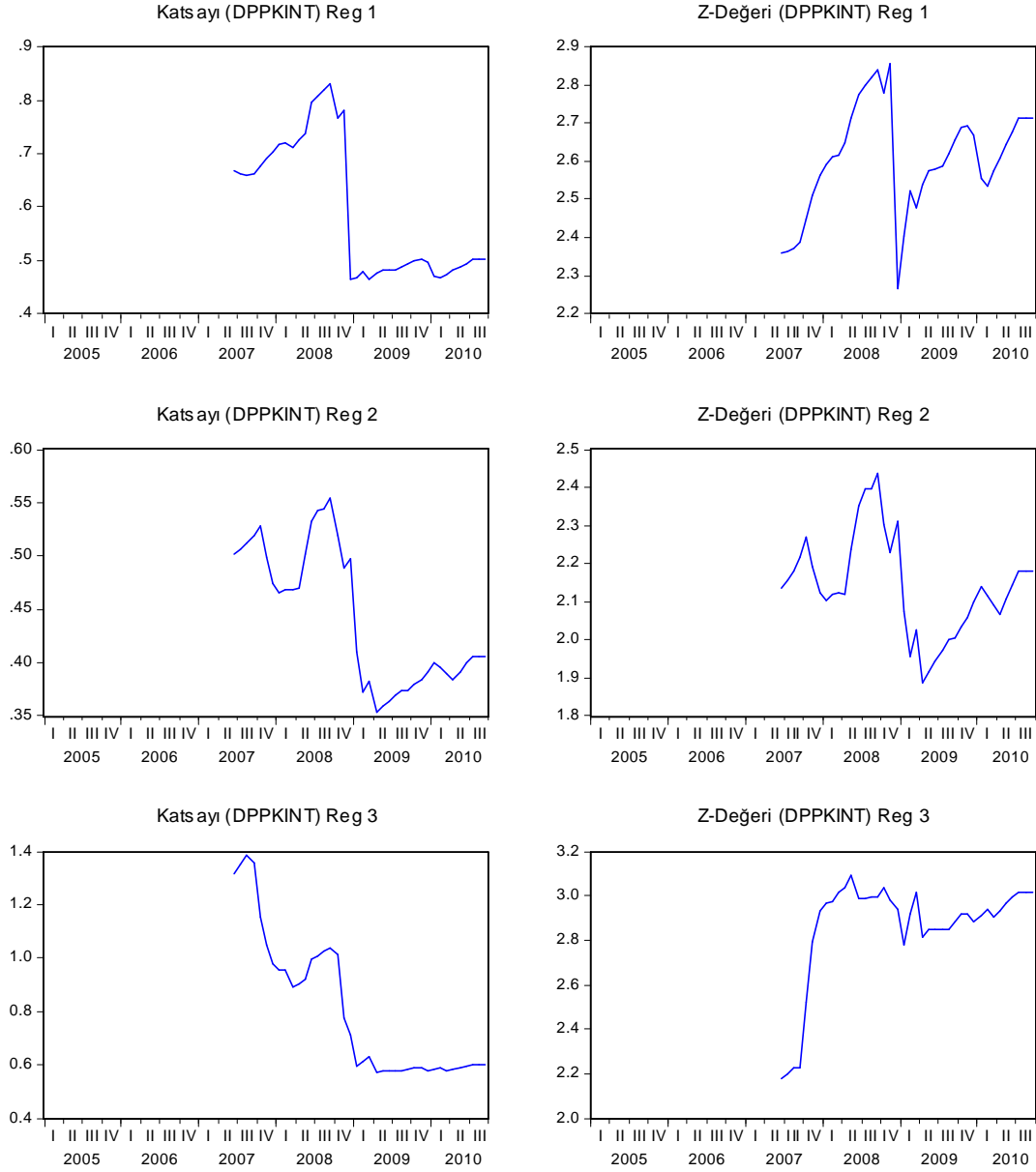
Kredi faiz oranı değişimlerinin kategorize edilmiş hali bağımlı değişken, para politikası faiz oranı değişimleri (kategorik olmayan şekli) ise bağımsız değişken olmak üzere sıralı probit modeli ile yapılan regresyon sonuçları her bir bağımlı değişken ayrı bir kolonda olmak üzere Tablo 3.11’de gösterilmektedir. Sonuçlar incelendiğinde para politikası faiz oranı değişimlerinin her bir regresyonda pozitif ve yüzde 99 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olduğu gözlemlenmektedir. Bu durum, para politikası faiz oranı değişimlerinin kredi faizleri üzerinde aynı yönlü etkide bulunduğu dair kanıt oluşturmaktadır.

Tablo 3.11: Sıralı Probit Regresyon Sonuçları (Kategorik Değişim)

	BAĞIMLI DEĞİŞKEN		
	ODINTNAKIT12	ODINTKONUT12	ODINTTASIT12
DPPKINT	0.501 ***	0.406 ***	0.603 ***
Pseudo R-squared	0.458	0.028	0.069
Prob(LR statistic)	0.006	0.027	0.002

Yukarıda bahsedilen aynı yönlü etkinin enflasyon hedeflemesi dönemindeki gelişimini görmek üzere ilk 30 gözlemlerle başlayıp birer birer artırılan veri seti üzerinde 39 ayrı regresyon yapılarak regresyon sonuçlarından elde edilen katsayılar ve bunların z- değerleri raporlanmıştır. Bu 39 regresyon 3 bağımlı değişken için tekrarlanmış ve elde edilen toplam 117 sonuç her bir bağımlı değişken bazında grafikleştirilmiştir. Grafik 3.13’de belirtilen sonuçlar incelendiğinde, her bir kredi oranı için para politikası faizi etkisinin inceleme periyodu boyunca pozitif ve yüzde 99 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca küresel kriz döneminde katsayı düşse de pozitif ve yüksek düzey anlamlılığını korumuştur.

Grafik 3.13: PP Faizlerindeki Değişimin Piyasa Faiz Değişimi Üzerindeki Etkisinin Zamana Göre Gelişimi



* Reg 1 Bağımlı Değişkeni: ODINTNAKIT12
Reg 2 Bağımlı Değişkeni: ODINTTASIT12
Reg 3 Bağımlı Değişkeni: ODINTKONUT12

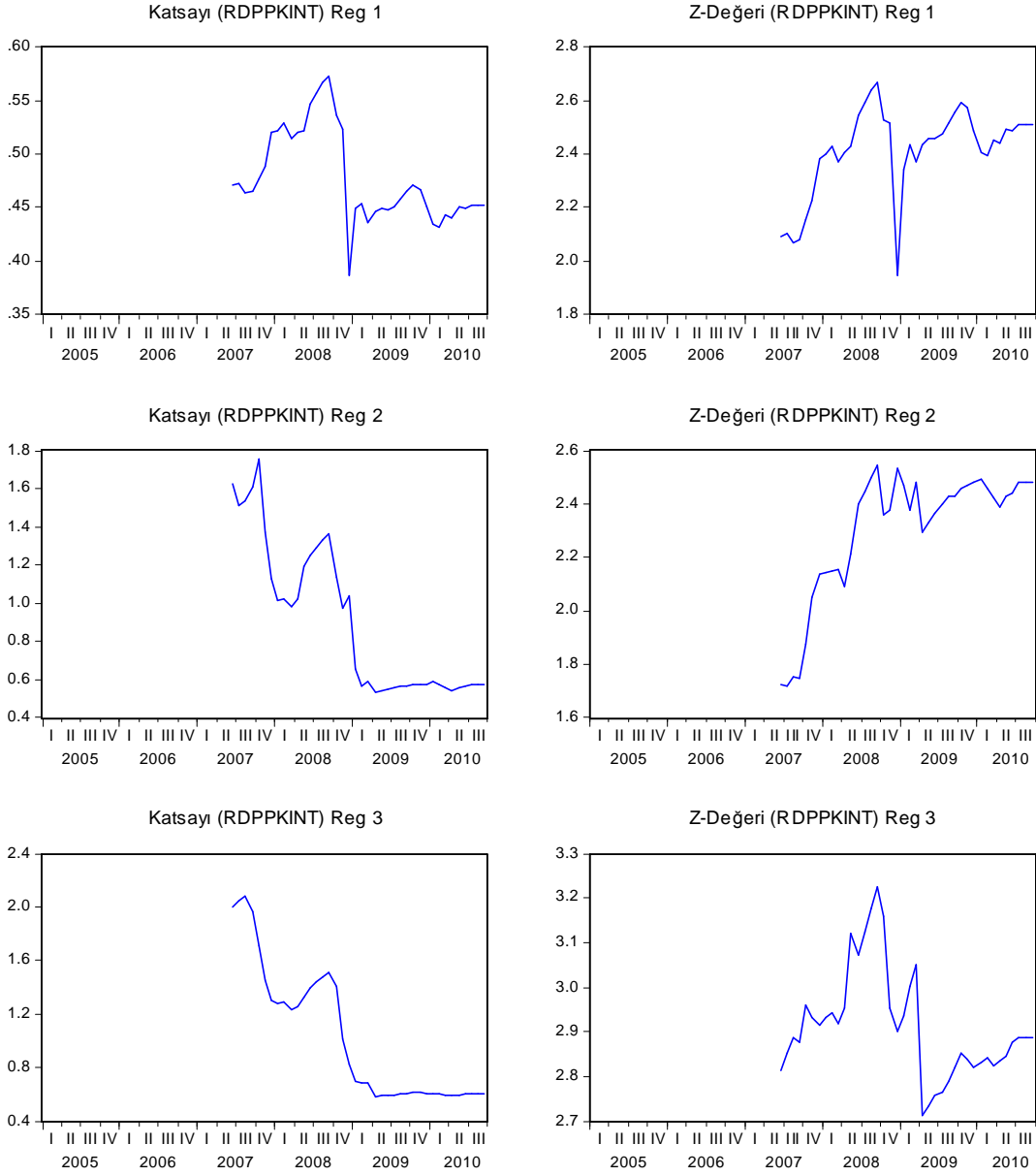
Kredi faiz oranı değişim yüzdelerinin kategorize edilmiş hali bağımlı değişken, para politikası faiz oranı değişimlerinin yüzdesi (kategorik olmayan şekli) ise bağımsız değişken olmak üzere sıralı probit modeli ile yapılan regresyon sonuçları her bir bağımlı değişken ayrı bir kolonda olmak üzere Tablo 3.12’de gösterilmektedir. Sonuçlar incelendiğinde, para politikası faiz oranı değişim yüzdelerinin her bir regresyonda pozitif ve yüzde 99 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olduğu gözlemlenmektedir. Bu durum, para politikası faiz oranı değişim yüzdesi ile kredi faizleri değişim yüzdesinin aynı yönde hareket ettiğine dair kanıt oluşturmaktadır.

Tablo 3.12: Sıralı Probit Regresyon Sonuçları (Kategorik Nisbi Değişim)

	BAĞIMLI DEĞİŞKEN		
	OR_DINTNAKIT12	OR_DINTKONUT12	OR_DINTTASIT12
R_DPPKINT	0.077 ***	0.098 ***	0.104 ***
Pseudo R-squared	0.027	0.035	0.042
Prob(LR statistic)	0.010	0.006	0.002

Yukarıda bahsedilen aynı yönlü etkinin enflasyon hedeflemesi dönemindeki gelişimini görmek üzere ilk 30 gözlemlerle başlayıp birer birer artırılan veri seti üzerinde 39 ayrı regresyon yapılarak, regresyon sonuçlarından elde edilen katsayılar ve bunların z-değerleri raporlanmıştır. Bu 39 regresyon 3 bağımlı değişken için tekrarlanmış ve elde edilen toplam 117 sonuç her bir bağımlı değişken bazında grafikleştirilmiştir. Grafik 3.14’de belirtilen sonuçlar incelendiğinde; her bir kredi türü için para politikası faiz oranı değişimleri yüzdesinin inceleme periyodu boyunca pozitif ve yüzde 99 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca küresel kriz döneminde söz konusu katsayı düşse de pozitif ve yüksek düzey anlamlılığını korumuştur.

Grafik 3.14: Para Politikası Faiz Oranı Değişimleri Yüzdesinin Kredi Faizleri Değişimleri Yüzdesi Üzerindeki Etkisinin Zamana Göre Gelişimi



* Reg 1 Bağımlı Değişkeni: OR_INTNAKIT12
 Reg 2 Bağımlı Değişkeni: OR_INTTASIT12
 Reg 3 Bağımlı Değişkeni: OR_INTKONUT12

3.4. Değerlendirme

Bu bölümde, Türkiye ekonomisinde para politikası aktarım mekanizmasının varlığı ve işleyişi, para politikası faiz oranlarının ekonomideki makro değişkenler ile etkileşimi ve beklentilere etkisi ARDL, VAR, VEC ve Sıralı Probit teknikleri ile modellenerek analiz edilmiştir.

Para politikası aktarım mekanizmasının kredi faiz oranlarına etkisi Otoregresif Dağıtılmış Gecikmeler Modeline (Auto Regressive Distributed Lag - ARDL) dayanan sınır testi yaklaşımı ile incelenerek kredi faiz düzeyinin göstergesi olarak bireysel krediler esas alınmış ve bireysel kredilerin alt kalemleri kapsamında; ihtiyaç kredisi, taşıt kredisi ve konut kredisi faiz oranları ele alınmıştır. Sonuçlarda da görüldüğü gibi para politikası faiz oranı ile kredi faiz oranları arasında uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisi mevcuttur. Konut kredilerinin uzun dönemli krediler olması nedeniyle kısa dönemli değişimlerden nisbeten daha az etkilendiği tespit edilmiştir. Kısa dönem yansıma düzeyi sırasıyla taşıt kredisi, ihtiyaç kredisi ve sonrasında da konut kredisi faizlerine gidildikçe düşmektedir. Bu durum politika faiz oranlarındaki değişikliğin ilk etkisinin en yüksek taşıt kredilerinde gerçekleştiğini göstermekte olup ilk etki beklendiği üzere konut kredisi faiz düzeylerinde en az seviyededir.

Kredi faiz oranları yurt içi ve ithal mallara olan talep seviyesine, söz konusu seviye de yerli ve yabancı malların fiyatlama düzeylerine etki ederek enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Bu nedenle para politikası faiz oranları ve kredi faiz düzeyleri ile birlikte söz konusu talep seviyelerinin ve fiyatlama davranışlarının etkilerinin de incelenmesine yönelik olarak gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH), nominal kur seviyesi ve ekonomideki genel fiyat seviyesini gösteren tüketici fiyat endeksi (TÜFE) beraberce incelenerek kısa dönem etkileşimleri Vektör Otoregresyon (VAR) ve Hata Düzeltme Modelleri (VEC) kapsamında değerlendirilmiştir.

Uzun dönem ilişkilerin VAR kapsamına dahil edilmesi sonucu gerçekleştirilen hata düzeltme modelleri ile para politikası faiz denkleminin hata terimine bir birimlik şok verilerek hesaplanan ve 24 aylık bir süre için tahmin edilen etki-tepki grafiklerinden çeşitli sonuçlar elde edilmiştir. Sonuçlar kredi faiz oranlarının söz konusu şoka

beklendiği gibi pozitif tepki verdiğini göstermektedir. Artan politika faizleri neticesinde ortalama nominal kur düştüğünden Türk lirası değer kazanmaktadır. Bunlara ek olarak artan politika faizlerinin etkisi ile tüketici fiyat endeksi azalmaktadır.

Bilindiği gibi para politikası faiz oranlarının sabit kaldığı dönemlerde de faiz oranları belirli derecelerde oynaklıklar gösterebilmektedir. Söz konusu küçük oynaklıklar belirli bantlar dahilinde kategorize edilerek kesikli bir analiz neticesinde para politikası faiz oranının kredi faizleri üzerindeki etkisinin yönü ve bu etkinin enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde gelişim patikası hakkında ek kanıtlar elde edilebilir. Bu amaçla kısa dönemde para politikası faiz oranları ile kredi faiz oranları arasındaki kısa dönemli ilişkinin yönü hakkında Sıralı Probit (Ordered Probit) Modelleri kapsamında kredi faiz oranı seviyeleri kategorize edilerek bir analiz gerçekleştirilmiştir. Sonuçlara göre, para politikası değişimlerinin her bir regresyonda pozitif ve yüzde 99 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olduğu gözlemlenmiş olduğundan bu durum, TCMB'nin para politikası faiz değişimleri ile kredi faiz oranlarının aynı yönde hareket ettiğine dair kanıt oluşturmuştur. Bunun yanında, enflasyon hedeflemesi rejimi süresince bu etki pozitif ve aynı yönlü olarak devam etmiş, 2008 yılının son üç ayında yaşanan küresel krize bağlı olarak bir miktar düşüş göstermiştir.

Bu bölümde uygulanan çeşitli modeller Türkiye ekonomisinde para politikası aktarım mekanizmasının varlığı, etkinliği, işleyişi ve gelişim süreci hakkında bilgiler ve kanıtlar sağlamıştır. Aktarım mekanizmasının her aşamasının sağlıklı işlemesi için gerekli olan etkin bir beklenti yönetimi için politikaları öngörülebilir bir merkez bankasının varlığının gerekliliği tartışılmazdır. Bir sonraki bölümde etkin bir para politikası aktarım mekanizmasına sahip olmayı hedefleyen TCMB'nin, etkin beklenti yönetimi için öncül koşullardan olan öngörülebilir bir yapıya sahip olup olmadığı ve bu yapının enflasyon hedeflemesi dönemindeki gelişimi sayısal olarak analiz edilecektir.

IV. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI KARARLARININ ÖNGÖRÜLEBİLİRLİĞİNİN AKTARIM MEKANİZMASI ÇERÇEVESİNDE ANALİZİ

Para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak kullanıldığı modern bir strateji olan enflasyon hedeflemesi sadece bir enflasyon hedefi saptamak ve bunu kamuoyuna açıklamaktan ibaret değildir. Bu rejim aynı zamanda karar alma sürecinin kurumsallaşmasını sağlamaktadır. Karar alma sürecinin kurumsallaşması politika kararlarının şeffaf bir yapıya kavuşması, kararların alınacağı tarihlerin belirli bir takvime bağlanarak önceden kamuoyuna duyurulması, kararların gerekçelerinin açıklanması ile bu açıklamalarda gelecekteki kararlara ilişkin eğilimlerin belirtilmesi gibi unsurları kapsamaktadır. Diğer bir ifadeyle, enflasyon rejimi altında para politikası kararlarının zamanlaması ve yönü daha belirgin hale gelmekte, merkez bankasının para politikası faiz kararları piyasa oyuncuları tarafından öngörülebilir bir hal almaktadır. Söz konusu tahmin edilebilir bir politika yapısı ile birlikte ortaya çıkan öngörülebilirlik, enflasyon hedeflemesi için en önemli unsurlardan olan beklenti yönetiminde etkinliği artırmaktadır. Bu bölümde Türkiye'de para politikası kararlarının öngörülebilirliği aktarım mekanizması çerçevesinde sınırlı bağımlı değişken modeller yardımıyla analiz edilecektir.

Bir önceki bölümde para politikası faiz oranının diğer makro ekonomik değişkenlerle olan bağlantısı ortaya konularak 2002 sonrasında Türkiye'de para politikası aktarım mekanizmasının varlığı ve mekanizmanın işlerliği hakkında öngörüler elde edilmişti. Para politikasının geçirdiği evrim süreci ve enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı ülkelerde alınan başarılı sonuçlar nedeniyle 2000 yılından itibaren para politikası çalışmalarına enflasyon hedeflemesi rejimi doğrultusunda yön vermiş olan TCMB, nihai hedefinin enflasyon hedeflemesi rejimine geçmek olduğunu açıklamış ve sonraki dönemde gerekli çalışmaları yürütmüştür.

Ancak enflasyon hedeflemesi rejimine geçilebilmesi ve bu rejimin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için ön koşulların belirli ölçüde sağlanması gerekmektedir.

Enflasyonun çok yüksek ve oynak olması gelecekteki enflasyonu doğru bir şekilde tahmin etmeyi zorlaştırdığından enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden önce enflasyonun belirli bir düzeye düşürülmesi hedeflenmiştir. Bu nedenle başlangıçta enflasyon hedeflemesinin örtük olarak uygulanmasına, ayrıca parasal büyüklükler üzerinde de hedefler konulmasına karar verilmiş ve para politikası 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde yürütülmüştür.

TCMB enflasyon hedeflemesi rejiminin önkoşulları sağlanıncaya kadar 2002-2005 yılları arasında uyguladığı örtük enflasyon stratejisi sayesinde enflasyon hedeflemesine kademeli bir yakınsama öngörmüştür. Bu dönemde fiyat istikrarı hedefine sıkı bir biçimde bağlılık, bağımsız, hesap verebilir ve güvenilir bir merkez bankasının oluşturulması için gerekli düzenleme ve uygulamalar, güçlü ve gelişmiş finansal piyasaların oluşturulması için gereken reformların yapılması, mali disiplinin sürdürülmesi sonucunda kamu borç stokunda görülen iyileşme nedeniyle oluşan düşük mali baskınlık enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşullarının büyük ölçüde oluşmasına ve gerekli güvenin tesisinde önemli mesafelerin alınmasına önemli katkılar sağlamıştır. Sonuç olarak Türkiye 2006 yılı başında enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya koymuştur.

2005 yılı sonrasında uygulamaya başlanan enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte daha bağımsız, şeffaf ve hesap verebilir bir merkez bankasının yanı sıra, söz konusu rejim açısından çok önemli ve gerekli olan piyasa ile yakın iletişim kanalları da geliştirilmeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda oluşturulan çeşitli raporlar ile Para Politikası Kurulunun karar alma süreçlerinin şeffaf ve kurumsal hale getirilmesi sağlanarak, toplumdaki ve piyasadaki beklentilerin yönetilmesi için gerekli kanallar açık tutulmuştur.

Beklentilerin yönetimi, daha önce de belirtildiği gibi karar alma sürecinin kurumsallaşması, politika kararlarının şeffaf bir yapıya kavuşması, kararların alınacağı tarihlerin belirli bir takvime bağlanarak önceden kamuoyuna duyurulması, kararların gerekçelerinin açıklanması ile bu açıklamalarda gelecekteki kararlara ilişkin eğilimlerin belirtilmesi gibi unsurları kapsamaktadır. Diğer bir ifadeyle, enflasyon rejimi altında para politikası kararlarının zamanlaması ve yönü daha belirgin hale gelmekte, Merkez

bankasının para politikası kararları piyasa oyuncuları tarafından öngörülebilir bir hal almaktadır. Söz konusu tahmin edilebilir bir politika yapısı, enflasyon hedeflemesi için en önemli unsurlardan olan beklenti yönetiminde etkinliği artırmaktadır.

Yukarıda belirtilenler doğrultusunda enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde para politikası uygulayan TCMB'nin kararlarının öngörülebilirliği; sınırlı bağımlı değişken modellerinden (Models with Limited Dependent Variables) probit modeli ile analiz edilerek beklenti yönetimindeki değişimler incelenmiştir.

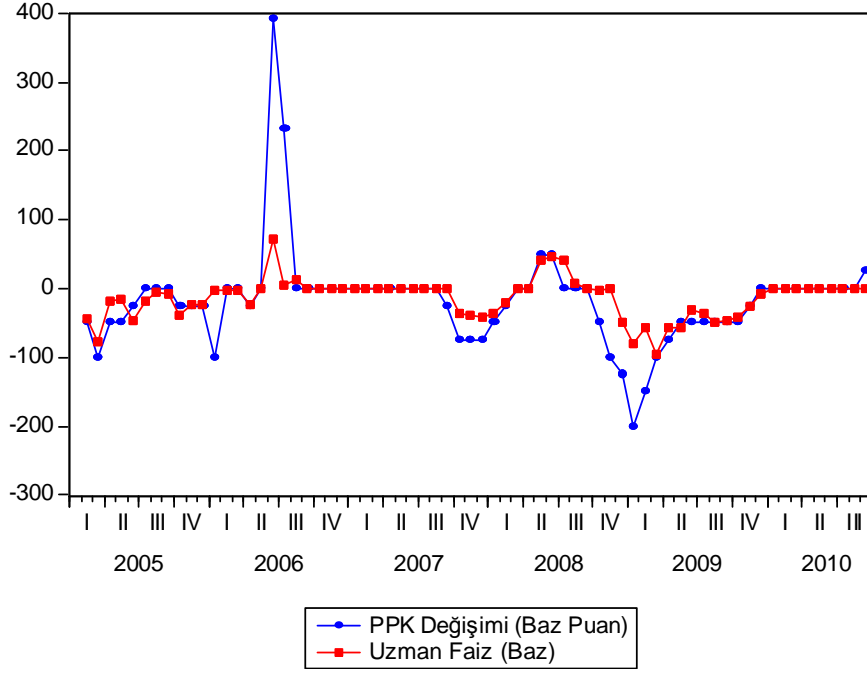
Merkez Bankasının bu dönemdeki öngörülebilir yapısı, gerek bu kurum tarafından sunulan, gerekse piyasadan elde edilen çeşitli veri seti, rapor ve haberleri değerlendiren piyasa oyuncularının para politikası faiz değişimlerini iyi bir şekilde tahmin ediyor olması ile anlaşılabilir. Bu doğrultuda piyasanın politika faiz oranlarının değişim zamanı ve şiddeti ile ilgili beklentilerinin gerçekleşmesi önem kazanmaktadır. Örneğin; piyasada faiz artırım beklentilerin arttığı dönemde faizlerin artırılmış olması, piyasadaki koşulların olduğu kadar, TCMB'nin hazırladığı raporlar, yaptığı konuşmalar ve sunduğu veri setlerinin de yardımıyla sağlanan öngörülebilirlik neticesinde gerçekleşmektedir.

Tüm bu anlatılanlar ışığında bu bölümde bilindiği kadarıyla ilk defa incelenen bir veri seti yardımıyla TCMB'nin öngörülebilirliği para politikası aktarım mekanizması kapsamında analiz edilerek söz konusu öngörülebilir yapının etkin bir aktarım mekanizması için önemine vurgu yapılmıştır.

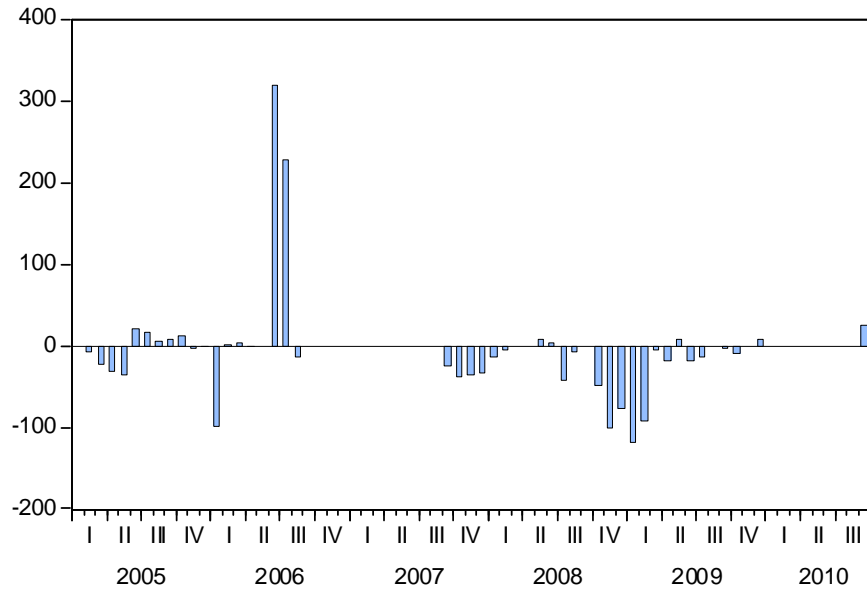
4.1. Veriler

Veri setinde 2005 yılı Ocak ayından 2010 yılı Eylül ayına kadar çeşitli piyasa uzmanları, bankalar, kurum ve kuruluşlara yönelik beklenti anketi yer almaktadır. Buna göre piyasa oyuncularına para politikası faizinin artma, azalma ve sabit kalması konusundaki görüşleri ve faizdeki değişim beklentileri sorularak 69 ay için bir veri seti oluşturulmuştur. Aşağıdaki grafikte toplam anket yapılan piyasa oyuncusu sayısı gösterilmektedir. Buna göre, her bir ayda alınan görüş sayısı değişmekle birlikte ortalama 18 ayrı görüş alınmakta olup dönem içinde en az 12 en fazla 52 görüş yer almaktadır (Grafik 4.1).

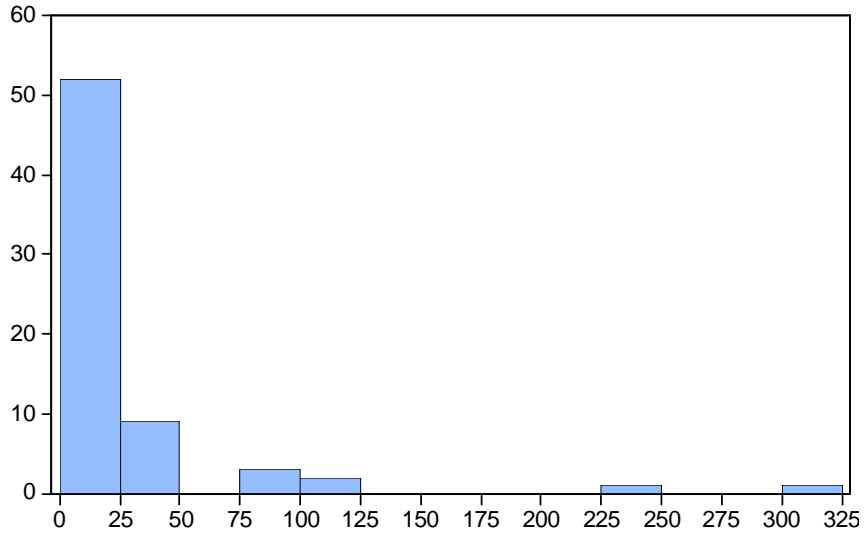
Grafik 4.2: Gerçek PPK Faiz Değişimleri ile Uzman Tahminleri



Grafik 4.3: Uzman Görüşlerindeki Ortalama Tahmin Hataları



Grafik 4.4: Ortalama Tahmin Hataları Frekansı

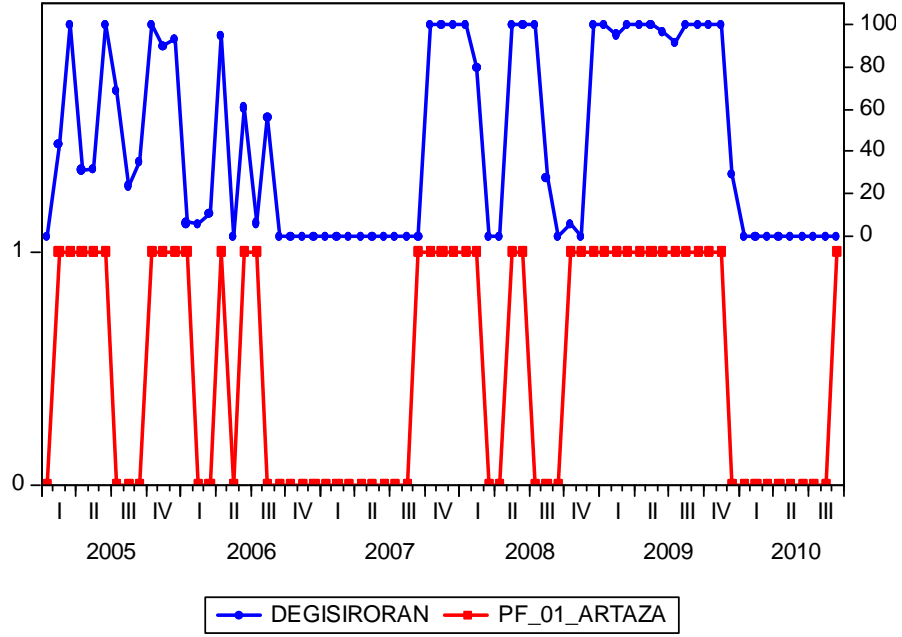


Aralık	Sayı	Yüzde	Birikimli Sayı	Birikimli Yüzde
[0, 50)	61	89.71	61	89.71
[50, 100)	3	4.41	64	94.12
[100, 150)	2	2.94	66	97.06
[200, 250)	1	1.47	67	98.53
[300, 350)	1	1.47	68	100.00
Toplam	68	100.00	68	100.00

Grafik 4.4’de Grafik 4.3’de belirtilen sapma miktarlarının mutlak değerlerinin 25 baz puan ve katları arasında kalan frekansları gösterilmektedir. Grafikten görüleceği gibi, piyasanın hata payının yaklaşık yüzde 75’lik bölümü 25 baz puan ve altında, yüzde 90’lık bölümü ise 50 baz puan ve altında yer almaktadır. Buna göre, piyasa oyuncularının para politikası faiz oranları değişimini düşük hata payları ile tahmin ettiği söylenebilir.

Grafik 4.5 para politikası faiz oranlarında herhangi bir değişim olup olmadığını (eğer değişti ise “1”; değişmediyse “0”) ve toplam uzman görüşleri içindeki değişir diyenlerin yüzdesini (“artar” veya “azalır” şeklinde görüş belirtenler, “değişir” diyenler olarak kategorize edilmiştir) yansıtmaktadır. Grafikten anlaşılacağı gibi, piyasada para politikası faizlerinin değişebileceği yönündeki genel görüşlerin kuvvetlendiği dönemlerde çoğunlukla politika faizlerinde bir değişiklik yaşanmıştır.

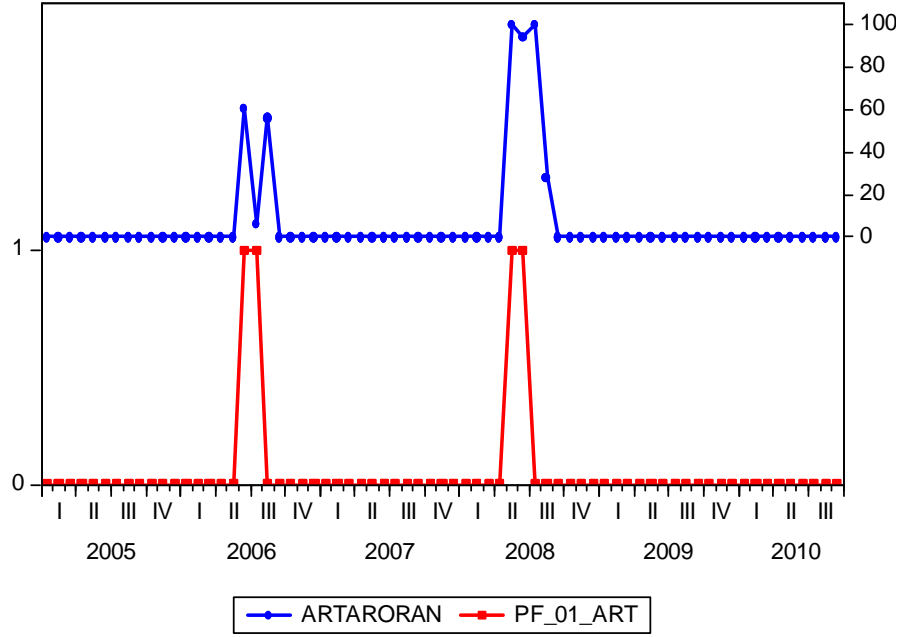
Grafik 4.5: Değişim Beklentileri ve Politika Faiz Oranları



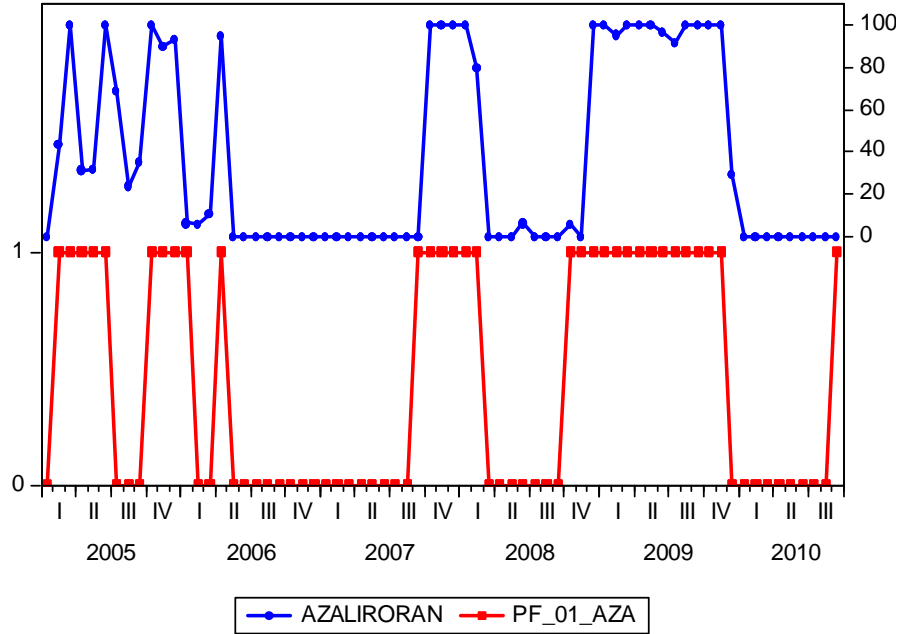
Grafik 4.6 para politikası faiz oranlarında herhangi bir artış olup olmadığını (eğer arttı ise “1”; azaldı ya da değişmedi ise “0”) ve toplam uzman görüşleri içindeki artar diyenlerin yüzdesini yansıtmaktadır. Grafikten anlaşılacağı gibi, piyasada para politikası faizlerinin artabileceği yönündeki genel görüşlerin kuvvetlendiği dönemlerde çoğunlukla politika faizlerinde bir artış yaşanmıştır.

Grafik 4.7 para politikası faiz oranlarında herhangi bir azalış olup olmadığını (eğer azaldı ise “1”; arttı ya da değişmedi ise “0”) ve toplam uzman görüşleri içindeki azalır diyenlerin yüzdesini yansıtmaktadır. Grafikten anlaşıldığı gibi, piyasada para politikası faizlerinin azalabileceği yönündeki genel görüşlerin kuvvetlendiği dönemlerde çoğunlukla politika faizlerinde bir azalış yaşanmıştır.

Grafik 4.6: Artış Beklentileri ve Politika Faiz Oranları



Grafik 4.7: Azalış Beklentileri ve Politika Faiz Oranları



Yukarıda yapılan tüm grafiksel ve sayısal analizler enflasyon hedeflemesi rejimi altında piyasadaki para politikası faiz oranı beklentileri ile gerçekleşen faiz oranı değişimlerinin örtüştüğüne dair ipuçları vermektedir. Bu durum, TCMB'nin bu dönemde politikaları daha öngörülebilir bir kurum olarak çalıştığı konusunda işaretler taşımaktadır.

4.2. Metod

Analizin bundan sonraki kısmında, yukarıdaki incelemeler ışığında yapılacak ekonometrik bir analizle piyasadaki beklentiler ile Para Politikası Kararları (PPK) arasındaki ilişkiler incelenecektir. Politika faiz oranının bağımlı değişken olacağı bu analizde üç çeşit bağımlı değişken ele alınacaktır. Bunlar, politika faiz oranının değişip değişmediği (PF_01_ARTAZA), artıp artmadığı (PF_01_ART) ve azalıp azalmadığı (PF_01_AZA)'dır. Bağımsız değişken olarak ise yukarıda belirtilen bağımlı değişkenler ile uyumlu bir şekilde sırasıyla değişir diyen uzmanların yüzdesi (DEGISIRORAN), artar diyen uzmanların yüzdesi (ARTARORAN) ve azalır diyen uzmanların yüzdesi (AZALIRORAN) değişkenleri kullanılacaktır.

Analizde bağımlı değişkenin, "0" veya "1" olarak iki değer alması nedeniyle sınırlı bağımlı değişken modelleri (Models with Limited Dependent Variables) kullanılmıştır. Aksi takdirde linear modellerin kullanılması regresyonlar sonucunda tahmin edilen değerlerin [0,1] aralığı dışına taşmasına neden olacaktır. Bu modeller bağımlı değişkenin "1" olması olasılığını açıklayan modellerdir ($y_i = 1$). Bağımlı değişkenin 0 veya 1 değerlerini almasını sağlayan arka planda gözükmeyen (latent) bir değişkenin bulunduğu varsayılmaktadır. Genel olarak $P\{y_i = 1 | x_i\} = G(x_i, \beta)$ olarak gösterilebilir. Burada gösterilen $G(\cdot)$ fonksiyonu sadece [0,1] aralığında değerler alabilen bir fonksiyon olmalıdır. Bu nedenle, $G(\cdot)$ fonksiyonu birikimli dağılım fonksiyonlarından (Cumulative Distribution Function) seçilmekte olup yaygın olarak standart normal dağılım ya da lojistik dağılıma ait CDF fonksiyonları kullanılmaktadır. Standart normal dağılıma ait birikim dağılım fonksiyonu kullanıldığında "Probit" modeli elde edilmektedir.

4.3. Para Politikası Faiz Oranlarındaki Değişimlerin Öngörülebilirliği

İlk olarak, bağımlı değişken olarak politika faiz oranının değişip değişmediği (PF_01_ARTAZA) ve bağımsız değişken olarak da değişir diyen uzmanların yüzdesi (DEGISIRORAN) alınarak probit modeli ile regresyon yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo 4.1: Probit Sonuçları (1. Bağımlı Değişken)

Bağımlı Değişken: PF_01_ARTAZA

Metot: ML - Binary Probit

Örnekleme: 2005M01 2010M09

Gözlem Sayısı: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
DEGISIRORAN	0.026	0.005	5.431	0.000
C	-1.012	0.248	-4.080	0.000

McFadden R-squared	0.434	Mean dependent var	0.507
S.D. dependent var	0.504	S.E. of regression	0.355
Akaike info criterion	0.842	Sum squared resid	8.443
Schwarz criterion	0.907	Log likelihood	-27.066
Hannan-Quinn criter.	0.868	Deviance	54.131
Restr. deviance	95.640	Restr. log likelihood	-47.820
LR statistic	41.509	Avg. log likelihood	-0.392
Prob(LR statistic)	0.000		

Obs with Dep=0	34	Total obs	69
Obs with Dep=1	35		

Tablo 4.1'deki sonuçlar incelendiğinde, DEGISIRORAN değişkeninin kuvvetli bir yüksek güvenilirlik düzeyinde anlamlı olduğu ve pozitif işaretli olduğu gözlemlenmektedir. Bu nedenle piyasa oyuncuları içinde para politikası faiz oranlarının değişeceği beklentisinin oluşması faiz oranlarının değişim olasılığını artırmaktadır. Başka bir ifadeyle, piyasa oyuncuları politika faiz oranlarının değişimini genellikle tahmin edebilmektedir. Ayrıca yüksek McFadden-R² değeri dikkat çekmektedir. Bunlara ek olarak elde edilen regresyon sonuçları kullanılarak piyasa oyuncuları içindeki değişir diyenlerin oranındaki artışın faiz oranındaki değişim olasılığına ortalama marjinal katkısı aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanabilir.

$$\begin{aligned} \partial \Phi(x_i' \beta) / \partial x_{ik} &= \phi(x_i' \beta) \cdot \beta_k \\ &= 0.87 \times 0.026 = 0.023 \end{aligned}$$

Yukarıdaki sonuçtan da anlaşılacağı gibi piyasadaki değişim beklentisindeki yüzde 1'lik artış, para politikası faiz oranının değişim olasılığını ortalama yüzde 2,3 oranında artırmaktadır.

Tablo 4.2'de Tablo 4.1'de sonuçları gösterilen probit modelinin tahmin başarı sınaması yapılmaktadır. Buna göre piyasa uzmanları para politikası faizlerindeki toplam 35 değişimin 27 adedini, 34 adet sabit bırakılmanın ise 31'ini doğru bir şekilde tahmin etmiştir. Bu anlamda piyasanın tahmin başarısı yüzde 84 oranında gerçekleşmiştir.

Tablo 4.2: Tahmin Başarı Sınaması

Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification
Success cutoff: C = 0.5

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)≤C	31	8	39	0	0	0
P(Dep=1)>C	3	27	30	34	35	69
Total	34	35	69	34	35	69
Correct	31	27	58	0	35	35
% Correct	91.18	77.14	84.06	0.00	100.00	50.72
% Incorrect	8.82	22.86	15.94	100.00	0.00	49.28
Total Gain*	91.18	-22.86	33.33			
Percent Gain**	91.18	NA	67.65			

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
E(# of Dep=0)	25.64	8.30	33.94	16.75	17.25	34.00
E(# of Dep=1)	8.36	26.70	35.06	17.25	17.75	35.00
Total	34.00	35.00	69.00	34.00	35.00	69.00
Correct	25.64	26.70	52.34	16.75	17.75	34.51
% Correct	75.42	76.29	75.86	49.28	50.72	50.01
% Incorrect	24.58	23.71	24.14	50.72	49.28	49.99
Total Gain*	26.14	25.57	25.85			
Percent Gain**	51.53	51.89	51.71			

*Change in "% Correct" from default (constant probability) specification

**Percent of incorrect (default) prediction corrected by equation

İncelenen veri seti enflasyon hedeflemesi rejiminin başladığı 2006 yılının bir yıl öncesinden başlamaktadır. Buna göre, beklentilerdeki değişimin seneler boyunca

farklılaşp farklılaşmadığı, yıllar için kukla değişkenler eklenerek analiz edilebilir. Söz konusu kukla değişkenler eklendikten sonra oluşan durum Tablo 4.3’de sunulmuştur. 2010 yılı baz olmak üzere uygulanan yıl kukla değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Diğer bir ifadeyle, yıllara göre beklentilerin yönetim düzeyinde herhangi bir değişim olmamaktadır.

Tablo 4.3: Probit Sonuçları (1. Bağımlı Değişken – Sene Kukla Değişkenli)

Bağımlı Değişken: PF_01_ARTAZA

Metot: ML - Binary Probit

Örnekleme: 2005M01 2010M09

Gözlem Sayısı: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.221	0.553	-2.207	0.027
DEGISIRORAN	0.024	0.006	4.120	0.000
Y05	0.365	0.756	0.484	0.629
Y06	0.276	0.699	0.395	0.693
Y07	0.155	0.737	0.210	0.833
Y08	0.325	0.740	0.440	0.660
Y09	0.657	0.971	0.677	0.499

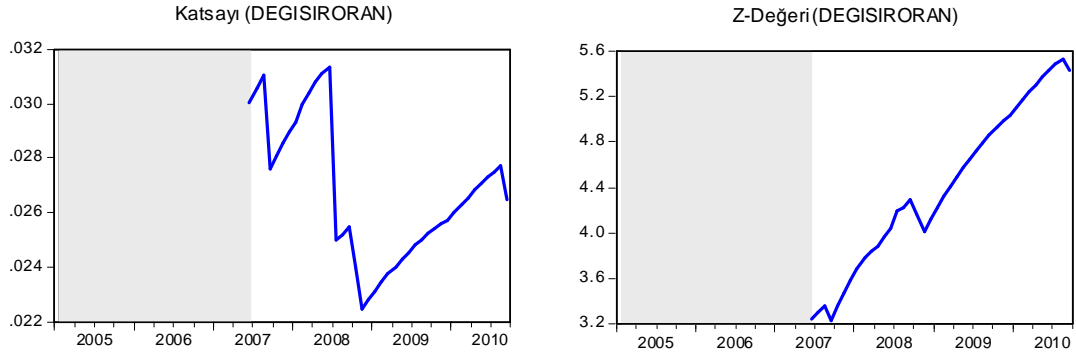
McFadden R-squared	0.440	Mean dependent var	0.507
S.D. dependent var	0.504	S.E. of regression	0.369
Akaike info criterion	0.980	Sum squared resid	8.454
Schwarz criterion	1.206	Log likelihood	-26.803
Hannan-Quinn criter.	1.070	Deviance	53.605
Restr. deviance	95.640	Restr. log likelihood	-47.820
LR statistic	42.035	Avg. log likelihood	-0.388
Prob(LR statistic)	0.000		

Obs with Dep=0	34	Total obs	69
Obs with Dep=1	35		

Beklenti yönetimindeki başarı DEGİSİRORAN değişkeninin katsayısının zamana göre değişimi incelenerek de ortaya koyulabilir. Bu amaçla 2005 yılı ocak ayından 2010 yılı Eylül ayına kadar olan 69 aylık veri setinin ilk baştan itibaren 30 adedi ile başlayarak gözlem sayısının birer birer artırılması sonucunda toplam 39 adet probit modeli elde edilmiş ve bu modelde bulunan katsayı ve bu katsayının z-değerleri raporlanmıştır. Bu sonuçlar Grafik 4.8’de gösterilmektedir. Buna göre, bağımsız değişken katsayısı yaklaşık olarak 0.022 ile 0.031 arasında değişkenlik göstermekte olup en yüksek değeri küresel krizden hemen önce 2008 yılı Haziran ayında almıştır.

Tüm dünyada reel ve finansal sektör üzerinde etkili olan kriz sırasında piyasadaki bilgi kirliliği neticesinde TCMB'nin para politikası faizlerindeki değişim zamanlaması konusunda beklentilerin yönlendirilebilme gücü azalsa da böylesine bir belirsizlik döneminde dahi radikal bir düşüş göstermeyen katsayı 2008 sonrasında tekrar artışa geçmiş ve 2010 yılı Eylül ayı itibarı ile 0.0263 değerini almıştır. Bunlara ek olarak Grafik 4.8'de de görüldüğü gibi her yapılan 39 regresyonda bulunan katsayıların hepsinin z-değeri 1.96 değerinden yüksek olup yüzde 99 güvenilirlik seviyesinde anlamlıdırlar.

Grafik 4.8: Bağımsız Değişken Katsayısının Gelişimi (DEGISIRORAN)



Tablo 4.4: Probit Sonuçları (2. Bağımlı Değişken)

Bağımlı Değişken: PF_01_ART
Metot: ML - Binary Probit
Örnekleme: 2005M01 2010M09
Gözlem Sayısı: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
ARTARORAN	0.029	0.008	3.465	0.001
C	-2.179	0.401	-5.433	0.000

McFadden R-squared	0.458	Mean dependent var	0.058
S.D. dependent var	0.235	S.E. of regression	0.182
Akaike info criterion	0.298	Sum squared resid	2.224
Schwarz criterion	0.363	Log likelihood	-8.274
Hannan-Quinn criter.	0.323	Deviance	16.548
Restr. deviance	30.546	Restr. log likelihood	-15.273
LR statistic	13.998	Avg. log likelihood	-0.120
Prob(LR statistic)	0.000		

Obs with Dep=0	65	Total obs	69
Obs with Dep=1	4		

4.4. Para Politikası Faiz Oranlarındaki Artışların Öngörülebilirliği

İkinci olarak, bağımlı değişken olarak politika faiz oranının artıp artmadığı (PF_01_ART) ve bağımsız değişken olarak da artar diyen uzmanların yüzdesi (ARTARORAN) alınarak probit modeli ile regresyon yapılmış ve Tablo 4.4'deki sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo 4.4'deki sonuçlar incelendiğinde ARTARORAN değişkeninin kuvvetli bir yüksek güvenilirlik düzeyinde anlamlı olduğu ve pozitif işaretli olduğu gözlemlenmektedir. Bu nedenle piyasa oyuncuları içinde para politikası faiz oranlarının artacağı beklentisinin oluşması faiz oranlarının artış olasılığını artırmaktadır. Başka bir ifadeyle, piyasa oyuncuları politika faiz oranlarının artışını genellikle doğru tahmin edebilmektedir. McFadden-R² değeri yüzde 45.8'dir. Bunlara ek olarak, elde edilen regresyon sonuçları kullanılarak piyasa oyuncuları içindeki değişir diyenlerin oranındaki artışın faiz oranındaki değişim olasılığına ortalama marjinal katkısı hesaplanabilir.

$$\begin{aligned} \partial \Phi(x_i' \beta) / \partial x_{ik} &= \phi(x_i' \beta) \cdot \beta_k \\ &= 0.57 \times 0.029 = 0.017 \end{aligned}$$

Yukarıdaki sonuçtan da anlaşılacağı gibi piyasadaki artış beklentisindeki yüzde 1'lik artış, para politikası faiz oranının ortalama artış olasılığını yüzde 1.7 oranında artırmaktadır.

Tablo 4.5'te Tablo 4.4'de sonuçları gösterilen probit modelinin tahmin başarı sınaması yapılmaktadır. Buna göre, piyasa para politikası faizlerindeki toplam 4 artışın 2 adedini, 65 adet artmayışın 64'ünü doğru bir şekilde tahmin etmiştir. Bu anlamda piyasanın tahmin başarısı yüzde 96 oranında gerçekleşmiştir.

Beklentilerdeki değişimin seneler boyunca farklılaşıp farklılaşmadığı, yıllar için kukla değişkenler eklenerek de analiz edilmiş ve söz konusu kukla değişkenler eklendikten sonra oluşan durum Tablo 4.6'da sunulmuştur. Burada önceki uygulamadan farklı olarak uygulanan 2005 ve 2006 seneleri için ortak bir kukla değişkenin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı gözlemlenmektedir. Diğer bir deyişle, örtük ve açık enflasyon

hedeflemesi rejimi altında geçirilen senelerdeki bekleyiş yönetimindeki başarı diğer senelerden istatistiksel olarak ayrılmamaktadır.

Tablo 4.5: Tahmin Başarı Sınaması

Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification
Success cutoff: C = 0.5

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)≤C	64	2	66	65	4	69
P(Dep=1)>C	1	2	3	0	0	0
Total	65	4	69	65	4	69
Correct	64	2	66	65	0	65
% Correct	98.46	50.00	95.65	100.00	0.00	94.20
% Incorrect	1.54	50.00	4.35	0.00	100.00	5.80
Total Gain*	-1.54	50.00	1.45			
Percent Gain**	NA	50.00	25.00			

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
E(# of Dep=0)	62.94	2.15	65.09	61.23	3.77	65.00
E(# of Dep=1)	2.06	1.85	3.91	3.77	0.23	4.00
Total	65.00	4.00	69.00	65.00	4.00	69.00
Correct	62.94	1.85	64.79	61.23	0.23	61.46
% Correct	96.83	46.18	93.90	94.20	5.80	89.08
% Incorrect	3.17	53.82	6.10	5.80	94.20	10.92
Total Gain*	2.63	40.38	4.82			
Percent Gain**	45.34	42.87	44.10			

*Change in "% Correct" from default (constant probability) specification
**Percent of incorrect (default) prediction corrected by equation

Beklenti yönetimindeki başarı ARTARORAN değişkeninin katsayısının zamana göre değişimi incelenerek de ortaya koyulabilir. Bu amaçla 2005 yılı ocak ayından 2010 yılı Eylül ayına kadar olan 69 aylık veri setinin ilk baştan itibaren 30 adedi ile başlayarak gözlem sayısının birer birer artırılması ile toplam 39 adet probit modeli elde edilmiş ve bu modelde bulunan katsayı ve bu katsayının z-değerleri raporlanmıştır. Bu sonuçlar Grafik 4.9'de gösterilmektedir. Buna göre, bağımsız değişken katsayısı yaklaşık olarak 0.027 ile 0.042 arasında değişkenlik göstermekte olup en yüksek değeri küresel krizden hemen önce 2008 yılı Haziran ayında almıştır. Küresel kriz döneminde radikal bir düşüş göstermeyen katsayı 2008 sonrasında tekrar artışa geçmiş ve 2010 yılı Eylül ayı itibarı ile 0.0291 değerini almıştır. Bunlara ek olarak, Grafik 4.9'da da görüldüğü gibi her

yapılan 39 regresyonda bulunan katsayıların hepsinin z-değeri 1.96 değerinden yüksek olup yüzde 99 güvenilirlik seviyesinde anlamlıdılar.

Tablo 4.6: Probit Sonuçları (2. Bağımlı Değişken – Sene Kukla Değişkenli)

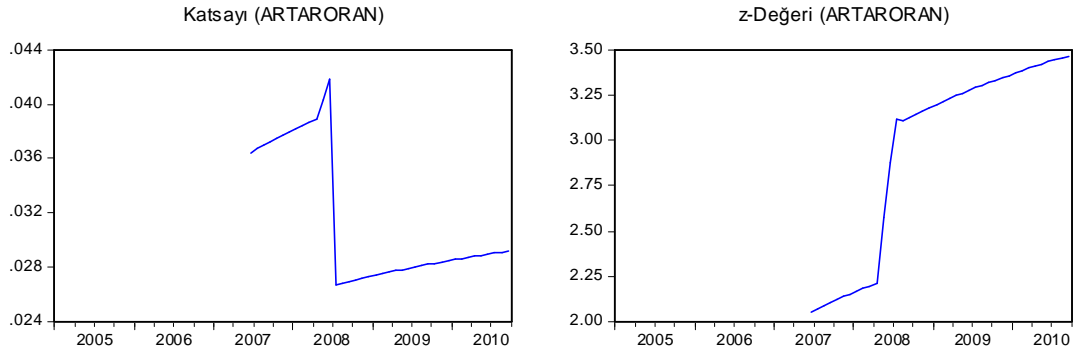
Bağımlı Değişken: PF_01_ART
Metot: ML - Binary Probit
Örnekleme: 2005M01 2010M09
Gözlem Sayısı: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.037	0.013	2.764	0.006
ARTARORAN	-3.237	1.292	-2.505	0.012
Y05Y06	1.408	1.212	1.162	0.245

McFadden R-squared	0.540	Mean dependent var	0.058
S.D. dependent var	0.235	S.E. of regression	0.179
Akaike info criterion	0.291	Sum squared resid	2.119
Schwarz criterion	0.388	Log likelihood	-7.031
Hannan-Quinn criter.	0.329	Deviance	14.062
Restr. deviance	30.546	Restr. log likelihood	-15.273
LR statistic	16.484	Avg. log likelihood	-0.102
Prob(LR statistic)	0.000		

Obs with Dep=0	65	Total obs	69
Obs with Dep=1	4		

Grafik 4.9: Bağımsız Değişken Katsayısının Gelişimi (ARTARORAN)



4.5. Para Politikası Faiz Oranlarındaki Azalışların Öngörülebilirliği

Son olarak, bağımlı değişken olarak politika faiz oranının azalıp azalmadığı (PF_01_AZA) ve bağımsız değişken olarak da azalır şeklinde görüş bildiren uzmanların yüzdesi (AZALIRORAN) alınarak probit modeli ile regresyon yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo 4.7: Probit Sonuçları (3. Bağımlı Değişken)

Bağımlı Değişken: PF_01_AZA
Metot: ML - Binary Probit
Örneklem: 2005M01 2010M09
Gözlem Sayısı: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AZALIRORAN	0.035	0.007	4.817	0.000
C	-1.210	0.253	-4.785	0.000

McFadden R-squared	0.563	Mean dependent var	0.449
S.D. dependent var	0.501	S.E. of regression	0.308
Akaike info criterion	0.660	Sum squared resid	6.349
Schwarz criterion	0.725	Log likelihood	-20.762
Hannan-Quinn criter.	0.685	Deviance	41.524
Restr. deviance	94.943	Restr. log likelihood	-47.471
LR statistic	53.419	Avg. log likelihood	-0.301
Prob(LR statistic)	0.000		

Obs with Dep=0	38	Total obs		69
Obs with Dep=1	31			

Tablo 4.7'deki sonuçlar incelendiğinde AZALIRORAN değişkeninin kuvvetli bir yüksek güvenilirlik düzeyinde anlamlı olduğu ve pozitif işaretli olduğu gözlemlenmektedir. Bu nedenle piyasa oyuncuları içinde para politikası faiz oranlarının azalacağı beklentisinin oluşması faiz oranlarının azalış olasılığını artırmaktadır. Başka bir ifadeyle, piyasa oyuncuları politika faiz oranlarının azalışını genellikle tahmin edebilmektedir. Ayrıca yukarıdaki diğer sonuçlarda olduğu gibi yüzde 56 olan McFadden-R² değeri dikkat çekmektedir. Bunlara ek olarak elde edilen regresyon sonuçları kullanılarak piyasa oyuncuları içindeki azalır diyenlerin oranındaki artışın faiz oranındaki azalış olasılığına ortalama marjinal katkısı aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanabilir.

$$\frac{\partial \Phi(x_i' \beta)}{\partial x_{ik}} = \phi(x_i' \beta) \cdot \beta_k$$

$$= 0.90 \times 0.035 = 0.032$$

Yukarıdaki sonuçtan da anlaşılacağı gibi piyasadaki azalış beklentisindeki yüzde 1'lik artış para politikası faiz oranının ortalama azalış olasılığını yüzde 3.2 oranında artırmaktadır.

Tablo 4.8'de Tablo 4.7'de sonuçları gösterilen probit modelinin tahmin başarı sınaması yapılmaktadır. Buna göre, piyasa uzmanları para politikası faizlerindeki toplam 31 azalışın 24'ünü, 38 adet azalmayışın 36'sını doğru bir şekilde tahmin etmiştir. Bu anlamda piyasanın tahmin başarısı yüzde 87 oranında gerçekleşmiştir.

Tablo 4.8: Tahmin Başarı Sınaması

Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification
Equation: P3_1
Date: 11/11/10 Time: 10:29
Success cutoff: C = 0.5

	Estimated Equation		Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1
P(Dep=1)≤C	36	7	43	38	31
P(Dep=1)>C	2	24	26	0	0
Total	38	31	69	38	31
Correct	36	24	60	38	0
% Correct	94.74	77.42	86.96	100.00	0.00
% Incorrect	5.26	22.58	13.04	0.00	100.00
Total Gain*	-5.26	77.42	31.88		
Percent Gain**	NA	77.42	70.97		

	Estimated Equation		Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1
E(# of Dep=0)	31.80	6.17	37.97	20.93	17.07
E(# of Dep=1)	6.20	24.83	31.03	17.07	13.93
Total	38.00	31.00	69.00	38.00	31.00
Correct	31.80	24.83	56.64	20.93	13.93
% Correct	83.69	80.11	82.08	55.07	44.93
% Incorrect	16.31	19.89	17.92	44.93	55.07
Total Gain*	28.62	35.18	31.57		
Percent Gain**	63.71	63.88	63.79		

*Change in "% Correct" from default (constant probability) specification
**Percent of incorrect (default) prediction corrected by equation

Beklentilerdeki değişimin seneler boyunca farklılaşp farklılaşmadığı, yıllar için kukla değişkenler eklenerek analiz edilebilir. Söz konusu kukla değişkenler eklendikten sonra oluşan durum Tablo 4.9’da sunulmuştur. 2010 yılı baz olmak üzere uygulanan yıl kukla değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Diğer bir deyişle yıllara göre beklentilerin yönetim düzeyinde herhangi bir değişim olmamaktadır.

Tablo 4.9: Probit Sonuçları (3. Bağımlı Değişken – Sene Kukla Değişkenli)

Bağımlı Değişken: PF_01_AZA
Metot: ML - Binary Probit
Örneklem: 2005M01 2010M09
Gözlem Sayısı: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AZALIRORAN	0.042	0.015	2.877	0.004
C	-1.221	0.553	-2.207	0.027
Y05	-0.457	0.963	-0.474	0.635
Y06	-0.234	0.774	-0.302	0.763
Y07	0.004	0.779	0.005	0.996
Y08	0.392	0.725	0.542	0.588
Y09	-0.720	1.496	-0.482	0.630

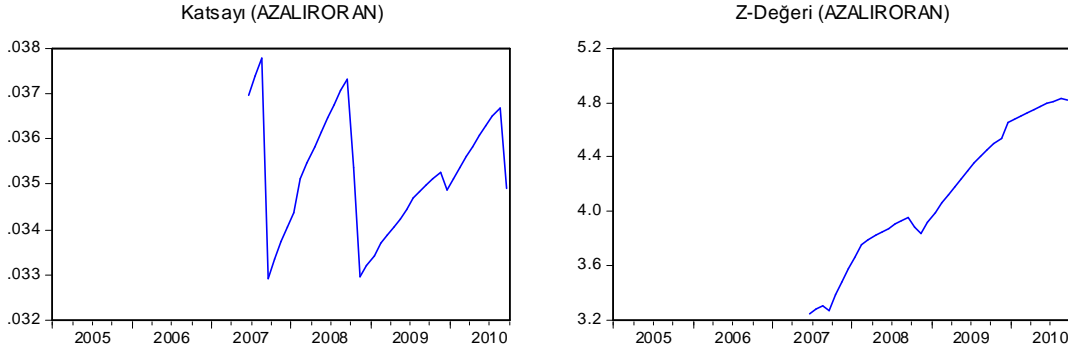
McFadden R-squared	0.577	Mean dependent var	0.449
S.D. dependent var	0.501	S.E. of regression	0.317
Akaike info criterion	0.785	Sum squared resid	6.219
Schwarz criterion	1.011	Log likelihood	-20.068
Hannan-Quinn criter.	0.874	Deviance	40.136
Restr. deviance	94.943	Restr. log likelihood	-47.471
LR statistic	54.807	Avg. log likelihood	-0.291
Prob(LR statistic)	0.000		

Obs with Dep=0	38	Total obs	69
Obs with Dep=1	31		

Beklenti yönetimindeki başarı AZALIRORAN değişkeninin katsayısının zamana göre değişimi incelenerek de ortaya koyulabilir. Bu amaçla 2005 yılı ocak ayından 2010 yılı Eylül ayına kadar olan 69 aylık veri setinin ilk baştan itibaren 30 adedi ile başlayarak gözlem sayısının birer birer artırılması toplam 39 adet probit modeli elde edilmiş ve bu modelde bulunan katsayı ve bu katsayının z-değerleri raporlanmıştır. Bu sonuçlar Grafik 4.10’da gösterilmektedir. Buna göre, bağımsız değişken katsayısı yaklaşık olarak 0.033 ile 0.038 arasında değişkenlik göstermekte olup en yüksek değeri 2007 yılı Ağustos ayında ve 2008 yılı Kasım ayında almıştır. Küresel kriz döneminde radikal bir

düşüş göstermeyen katsayı 0.33 seviyelerine kadar geriledikten sonra 2008 sonrasında tekrar artışa geçmiş ve 2010 yılı Eylül ayı itibarı ile 0.035 değerini almıştır. Bunlara ek olarak Grafik 4.10'da da görüldüğü gibi her yapılan 39 regresyonda bulunan katsayıların hepsinin z-değeri 1.96 değerinden yüksek olup yüzde 99 güvenilirlik seviyesinde anlamlıdır.

Grafik 4.10: Bağımsız Değişken Katsayısının Gelişimi (AZALIRORAN)



4.6. Değerlendirme

Bu bölümde 2006 sonrasında uygulanan enflasyon hedeflemesi döneminde, TCMB'nin para politikası kararlarının öngörülebilirliği, aktarım mekanizması çerçevesinde sınırlı bağımlı değişken modellerinden (Models with Limited Dependent Variables) probit modeli ile analiz edilmiştir.

TCMB'nin para politikası kararlarının öngörülebilirliği para politikası aktarım mekanizması kapsamında analiz edilmiş ve Merkez Bankasının bu dönemdeki para politikası kararlarının yön ve şiddetinin piyasa tarafından başarılı bir şekilde öngörülebildiği sonucuna ulaşılmıştır. Sonuçlara göre piyasanın para politikası faiz oranlarının değişim zamanı ve şiddeti ile ilgili öngöruları genellikle doğrulanmaktadır. Piyasada faiz artırımı beklentilerinin arttığı dönemde faizlerin artırılmış olması piyasadaki koşulların olduğu kadar, TCMB'nin hazırladığı raporlar, yetkililerinin yaptığı konuşmalar ve sunduğu veri setlerinin de yardımıyla sağlanan öngörülebilirlik neticesinde gerçekleşmektedir.

Merkez bankası para politikası kararlarının öngörülebilirliğinin enflasyon hedeflemesi rejimi dönemindeki seyri hakkında fikirler elde etmek için yapılan (her bir bağımlı değişken için 39 olmak üzere) toplam 117 regresyonun sonuçları değerlendirildiğinde, gibi, TCMB'nin, 2006 sonrasında uyguladığı rejimin en önemli koşullardan biri olan kredibl yapının oluşması için gerekli olan öngörülebilir karar alma mekanizmasını piyasaya yerleştirdiği söylenebilir. Söz konusu öngörülebilirlik 2008 yılının son çeyreğinde yaşanan küresel kriz döneminde az da olsa düşse de mevcut patikasını korumuştur.

Politika kararları öngörülebilir olan merkez bankasının güvenilirliği daha da artacağından, geleceğe yönelik beklentileri yönetmesi daha etkin olacaktır. Bu bağlamda, TCMB enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kurduğu öngörülebilir, şeffaf ve güvenilir yapı sayesinde beklentilerin geçmişe endekslenmesi sonucu oluşan enflasyonist ataleti kırarak, geleceğe yönelik beklentilerin ortaya konulması ve piyasa bekleyişlerinin bu beklentilerle örtüşmesini sağlamada etkinliğini artıracaktır. TCMB'nin koyduğu hedeflerle uyumlu bekleyişler ise para politikası aktarım mekanizmasının her aşamasının sağlıklı ve etkin işlemesi için vazgeçilmez bir koşuldur.

SONUÇ

Geçmişten günümüze değin gerek dünya ekonomisinde gerekse iktisat teorisinde yaşanan gelişmeler para politikalarını fiyat istikrarı, tam istihdam, faiz oranı, ekonomik büyüme ve ödemeler dengesi gibi çeşitli amaçlara yöneltmiştir. Söz konusu gelişmelere bağlı olarak gerek iktisatçılar gerekse merkez bankacıları arasında, para politikasının uzun dönemde sadece fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olabileceğinden hareketle, uzun vadede para politikasının nihai amacının fiyat istikrarı olması gerektiği konusunda geniş bir mutabakat sağlanmıştır.

Para politikasının amacı olarak fiyat istikrarının anlamı konusunda, gerek iktisat teorisyenlerinin gerekse politika yapıcılarının yaptığı tartışmanın özünü fiyat istikrarı ile tutarlı optimal enflasyon oranının ne olduğu oluşturmaktadır. Fiyat endekslerindeki ölçüm sorunları, deflasyondan kaynaklanan asimetrik tehlike meseleleri çerçevesinde yapılan akademik tartışmalar ve gelişmiş ülkelerdeki para politikası uygulamaları dikkate alındığında fiyat istikrarı kavramıyla yüzde 1-3 aralığında, düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının kastedildiği anlaşılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise ekonomik ve yapısal koşullar dikkate alındığında enflasyon oranının yüzde 4 ila 6 arasında olması halinde fiyat istikrarına ulaşıldığı düşünülmektedir. Özellikle ifade etmek gerekir ki, fiyat istikrarı olarak kabul edilen enflasyon oranları; fiyatlar genel düzeyinin iktisadi birimlerin yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymayacakları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ve bunun devamlılık arz etmesini ifade etmektedir.

Para politikası nihai amaç olarak fiyat istikrarını sağlamayı taahhüt ettiğinde, bu amacı yerine getirmede hangi stratejinin kullanılacağı öteden beri hep tartışma konusu olmuştur. Fiyat istikrarının sürdürülebilir büyümenin olmazsa olmaz koşulu olduğunun anlaşılmasıyla, politika yapıcıları fiyat istikrarını sağlamak için geleneksel para politikası stratejilerini uygulamışlardır. Ara hedef yaklaşımı olarak da bilinen bu stratejilerde faiz oranı, para miktarı veya döviz kuru gibi değişkenler nominal çıpa olarak kullanılmıştır. Çıpa olarak seçilen değişkenin fiyat istikrarı ile yüksek korelasyona sahip olması aranan temel ölçüt olmuştur. Ancak, alternatif para politikası

stratejileri olarak da değerlendirilen parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejileri deneyiminden alınan olumsuz sonuçlar politika yapıcıları yeni arayışlara itmiştir. Bu stratejilerden olan döviz kuru hedeflemesi deneyimleri, iç ekonomik koşullara uyumlu aktif bir para politikasından yoksun olunması, spekülatif saldırılara açıklık, finansal krizlere yol açma, şeffaflık ve hesap verebilirliğin zayıflığı nedenleriyle gelişmiş ekonomiler ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunda başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Çünkü döviz kurunun uzun süre çıpa olarak kullanılması, nisbi fiyat yapısını bozarak ekonomideki dengesizlikleri ve enflasyon beklentilerini beslediğinden, döviz kuru hedeflemesinin uzun süre devam ettirilmesi mümkün olmamıştır. Dolayısıyla döviz kuru hedeflemesi uzun vadeli olmaktan çok, geçici bir süre için uygulanabilecek bir strateji özelliği taşımaktadır. Parasal hedefleme stratejisinde ise, parasal büyüklüklerle enflasyon arasındaki istikrarlı ilişkinin ortadan kalkması nedeniyle parasal çıpa şeffaflık ve hesap verebilirlik koşullarını yerine getirme niteliğini kaybetmiş, uygulanmakta olan ülkelerin çoğunda terk edilmiştir.

Bununla beraber literatürde oluşan ampirik birikim, ekonomide istikrara yönelik uygulanan stratejilerin belirli mekanizmalar yoluyla işlediğini ortaya koymuştur. Burada gündeme gelen para politikası aktarım mekanizması para politikası ile reel ekonomi arasındaki etkileşimi göstermektedir. Gerek teoride gerekse uygulamada oldukça karışık olan bu mekanizmanın işleyişi genel olarak iki adımda izah edilebilir. Birinci adım; para politikası uygulamalarındaki değişimlerin piyasa faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi finansal piyasa koşullarına aktarımını belirlemekte, ikinci adımda ise finansal piyasa şartlarındaki değişimler üretim seviyesi ve enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Enflasyonla mücadele politikalarında para politikasının etkinliğinin sağlanmasında aktarım mekanizmasının düzenli ve doğru kanaldan çalışması oldukça önemlidir.

Diğer taraftan, para politikası aktarım mekanizmasının ideal işleyişi her zaman geçerli olmamaktadır. Zaman zaman bu işleyişi etkileyen bazı unsurlar ortaya çıkabilmektedir. Şöyle ki; fiyat katılıkları nedeniyle fiyatların sinyal etkisini gösterememesi, fiyatları yönetilen-yönlendirilen ürünlerin fiyat endekslerindeki ağırlılığının yüksek olması, finansal sistemin derinliği ve gücü, ekonomik sözleşmelerin vadesi, sermaye

hareketlerinin serbestliği ve hane halkları ile firmaların finansman yapıları kısa vadeli faiz oranlarındaki değişikliklerin ekonomiyi ne şekilde etkileyeceği hususunda belirleyici olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, söz konusu değişkenlerin gelecekte ne şekilde değişikliğe uğrayacağı ve bunun üretim ve enflasyon üzerinde nasıl bir etki doğuracağı para politikası kararları açısından oldukça önemlidir.

Öte yandan para politikası aracının seçimi politika etkinliği bakımından oldukça önemlidir. Zira politika yapıcısı üretim düzeyi ve enflasyon hedefini etkileyen unsurları önceden tahmin edememektedir.

Bu bağlamda para politikası aktarım mekanizmasına literatürde özel önem atfedilmektedir. Buradaki temel saik, öncelikle para politikasının hangi ekonomik ve finansal dinamikler üzerinde etkili olduğunu anlamak, reel ve finansal sektör arasındaki bağla ilgili bilgileri geliştirmektir. İkincisi, aktarım kanallarını daha iyi anlamak para otoritelerinin finansal değişkenleri daha iyi yorumlamasına ve bu değişkenlerdeki değişmeleri daha iyi değerlendirmesine yardımcı olmaktadır. Son olarak, para politikası aktarım mekanizmaları hakkında daha fazla bilgiyi, daha iyi hedef seçimini sağlamaktadır. Ancak para politikası uygulamalarının zaman zaman istenmeyen ya da öngörülemeyen bazı sonuçlara da yol açtığı gözlenmiştir. Bu anlamda merkez bankalarının parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesine dayalı stratejileri etkili bir şekilde kullanamamalarının ortaya çıkardığı sorunları aşmak üzere, para politikası uygulayıcıları yeni strateji arayışlarına yönelmişlerdir. Bu arayışlar sonucunda 1990'lı yılların başında daha önce hiç bir ülkede ve dönemde uygulanmamış enflasyon hedeflemesi stratejisi ortaya çıkmıştır.

Son yıllarda küresel piyasalardaki belirsizliklerin artması ve finansal yapıların değişmesiyle birlikte, fiyat istikrarı sağlayan politikaların minimum maliyetle gerçekleşme zorunluluğu şeffaf para politikalarını kaçınılmaz kılmıştır. Şeffaf bir para politikası; politika amaçlarının sınıflandırılması (tek amacın fiyat istikrarı olması gibi), finansal piyasaların işleyişinin geliştirilmesi, merkez bankasının güvenilirliğinin artırılması ve para politikalarının politik baskılardan arındırılması gibi fırsatları sunmaktadır. Son yıllarda birçok merkez bankası para politikasını daha şeffaf bir hale

getirme gayreti içine girmiş ve kamuoyuna daha fazla bilgi aktarma yoluyla para politikalarının açık bir şekilde ilan edildiği enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi; hükümet, merkez bankası veya her ikisinin birlikte karar verdiği enflasyon oranı için belli bir zaman boyutu içerisinde gerçekleştirmek amacıyla resmi, niceliksel bir hedefin veya hedef aralığının kamuoyuna ilan edilmesidir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde merkez bankasının üstlenmiş olduğu sorumluluk, para politikasının gelecekte izleyeceği seyir ile ilgili belirsizlikleri azaltarak, merkez bankasının güvenilirliğini ve hesap verebilirliğini artırmaktadır. Bu yaklaşımda merkez bankası bağımsız bir şekilde herhangi bir siyasi baskıya maruz kalmadan, parasal göstergelerden elde edilen verilerin değerlendirmesini yaparak ve enflasyon beklentilerini de göz önüne alarak para politikasına yön vermektedir. Bunu yaparken; gelecekteki enflasyon oranı hakkında tahmin yürütür, tahminleri hedeflenen enflasyonla karşılaştırır. Tahminle hedef arasındaki fark para politikasının ne şekilde ayarlanması gerektiğini ortaya koyar. Dolayısıyla merkez bankası para politikası uygulamasından birinci derecede sorumludur.

Türkiye ekonomisinin enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmeden önce, 1970’li yıllardan itibaren yaşadığı kronik enflasyon sürecinin temel dinamiklerinin nelerden oluştuğuna bakmak enflasyonla mücadele ve fiyat istikrarına yönelik politikaları sağlıklı değerlendirmek açısından önemlidir. Söz konusu dinamikler; mali dolarizasyon, döviz kuru ve enflasyon ilişkisi, yüksek kamu açıkları ve iç borçlanma, geçmişe odaklı bekleyişler, kamu fiyatları (yönetilen- yönlendirilen fiyatlar), enflasyonun kazandığı atalet ve sonu getirilemeyen istikrar programlarından oluşmaktadır. Öte yandan, enflasyonla mücadele politikalarında Türkiye ekonomisi fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümeyi bir politika önceliği olarak benimsememiş, bu durum başarıyı etkileyen en önemli faktör olmuştur. TCMB’nin para politikası uygulamalarında fiyat istikrarından ziyade, var olan makro ekonomik dengeleri korumak ve krizin oluşmasını önlemek amacıyla kur istikrarı ve finansal istikrar gibi diğer amaçlara yönelmesi bunun en önemli göstergesidir. Dolayısıyla Türkiye ekonomisinde uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi deneyiminin başarısını bu politik atmosferle birlikte değerlendirmek gerekir. Gerek parasal hedefleme gerekse döviz kuru hedeflemesi, fiyat

istikrarına odaklanmaktan ziyade, yüksek ve kronik enflasyonun kontrol altına alınmasını öncelikli hedef olarak görmüştür. Böyle bir tercih enflasyon bekleyişleri ve para politikasının kredibilitesi açısından bir çıpa işlevi görmemiştir.

Türkiye’de parasal hedefleme deneyimi incelendiğinde, makro ekonomik dengesizlikler, siyasal belirsizlikler, dış şoklar ve özellikle finansal baskınlık nedeniyle parasal hedefleme stratejisinin istikrarlı olarak uygulanamadığı görülmektedir.

Nitekim, söz konusu olumsuzlukların göreceli olarak hafiflediği dönemlerde (1990 yılı para programı boyunca ve 1998 yılı para programının ilk altı ayında) TCMB açıkladığı parasal hedefleri yakalamada başarılı olmuştur. Diğer dönemlerde 1991 yılı ve 1993-97 dönemine benzer şekilde, ya program ilan edilememiş ya da 1992 programı ve 1998 yılı programının ikinci altı ayında olduğu gibi hedefler revize edilmiş veya terk edilmiştir. TCMB’nın açıkladığı para programları bağımsız bir şekilde fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi amacıyla, kamu finansmanını kolaylaştırma, finansal sisteme istikrar kazandırma, döviz kurlarının istikrarını sağlama ve Merkez Bankası bilançosunu iyileştirme amaçlarına hizmet etmiştir. Böyle bir tercih iktisadi birimlerin para politikasına olan güvenlerinin aşınmasına neden olmuştur.

Türkiye’de 2000 yılında gündeme gelen döviz kuru hedefleme stratejisi deneyimi dünyada uygulanan döviz kuru bazlı istikrar programlarının genel karakteristiklerini aynen göstermiştir. Bu doğrultuda, program ilanının hemen ardından faiz oranları hızla düşmüş, iç talep canlanmış, borsa hızla yükselmiş, enflasyon oranının kur sepetine uygulanan devalüasyon oranının üzerinde kalmasıyla ithalat patlaması yaşanmış ve ekonomi hızla büyümüştür. Ancak 2000 yılı sonunda ulaşılması hedeflenen kur sepetindeki yüzde 20’lik artış oranının Ağustos ayında aşılması ve dış ticaret dengesindeki açıkların hızla artmasıyla bekleyişler kötüleşmeye başlamıştır. Bunun yanında yılın ikinci yarısından itibaren yapısal reformların yapılamaması ve özelleştirmelerin gerçekleştirilememesi ve IMF kredisinde erteleme kararı iyimserliğin kaybolmasına neden olmuştur. Bu sürecin sonunda faizler yükselmeye başlamıştır. Bu durum, önceleri faizlerin daha da aşağı düşeceği umuduyla açık pozisyonlarını artırarak devlet iç borçlanma senetlerine yatırım yapan bankaları ödeme güçlüğü konusunda zor

durumda bırakmıştır. Bu sürecin sonunda Kasım 2000’de likidite krizi çıkmıştır. Bunu takiben siyasi tartışmaların da etkilediği Şubat 2001 krizi, mali kırılganlığın da etkisiyle döviz krizi haline dönüşmüş ve döviz kuru hedeflemesi terk edilerek dalgalı kura geçilmiştir.

Türkiye 30 yılı aşkın bir sürede para politikasının değişik formlarını uygulamak suretiyle parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinden sonra, dış şoklara karşı yeterince esnek olduğu bilinen dalgalı döviz kuru rejimi ile birlikte enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemiştir.

Şubat 2001’de yaşanan krizin ardından 2002–2004 dönemini kapsayacak şekilde yürürlüğe konulan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizilmiştir. Nitekim TCMB’nın 2 Ocak 2002 tarihli “2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler” duyurusu ile para politikası stratejisinde ilk önce örtük enflasyon hedeflemesi daha sonra da açık enflasyon hedeflemesine geçiş benimsenmiştir. Enflasyon hedeflemesine geçişin aşamalı olmasına bağlı olarak gerekli şartların oluşmasıyla 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin aşamalı olarak benimsenmesi bazı nedenlere dayanmaktadır. Bunlardan ilki, enflasyon hedeflemesi stratejisinin koşullarının mevcut olmadığı düşüncesidir. İkinci neden ise, kronik enflasyon ortamında para talebinin tahmininin zorlukları ve parasal göstergelerle enflasyon arasındaki ilişkinin genelde istikrarlı olmaması yüzünden salt parasal hedefleme ile enflasyonla mücadelenin yeterli olmayacağı kanısıdır. Ayrıca para politikasının etkinliğini kısıtlayan ve para politikası aktarım mekanizmasının işleminde engel oluşturan unsurların ortadan kalkması ve para politikasında kredibilitenin sağlanması beklenmiştir. Nitekim bu süreçte enflasyon hedeflemesinin yasal-kurumsal unsurları itibarıyla TCMB’nın araç bağımsızlığının sağlandığı, şeffaflık-iletişim prosedürleri ve hesap verebilirlik mekanizmalarının oluşturulduğu ve belirli operasyonel adımların atıldığı gözlenmiştir. Buna bağlı olarak yüksek seyreden enflasyon 2002-2005 döneminde yüzde 70’ler den yüzde 8’lere kadar inmiş ve para politikasının kredibilitesinde artış sağlanmıştır.

Bu dönemde para politikasının etkinliğini kısıtlayan temel faktörlerin başında mali baskınlık gelmektedir. Güven kaybına uğramış, yüksek borç yükü taşıyan, vadelerin

kısa ve borcun büyük bir bölümünün değişken ya da dövizde endeksli olduğu bir ekonomide, merkez bankasının kısa vadeli faizleri politika aracı olarak kullanmasıyla faizler genel düzeyini etkilemek kolay değildir. Zira bu tip ekonomilerde faizler ve döviz kurları çeşitli iç ve dış şoklara karşı son derece yüksek duyarlılık göstermektedir.

Söz konusu değişkenlerin oynaklığı, gerek ekonomiye gelen şokların yarattığı etkilerin öngörülebilme kalitesini, gerekse para politikası aktarım mekanizmalarının etkinliğini azaltabilmektedir.

Yapılan değerlendirmeler ışığında, TCMB'nin açık enflasyon hedeflemesine geçişteki zamanlamasının doğru olduğu düşünülmektedir. Merkez Bankası'nın açık enflasyon hedeflemesine geçmesinin önündeki engellerin zayıflaması, operasyonel hareket serbestisini artırmıştır. Öte yandan Türkiye'de enflasyon oranlarında, döviz kurlarında, üretim ve istihdamda büyük dalgalanmalar yaşanma olasılığını azaltmak ve aynı zamanda kamuoyu desteğine sahip olabilmek için enflasyon hedefi nokta hedef olarak açıklanmış, bununla birlikte bu hedef etrafında ± 2 puan belirsizlik aralığı belirlenmiştir. TCMB bu esneklik sayesinde olası dalgalanmaların yol açabileceği kredibilite ve toplum desteği kaybını önlemeyi hedeflemiştir. Açık enflasyon hedeflemesinin uygulandığı son beş yıl içinde para politikasının kontrolü dışındaki faktörlere (gıda ve enerji fiyatlarının artışı, küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması ve 2008 sonrasında iyice belirginleşen global finansal kriz) bağlı olarak yaşanan gelişmelere karşın, TCMB'nin para politikasının kurumsallaştırılması yolunda önemli mesafe katedildiğini belirtmek gerekir. Bu kurumsallaşma doğrultusunda uygulanacak politikalar kamuoyuna önceden duyurulmaktadır. TCMB temel iletişim aracı olan enflasyon raporu aracılığıyla enflasyonu etkileyen unsurlara bakışını ve enflasyon görünümüne ilişkin değerlendirmelerini sunmakla topluma karşı şeffaflığını artırmaktadır. Böylece toplumun para politikası konusundaki bilinç düzeyi yükselmekte, merkez bankasının ilan edilenin dışında bir hedefinin olmadığı daha iyi anlaşıldığından toplumun karşılaşılabileceği eksik bilgi durumu ortadan kalkmakta, belirsizlikler azalmakta, merkez bankasının toplum karşısındaki güvenilirliği artmaktadır. Güvenilirlik arttığında özel kesim beklentileri daha iyi yönetilmekte, bu sayede enflasyon hedefine ulaşmak kolaylaşmakta ve daha az maliyetli olmaktadır. TCMB aynı

zamanda bağımsızlığı tamamlayan bir unsur olarak hesap verilebilirlik çerçevesinde, gerçekleşen enflasyonun hedeften sapması halinde sapmanın nedenlerini ve alınması gereken önlemleri kamuoyuna açıklamakla doğrudan sorumlu olmaktadır. Bu bağlamda enflasyon raporları, şeffaflık ve hesap verilebilirlik birbirlerine bağlı terimlerdir.

Yaşanan son global finansal krizde TCMB, kurumsallaşmanın getirisi olan kredibilitesinin de desteğiyle aldığı önlemlerin etkin bir biçimde uygulanmasını sağlamıştır. Diğer bir çok ülkede para politikası aktarım mekanizmaları krizin şiddeti nedeniyle tahrip olurken Türkiye’de para politikası aktarım mekanizmasının etkin biçimde çalıştığı gözlenmiştir. Nitekim bu dönemde, risk algulamalarındaki dalgalı seyre karşın para ve kredi piyasalarında oluşan faizlerin temel belirleyicisi TCMB’nin politika faizi olmuştur. Türkiye ekonomisinin normalleşme sürecindeki bu önemli aşamada kriz sürecinde uygulanan ihtiyatlı para politikası önemli rol oynamıştır.

Global finansal krizin mali piyasalar üzerindeki etkisinin hafiflemesiyle birlikte, TCMB 14 Nisan 2010 tarihinde kriz sırasında alınan likidite önlemlerinin geri alınmasını ve para politikasının operasyonel çerçevesini normalleştirmeyi içeren çıkış stratejisini açıklamıştır. TCMB kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeleri ve iktisadi faaliyetlerdeki toparlanma eğilimini de dikkate alarak kriz döneminde devreye sokulan geçici likidite desteklerini geri çekmiş, bu kapsamda piyasaya ihtiyacından fazla sağlanan likiditeyi kademeli olarak azaltırken zorunlu karşılık oranlarını artırmıştır.

Son beş yıldır enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kısa vadeli faizlerini temel politika aracı olarak kullanan TCMB, bu yolla aktarım mekanizmasının etkin bir şekilde işlemlerini sağlamayı amaçlamıştır.

Buradan hareketle, çalışmanın son bölümlerinde güncel veriler kullanılarak geçtiğimiz on yılda yürütülen yeni para politikası düzeninde para politikası aktarım mekanizmasının etkinliği ekonometrik modellerle analiz edilmiştir.

Para politikası faiz oranları, aktarım mekanizması yoluyla kredi faiz oranlarını etkilemektedir. Bu nedenle kredi faiz oranları ile politika faiz oranları arasındaki uzun

dönemli ilişkinin varlığı ve şiddeti para politikası aktarım mekanizmasının etkinliği açısından vazgeçilmez bir ön koşuldur. Bu ilişki çalışmada Otoregresif Dağıtılmış Gecikmeler Modeline (Auto Regressive Distributed Lag - ARDL) dayanan sınır testi yaklaşımı ile incelenmiş; ticari bankalarca kullanılan ihtiyaç kredisi, taşıt kredisi ve konut kredisi faiz oranları kredi faiz oranlarını temsil eden seriler olarak ele alınmıştır. Sonuçlara göre, para politikası faiz oranı ile kredi faiz oranları arasında uzun dönemli koentegrasyon ilişkisi mevcut olup sağlıklı bir aktarım mekanizması için gerekli önkoşul sağlanmaktadır. Ayrıca konut kredilerinin uzun dönemli krediler olması nedeniyle kısa dönemde değişimlerden diğer kredi faizlerine oranla daha az etkilendiği tespit edilmiştir. Kısa dönem yansıma düzeyi sırasıyla taşıt kredisi, ihtiyaç kredisi ve sonrasında da konut kredi faizlerine gidildikçe düşmektedir. Bu durum politika faiz oranlarındaki değişikliğin ilk etkisinin en yüksek taşıt kredilerinde gerçekleştiğini göstermekte olup ilk etki beklendiği üzere konut kredisi faiz düzeylerinde en az seviyededir.

Para politikası faizlerinin kısa dönemdeki işleyişinin belirlenmesi ise ancak diğer makro değişkenlerin de analize dahil edilmesi ile mümkün olduğundan, çok değişkenli zaman serisi analizlerinin uygulanması önem kazanmaktadır. Bu doğrultuda, öncelikle toplam talebin bir göstergesi olarak ele alınabilen gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH), ithal mal fiyatlarını etkileyen nominal kur seviyesi ve ekonomideki genel fiyat seviyesini gösteren tüketici fiyat endeksi (TÜFE) beraberce incelenerek Vektör Otoregresyon (VAR) ve Hata Düzeltme Modelleri (VEC) kapsamında değerlendirilmiştir. Tüm bu modellerden alınan etki-tepki analizleri para politikası aktarım mekanizmasının varlığı ve işleyiş düzeni konusunda ek kanıtlar sağlamaktadır.

Uzun dönem ilişkilerin VAR kapsamına dahil edilmesi sonucu gerçekleştirilen hata düzeltme modelleri ile para politikası faiz denkleminin hata terimine bir birimlik şok verilerek hesaplanan ve 24 aylık bir süre için tahmin edilen etki-tepki grafiklerinden çeşitli sonuçlar elde edilmiştir. Sonuçlara göre kredi faiz oranlarının söz konusu şoka beklendiği gibi pozitif tepki verdiği görülmektedir. Artan politika faizlerine tepki olarak ortalama nominal kur düştüğünden Türk lirası değer kazanmaktadır. Bunlara ek olarak politika faizlerinin yükselmesi neticesinde tüketici fiyat endeksi azalmaktadır. Bu

durum Merkez bankasının politika faizleri ile piyasayı beklediği yönde etkilediğine ve para politikasının etkin bir şekilde çalıştığına dair kanıt oluşturmaktadır.

Bilindiği gibi para politikası faiz oranlarının sabit kaldığı dönemlerde de faiz oranları belirli derecelerde oynaklıklar gösterebilmektedir. Söz konusu küçük oynaklıklar belirli bantlar dahilinde kategorize edilerek kesikli bir analiz ile para politikası faiz oranının kredi faizleri üzerindeki etkisinin yönü ve bu etkinin enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde gelişim patikası hakkında ek kanıtlar elde edilmiştir. Bu amaçla para politikası faiz oranları ile kredi faiz oranları arasındaki kısa dönemli ilişkinin yönü hakkında Sıralı Probit (Ordered Probit) Modelleri kapsamında kredi faiz oranı seviyeleri kategorize edilerek bir analiz gerçekleştirilmiştir. Buna göre, para politikası değişimlerinin her bir regresyonda pozitif ve yüzde 99 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olduğu gözlemlenmiş olduğundan bu durum, para politikası faiz değişimlerinin kredi faiz oranları üzerinde aynı yönlü etkide bulunduğuna dair ek bir kanıt oluşturmuştur. Söz konusu aynı yönlü etkinin gelişimini belirten sonuçlar incelendiğinde, enflasyon hedeflemesi rejimi süresince bu etkinin pozitif ve aynı yönlü olarak devam ettiği, 2008 yılının son üç ayında yaşanan global finansal krize bağlı olarak bir miktar düşüş göstermiş olsa da mevcut patikasını koruduğu anlaşılmaktadır.

Çalışmada uygulanan çeşitli modeller Türkiye ekonomisinde para politikası aktarım mekanizmasının varlığı, etkinliği, işleyişi ve gelişim süreci hakkında önemli güncel bilgi ve kanıtlar sağlamıştır. Aktarım mekanizmasının her aşamasının sağlıklı işlemesi için gerekli olan başarılı bir beklenti yönetimi için öngörülebilir bir merkez bankasının varlığının gerekliliği tartışılmazdır. Politika kararları öngörülebilir olan merkez bankasının güvenilirliği daha da artacağından, geleceğe yönelik beklentileri yönetmesi de daha etkin olacaktır. TCMB'nin etkin beklenti yönetimi için öncül koşullardan olan öngörülebilir bir yapıya sahip olup olmadığı ve bu yapının enflasyon hedeflemesi dönemindeki gelişimi sınırlı bağımlı değişken modellerinden (Models with Limited Dependent Variables) probit modeli ile analiz edilerek ayrıca beklenti yönetimindeki değişimler incelenmiştir. Sonuçlara göre piyasanın para politikası faiz oranlarının değişim zamanı ve şiddeti ile ilgili öngöruları genellikle doğrulanmaktadır. Örneğin; piyasada faiz artırım beklentilerin arttığı dönemde faizlerin artırılmış olması piyasadaki

koşulların olduğu kadar, TCMB'nin hazırladığı raporlar, yaptığı konuşmalar ve sunduğu veri setlerinin de yardımıyla sağlanan öngörülebilirlik neticesinde gerçekleşmektedir. Buna göre TCMB'nin bu dönemdeki para politikası kararlarının yön ve şiddeti piyasa tarafından başarılı bir şekilde öngörülebilmektedir. TCMB'nin bu dönemdeki öngörülebilir yapısının Banka tarafından sunulan ve piyasada bulunan çeşitli veri seti, rapor ve haberleri değerlendiren piyasa oyuncularının TCMB'nin politika faiz değişimlerini iyi bir şekilde tahmin ediyor olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. TCMB 2006 sonrasında uyguladığı rejimin en önemli koşullardan biri olan kredibl yapının oluşması için gerekli olan öngörülebilir karar alma mekanizmasını yerleştirmeyi sağlayabilmiştir. Söz konusu öngörülebilirlik 2008 yılının son çeyreğinde yaşanan global finansal kriz döneminde bir miktar düşse de mevcut patikasından sapma olmamıştır.

Bu çalışmada para politikası aktarım mekanizmasına ilişkin detaylı olarak ele alınan literatür ve Türkiye ekonomisinin geçirdiği evrim sürecinden esinlenerek son on yılda uygulanan para politikası stratejilerinin etkin ve başarılı olması için gerekli olan sağlıklı bir para politikası aktarım mekanizması ve merkez bankası öngörülebilirliği araştırılmıştır. Yukarıda anlatılan ampirik sonuçlar göstermektedir ki bu dönemde TCMB uyguladığı politikalar ve sağladığı teknik ve hukuki altyapı ile birlikte yürüttüğü iletişim politikaları sayesinde para politikalarının uygulanabilmesi için gerekli olan para politikası aktarım mekanizmasının etkinliğini desteklemiştir.

KAYNAKÇA

I. Kitaplar

Akgönül, H. (1992). “Türkiye’de Para Arzının Belirlenmesi ve Para Arzı ile Fiyatlar Genel Düzeyi Arasındaki İlişkiler”, Eskişehir, *Anadolu Üniversitesi*.

Aktan, C., Utkulu, U. and Togay, S. (1998). “Nasıl Bir Para Sistemi?”, *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*.

Aren, S. (1989): *100 Soruda Para ve Para Politikası*, İstanbul: Gerçek Yayınevi.

Arestis, P. and Sawyer, M. (1998). “The Political Economy of Economic Policies”, New York, *St. Martin’s Press*.

Bernanke, Ben, Thomas Laubach, Frederic S Mishkin and Adam S. Posen (1999): *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.

BIS (Bank For International Settlements) (August 2003): *The role of central bank money in payment systems Committee on Payment and Settlement Systems*, BIS Publication, www.bis.org

Blinder A.S. (2000): *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press, Cambridge: London

Blinder A.S., Goodhart C., Hildebrand P., Lipton D., Wyplosz C. (2001): *How Do Central Banks Talk*, International Center for Monetary and Banking Studies Press

Bocutoğlu, E. (2003). “Makro İktisada Giriş”, Rize, *Dilara Yayınevi*.

Boeschoten, W. (1992): *Currency Use and Payment Patterns*, Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.

Boratav, K. (2008): *Türkiye İktisat Tarihi 1998-2007*, 12. Baskı, Ankara İmge Kitabevi Yayınları.

Brealey R. A., Clark A., Goodhart C., Healey J. (2001): *Financial Stability and Central Banks: A Global Perspective*, Routledge: London

Branson, W.H. (1995): *Makro İktisat Teorisi ve Politikası*, Çev. İbrahim Kanyılmaz, İstanbul: Alfa Yayınları

Capie F., Goodhart C., Fischer S., Schnadt N. (1994): *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press: London

Celasun, M. (2002): *2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme*, Küreselleşme, Emek Süreçleri ve Yapısal Uyum (Ed. A. Dikmen), Türk Sosyal Bilimler Derneği, Ankara: İmge Yayınları.

Chappell, Henry W, Rob Roy McGregor and Todd A Vermilyea (2004): “*Committee Decisions on Monetary Policy. Evidence from Historical Records of the Federal Open Market Committee*”, Cambridge (MA), MIT Press.

Charemza, W.W. ve Deadman, D.F. (1993). “New Directions in Econometric Practic”, USA, *Edward Elgar*.

Chiang A.C. (1984): *Fundamental Methods of Mathematical Economics*, Mcgraw-Hill (Tx); 3rd Edition

Clower, R.W. (1971): *Theoretical Foundations of Monetary Policy, in Monetary Theory and Monetary Policy in the 1970's*, London: Oxford University Press, 1971.

Cukierman A. (1992) *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*, The MIT Press, Cambridge: London

Darby, M.R. (1976). “Macroeconomics: The Theory of Income Employment and the Price Level, New York, *McGraw-Hill Book Company*.

Davidson, P. (1978). “Money and the Real World”, London, *The MacMillan*.

Davidson, R. ve MacKinnon, J.G. (1993). “Estimation and Inference in Econometrics”, London, *Oxford University Press*.

Debrun X. (2001): *Bargaining Over EMU Vs. EMS: Why Might The AMB Be The Twin Sister Of The Bundesbank?*, The Economic Journal, 111 (July), 566-590. Royal Economic Society 2001. Published by Blackwell Publishers, USA

Dornbusch, R. and Fischer S. (1998). “Makroekonomi”, Ankara, *Akademi Ltd. Şti.*, Çev. S. Ak, M. Fisunoğlu, R. Yıldırım.

Dornbusch R., Stanley F. (September 2003): *Macroeconomics*, Mcgraw-Hill (Tx); 9th Edition

Engle, R.F. ve Granger, W.J. (Mart 1987). Co-integration and Error-Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica*, LV, 251-276.

Ercan, F. (1997). “Para ve Kapitalizm”, İstanbul, *Ceylan Yayıncılık*.

Friedman, M. (1956): *The Quantity Theory of Money, A Restatement, Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press.

Friedman, M. and Meiselman, D. (1963): *The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897-1958*, in *Stabilization Policies*, Prepared for the commission on Money and Credit, Englewood Cliffs, N.J. Prentice-Hall.

Friedman, M, Schwartz, A.J. (1963). "A Monetary History of the United States 1867-1960, *Princeton University Press*.

Friedman, B.M. (1969). "The Supply of Money and Changes in Prices and Output", in Milton Friedman (ed). *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, 171-187, Chicago: *Adline Publishing Company*.

Friedman, M. (1971): *A Theoretical Framework of Monetary Analysis*, *NBER Occasional Paper No:112*, New York: Columbia University Press for National Bureau of Economic Research.

Friedman, M, Schwartz, A.J. (1982). "Monetary Trends in the United States and the United Kingdom", Chicago and London, *The University of Chicago Press*.

Friedman M., Goodhart C.A.E. (October 2002): *Money, Inflation and the Constitutional Position of the Central Bank*, with an extended introduction by Geoffrey E. Wood, The Institute of Economic Affairs Publication in association with Profile Books Ltd.

Guerrien, B. (1999). "Neo-Klasik İktisat", İstanbul, *İletişim Yayınları*, Çev: E. Tokdemir.

Gujarati, D. N. (1995). "Basic Econometrics", *McGraw-Hill*, 3. Baskı..

Gujarati, D. N. (2001). "Temel Ekonometri", İstanbul: *Literatür Yayıncılık*.

Gujarati D. N. (2004): *Economics- Basic Econometrics*, McGraw-Hill, 4th Edition

Güriş, S., Çağlayan, E. (2005): *Ekonometri: Temel Kavramlar*, Der Yayınları: İstanbul

Gurley, J.G. and Edward S. Shaw. (1960): *Money in Theory of Finance*, Washington D.C.: *Brooking Institution*.

Harrison M., Waldron P. (December, 1998) *Mathematical Economics and Finance*, <http://pwaldron.bess.tcd.ie/teaching/ma381/notes/> ,

Hart, A.G. and Kenen, P.B. (1961). "Money, Debt, and Economic Activity, Englewood Cliffs, New Jersey, *Prentice Hall*.

Hicks, J.R. (February 1935): *A Suggestion for Simplifying the Theory of Money*, *Economica*, 2, 1-19.

- Hicks, J. (1989). "A Market Theory of Money", Oxford, *Clarendon Press*.
- Hume, D. (1754): *Of Money*, reprinted in essays, p.281, Erişim 26.10.2010
<http://cepa.newschool.edu/het/essays/money/problem.htm>
- Johansen, S. (1991). Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models. *Econometrica*, LIX, 6, 1551-1580.
- Johnson, H.G. (1966). "Money, tarde and Economic Growth: Survey", London: *Allen and Unwin*.
- Johnson, D.W. (1976). "Macroeconomics: Money, Prices and Income", New York, *John Wiley and Sons*.
- Jonas, J. (2000): *Inflation Targeting in Transition Economies: Some Issues and Experience, Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic*, Edited by Warren Coats, Oxford University Press
- Kadioğlu, F., Özdemir, N., Yılmaz, G. (September, 2000): *Inflation Targeting in Developing Countries*, The Cenral Bank of the Republic of Turkey, Discussion Paper.
- Kakes, J. (2000). "Monetary Transmission in Europe: The Role of Financial Markets and Credit", Cheltenham: *Edward Elgar Publishing Ltd*.
- Kaldor, N. (1982). "The Source of Monetarism", Oxford, *Oxford University Press*.
- Karluk, S.R. (2002): *Türkiye Ekonomisi*, Ankara: Beta Basım Yayın.
- Kazgan, G. (1999): *Tanzimattan XXI. Yüzyula Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.
- Kennedy E. (1991): *The Bundesbank: Germany's Central Bank in the International Monetary System*, The Royal Institute of International Affairs, Council on Foreign Relations Press: New York
- Kepek, Y. (1990): *Türkiye Ekonomisi*, 5. Baskı, Ankara: Verso Yayıncılık.
- Keyder, N. (1997). "Para, Teori, Politika ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama", *METU*, Ankara.
- Keynes, J.M. (1923): *A Tract on Monetary Reform*, London: Macmillan.
- Keynes, J.M. (1930): *A Treatise on Monetary Reform*, London: Macmillan.
- Keynes, J.M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.

- Keynes, J.M. (1964). "The General Theory of Employment, Interest, and Money", reprint (originally published in 1953), San Diego: *Harcourt Brace and Company*.
- Kutlar, A. (1998): *Bilgisayar uygulamalı Ekonometriye Giriş*, Beta Yayınları: İstanbul
- Laidler, D. (1993): *The Demand for Money: Theories, Evidence and Problems*, London: Harper Collins College Publishers.
- Mankiw N. G., Reis R.(September 2003): *What Measure Of Inflation Should A Central Bank Target?*, *Journal of the European Economic Association*, 1(5):1058 –1086
- Mackinnon, J.G. (1991). *Long-run Economic Relationships: Readings in Cointegration*. Oxford: Oxford University Press.
- Mahadeva, L. and Sinclair, P. (Ed.). (2002). "Monetary Transmission in Diverse Economies", New York: *Cambridge University Press*.
- Mizen P. (2003): *Central Banking, Monetary Theaory and Practice*, Edward Elgar Publishing Ltd., Cheltenham: UK
- Mark N.C. (December 2000): *International Macroeconomics and Finance: Theory and Empirical Methods* Blackwell Publishers
- Marx, K. (1976). "1844 Elyazmaları Ekonomi Politik ve Felsefe", Ankara, *Sol Yayınları*, Çev:K. Somer.
- Meltzer A.(1995): "Monetary, Credit and (other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, vol.9, No.4, Fall
- Mishkin F. S. (2004): *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, The Addison-Wesley Series in Economics, Seventh Edition, USA, New York
- Miranda M. J., Fackler P.L. (2002): *Applied Computational Economics and Finance*, The MIT Press, USA, MA
- Miron, J.A., Romer, C.D., Weil, D.N. (1994). "Historical Perspectives on the Monetary Transmission Mechanism", In Mankiw, N. Gregory, ed. *Monetary Policy*, 263-306, Chicago: *University of Chicago Press*.
- Mundell, R.A. (1968). "*International Economics*", New York, *MacMillon*.
- Oyan, O.(1998): *Türkiye Ekonomisi*, 2. Baskı, Ankara: İmaj yayınevi.
- Öçal, T. (2005): *Türkiye Ekonomisi*, 2. Baskı, Ankara: Savaş Kitabevi.
- Parasız, İ. (1994). "*Para Banka ve Finansal Piyasalar*", 5. Basım, Bursa: *Ezgi Kitabevi Yayınları*.

- Parasız, İ. (1998). “*Para Politikası (Türkiye Uygulamaları)*”, Bursa: *Ezgi Kitabevi Yayınları*.
- Parasız, İ. (1998): *İktisada Giriş: Prensipler ve Politika*, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (2006). “Teori ve Politika Makroekonomi” 9. Baskı, *Bursa: Ezgi Kitabevi*.
- Parasız, İ. (2006). “İktisadın A, B, C’si” 9. Baskı, *Bursa: Ezgi Kitabevi*.
- Parasız, İ. (2007). “Para Teorisi ve Politikası” *Bursa: Ezgi Kitabevi*.
- Parasız, İ. (2007). “Modern Bankacılık Teori ve Uygulama” 2. Baskı, *Bursa: Ezgi Kitabevi*.
- Park, Y.(2006).” Economic Liberalization and Integration in East Asia: A Post-Crisis Paradigm”, New York, *Oxford University Press*.
- Paya, M. (1994). “Para Teorisi ve Para Politikası”, İstanbul, *Filiz Kitabevi*.
- Pesaran, M. H. ve Pesaran, B. (1997). *Working With Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis*. Oxford: Oxford University Press.
- Pesaran, M.H., Yongcheol, S. ve Smith, R. J. (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*, XVI, 3, 289-326.
- Pryor, F. (1995): *Economic Evolution and Structure: The Impact of Complexity on the U.S. Economic System*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Romer D. (1996): *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill
- Ruffin R.J.and Gregory, P.R. (1990). “Principles of Macroeconomics”, New York, *Harper Collins*.
- Savaş, V.F. (1999). “İktisadın Tarihi”, Ankara, *Siyasal Kitabevi*, 3. Baskı.
- Schönwitz D. (2004): *What Monetary Policy Can Do : The Clarified Approach Of The AMB*, Institute of Economic Affairs. Published by Blackwell Publishing, Oxford
- Tacal, Z.C. (1993). *Monetary Policy and Implementation in Turkey*, TCMB, Ankara
- Tarı R. (2002): *Ekonometri*, Alfa Yayınları: İstanbul
- Taylor, J.B. and Woodford, M. (2000). “Handbook of Macroeconomics”, *North Holland*
- TCMB (2006): *Türkiye Cumhuriyet Merkez bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

- Tekeoğlu, M. (1993). "İktisadi Düşünceler Tarihi", Adana, *Çukuroava Üniversitesi Basımevi*.
- Telatar E. (2002): *Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?*, Ankara: İmaj Yayıncılık
- Uludağ, İ. (1990). "Türkiye'de Ekonomi Politikalarının Etkinliği Açısından Merkez Bankalarının Özerklik Sorunu", İstanbul : *Frederic Ebert Vakfı*.
- Uludağ, İ. (1990). "Türkiye Ekonomisi: Teori, Politika ve Uygulamalar", İstanbul: *Marmara Üniversitesi BSE Yayınları*.
- Uludağ, İ. and Arıcan, E. (2001). "Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar, Kurumlar-Araçlar)", İstanbul: *Beta Basım*.
- Unay C. (1999): Makro Ekonomi, genişletilmiş ve Yenilenmiş 7. baskı, Bursa:VİPAŞ Yayın No. 13,
- Wicksell, K. (1967)."Lectures on Political Economy", New York, A. M. Kelley.
- Wood G. E., Mills T. C., Capie F. (1993): *Central Bank Independence: What is it and what will it do for us?*, Institute of Economic Affairs: London
- Woodford, M. (2003). Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy, Princeton University Press.
- Wynne M.A. (1999): *The European System of Central Banks*, Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Review First Quarter
- Zarakolu, A. (1993). "Bankacılar için Para ve Kredi Bilgisi", İstanbul, *Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü (T.İş Bankası A.Ş. Vakfı)*.

II. Makale ve Araştırmalar

- Abaan, E.D. (1987), "Parasal Şok ve Reel Ekonomik Etkinlik", *ODTU Gelişme Dergisi*, 14, No.3, 271-282.
- Agenor, P.R, McDermott, A. and Üçer, M. (1997). "Fiscal İmbalances, Capital Flows and the Real Exchange Rate: The Case of Turkey", *IMF-WP 97/1*.
- Aizenman, J. (1983). "A Theory of Current Account and Exchange Rate Determination", *NBER Working Paper Series*, 23, No. 1177, 261-280.
- Akram, F.Q, Bårdsen, G., Jansen, E.S. (2002). "Interest Rate Rules in a Macroeconometric Model of a Small Open Economy", *ESEM: Econometrics and Empirical Economics*.

Akerlof, G., Dickens, W. and Perry, G. (1996). "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brooking Papers on Economic Activity*, No.1, 1-59.

Aksoy, Y., Orphanides, A., Small, D. (2006): *A Quantitative Exploration of the Opportunistic Approach to Disinflation*, *Journal of Monetary Economics* (53), 1877-1893

Aktaş, Z., Kaya, N. and Özlale, Ü. (2005). "The Price Puzzle in Emerging Markets: Evidence from the Turkish Economy Using "Model Based" Risk Premium Derived from Domestic Fundamentals", *Central Bank of the Republic of Turkey Discussion Paper*, No. 2005/2.

Akyüz, Y. and Boratav, K. (2002). "The Making of the Turkish Financial Crisis", *UNCTAD: United Nations Conference on Trade and Development*, Geneva, Switzerland.

Alesina, A. and Summers, L.H. (1993). "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 25, No. 2.

Allen, S.D. and Smith, M.D. (1983). "Government Borrowing and Monetary Accommodation", *Journal of Monetary Economics*, 12, 605-616.

Allsopp C., Vines, D. (2000): *The Assessment: Macroeconomic Policy*, *Oxford Review Of Economic Policy*, Vol. 16, No. 4

Almekinders G.J., Eijffinger S. C.W. (1996): *A friction model of daily Bundesbank and Federal Reserve intervention* , *Journal of Banking & Finance* 20 1365-1380

Alparslan M. (Mart 1997): *Avrupa Merkez Bankaları Sistemi ve Milli Merkez Bankaları*, *Bankacılar*, Sayı No.20

Al-Mashat, R. and Billmeier, A. (2007). "The Monetary Transmission Mechanism in Egypt", *IMF Working Paper*, WP/07/285.

Alp, H., Kara H., Keleş G., Gürkaynak R., Orak M. (2010). "Türkiye'de Piyasa Göstergelerinden Para Politikası Beklentilerinin Ölçülmesi", *TCMB Çalışma Tebliği*, No.10/11.

Alper, C. E. and Feyzioğlu, N. T. (1995). "Money Demand and Financial Liberalization: The Case of Turkey 1980-1991", *Unpublished*, Georgetown University.

Alper, C. E. and Sağlam, İ. (2001). "The Transmission of a Sudden Capital Outflow: Evidence from Turkey", *Eastern European Economics*, Vol. 39, No. 2, 29-48.

Alper, K. (2003). "Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices in Turkish Economy", *Master's Thesis submitted to the Graduate School of Social Sciences*, Middle East Technical University.

- Altissimo, F., Locarno A. and Siviero S. (2002). "Dealing with Forward-Looking Expectations and Policy Rules in Quantifying the Channels of Transmission of Monetary Policy", *Banca D'Italia temi di discussione: 460/2002*.
- Ammer, J. and Freeman, R.T. (1994). "Inflation Targeting in the 1990s: The Experiences of New Zealand, Canada and the United Kingdom", *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper*, (June), No. 473.
- Amato, Jeffery D, Stephen Morris and Hyun Song Shin (2002): "*Communication and Monetary Policy*", *Oxford Review of Economic Policy*, 18(4), pp 495–503.
- An, S. and Schorfheide F. (2006). "Bayesian Analysis of DSGE Models". *FED Philadelphia Working Paper*, No. 5.
- An, S. (2005). "Bayesian Estimation of DSGE Models: Lessons from Second-Order Approximations", http://artsci.wustl.edu/~econgr/macro/papers/An_WP07.pdf
- Anderson, R.G. and Kavajecz, A.K. (1994). "A Historical Perspective on the Federal Reserve's Monetary Aggregates: Definition, Construction and Targeting", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol.76, No. 2.
- Anderson, T.W. and Hsiao, C. (1981). "Estimation of Dynamic Models with Error Components", *Journal of the American Statistical Association*, 76, 598-606.
- Andersson, Malin, Hans Dillén, and Peter Sellin (2006): "Monetary Policy Signaling and Movements in the Term Structure of Interest Rates", *Journal of Monetary Economics*, 53(8), pp 1815–55.
- Archer, David (2005): "*Central Bank Communication and the Publication of Interest Rate Projections*", *BIS Working Papers*.
- Anand, R. Ve Wijnbergen, S: (1989) *Inflation and the Financing of Government Expenditure: an Introductory Analysis with an Application to Turkey*, The World Bank Economic Review, Cilt: 3 No:1
- Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, (2005)"Üç Aylık Tahmin Modeli" 30.04.2005 *Para Politikası Kurulu Toplantısı Sunumu*.
- Arbatli, E. (2004). "Exchange Rate Pass-Through in Turkey: Looking for Asymmetries", *Unpublished Manuscript*, Johns Hopkins University.
- Archer, D.J. (2000): *Inflation Targeting in New Zealand*, International Monetary Fund, Conference Agenda www.imf.org, Mart
- Arellano, M. and Bover, O. (1995). "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models", *Journal of Econometrics*, 68, 29-51.

Arestis P., Sawyer, M.(2001): "New Consensus," *New Keynesianism, and the Economics of the "Third Way"*, Levy Economics Institute of Bard College, New York Working Paper No. 364

Argy , V. and Salop (1979). "Price and Output Effects of Monetary and Fiscal Policy under Flexible Exchange Rates, *IMF Staff Papers*, 26, 224-256.

Arıcanlı T., Rodrik D. (1990): *An Overview of Turkey's Experience with Economic Liberalization and Structural Adjustment*, World Development Vol. 18, No. 10. pp. 133.3-1350

Arnořtová K. and Hurník J. (2005). "The Monetary Transmission Mechanism in the Czech Republic (evidence from VAR analysis)", *Czech National Bank Working Paper Series*, No. 4.

Arslan, Ö. (2003). "Avrupa Birliği'ni Oluşturan Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı, Enflasyon ve Diğer Makroekonomik Büyüklükler Arasındaki İlişkiler: 1980-2001 Dönemi", *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.

Arslaner, F. (1997). "Alternative Measures of the Real Exchange Rate for Turkey", (April), *Unpublished M.Sc. Thesis in Economics*, METU.

Assenmacher- Wesse, K. (2006): Estimating Central Banks' Preferences From a Time-Varying Empirical Reaction Function, *European Economic Review* (50), 1951- 1974

Asea, P.K. and Mendoza, E.G. (1994). "Do Long-Run Productivity Differentials Explain Long-Run Exchange Rates?", *Research Department Working Paper 60*, International Monetary Fund.

Attfield, C.L.F. vd. (1981). " A quarterly Model of Unanticipated Monetary Growth, Output and the Price Level in the U.K. 1963-1978", *Journal Of Monetary Economics*, 8, 331-350.

Atiyas, İ. and Yülek M. (1997). "Corporate Behaviour During A Fiscal Financial Crisis: The Experience of Turkey in 1994", in Economic Research Forum Fourth Annual Conference, Conference Proceedings, 227-243, Beirut: *Economic Research Forum Publication*.

Atuk, O. and Özmen M.U. (2009). "Design and Evaluation of Core Inflation Measures of Turkey, BIS, IFC Working Papers No.3.

Atuk, O. and Ural, B. (2002). "Seasonal Adjustment in Economic Time Series", *Central Bank of the Republic of Turkey Statistics Department Discussion Paper*, No. 2002/1.

Aybar, S. and Harris, L. (1998). "Credibility Models of Central Bank Independence and The Case of Turkey" *METU Studies in Development*, 25 (4), 535-558.

Aydın, H.İ. (2007). "Interest Rate Pass-Through in Turkey", *TCMB Çalışma Tebliği*, No. 07/05.

Aydoğuş, O. (1992). “Türkiye Ekonomisinde Maliyet-Fiyat İlişkileri, Sektörel Fiyat Oluşumu ve Enflasyon”, 3. *İzmir İktisat Kongresi Tebliği*, Cilt. 3, 35-48.

Ayuso J., Repullo R.(2003): *A Model Of The Open Market Operations Of The European Central Bank*, *The Economic Journal*, 113 (October), 883–902. Royal Economic Society. Published by Blackwell Publishing, USA.

Baeriswyl R., Cornand C. (2010): *The signaling role of policy actions*, *Journal of Monetary Economics* 57, s.682–695

Baew S.-K. And Rattiz R.A. (2007): *Conservative Central Banks and Nominal Growth, Exchange Rate and Inflation Targets*, *Economica* II, 1–20

Bacchetta, P. and Ballabriga, F. (2000). “The Impact of Monetary Policy and Banks’ Balance Sheets: Some International Evidence”, *Applied Financial Economics*, 10, 15-26.

Bagliano, F.C. and Favero, C.A. (1999). “Information from Financial Markets and VAR Measures of Monetary Policy”, *European Economic Review*, 43, 825-837.

Bagliano, F.C. and Favero, C.A. (1998). “Measuring Monetary Policy with VAR Models: An Evaluation”, *European Economic Review*, 42 , 1069-1112.

Bai, J. and Ng, S. (2004). “A Panic Attack on Unit Roots and Cointegration”, *Econometrica*, 72(4), 1127-1178.

Ball L. (January 1990): *Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty?*, NBER Working Paper Series Working Paper No. 3224 Cambridge, MA 02138

Ball L. (1999): *Efficient Rules for Monetary Policy*, *International Finance* 2:1, pp. 63–83

Balls E. (November 1997): *Open Macroeconomics In An Open Economy*, Scottish Economic Society/Royal Bank of Scotland Annual Lecture

Bardsen G., Jansen E.S., Nymoen R. (2003): *Econometric Inflation Targeting*, *Econometrics Journal*, volume 6, pp. 430–461

Barro R. J. Gordon D. B. (Novemver 1981): *A Positive Theory Of Monetary Policy In A Natural-Rate Model*, NBER Working Paper Series Working Paper No. 807 Cambridge MA 02138

Banaian, K., Laney, L.O. and Willet, T.D. (1983). “Central Bank Independence: An International Comparison”, *The Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, (March), 1-13.

Bank of England (2000). “Economic Models in the Bank of England: September 2000 Update”, London: *Bank of England*.

- Bank of England. (1999). “The Transmission Mechanism of Monetary Policy”, *Quarterly Bulletin*, Vol.39.
- Barran, F., Coudert, V. and Mojon, B. (1996). “The Transmission of Monetary Policy in the European Countries”, *CEPII Working Paper*, No. 96-03.
- Barran, F., Coudert, V. and Mojon, B. (1995). “Interest Rates, Banking Spreads and Credit Supply: The Real Effects”, *CEPII Working Paper*, No. 95-01.
- Barro, R.J. (1978). “Unanticipated Money Growth and Unemployment in the United States”, *American Economic Review*, 67, March, 101-115.
- Barro, R.J. (1977). “Unanticipated Money, Output and the Price Level in the United States”, *Journal of Political Economy*, 86, August, 549-581.
- Barro, R.J. (1976). “Rational Expectations and the role of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, 2, 1-32.
- Barth III, M.J. and Ramey, V.A (2000). “The Cost Channel of Monetary Transmission”, *NBER Working Paper Series*, No. 7675.
- Başçı, E., Özel Ö ve Sarıkaya Ç. (2007). “The Monetary Transmission Mechanism in Turkey: New Developments”, *TCMB Çalışma Tebliği*, No. 07/04. <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0704ENG.pdf>
- Batini, N. and Haldane, A.G. (1998). “Forward-Looking Rules for Monetary Policy”, *Bank of England Working Paper*, No. 91.
- Baumol, W. (November, 1952): *The Transaction Demand For Cash: An Inventory Theoretic Approach*, *The Quarterly Journal of Economics*, 66, 4, 545-556.
- Baydur C. M., Süslü B. (2004): *The view of Sargent and Wallace on monetary policy: tight monetary policy does not stop inflation: an evaluation of CBRT's monetary policy for 1987–2002*, *Journal of Policy Modeling* 26 191–208
- Bean C., Larsen J., Nikolov, K. (2002). “Financial Frictions and the Monetary transmission Mechanism Theory, Evidence and Policy Implications”, ECB Working paper, No.113, 1-67.
- Bencivenga V. R., Huybens E., Smith B.D. (November 2002): *What To Stabilize In The Open Economy*, *International Economic Review* Vol. 43, No. 4, pp. 1289-1307
- Berger H., Haan J. (February 1999): *A State Within The State? An Event Study On The Bundesbank (1948- 1973)*, *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 46, No. 1
- Berger H., Woitek U. (July 2007): *Does Conservatism Matter? A Time-Series Approach To Central Bank Behaviour*, *The Economic Journal*, 115, 745–766

- Berk, J.M. (1998). "Monetary Transmission: What Do We Know and How Can We Use It", *DNB-Staff Reports*, No. 15.
- Berk J.M. (2003): *New Economy, Old Central Banks?*, Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, vol. 32, no. 1, pp. 1-35
- Berlemann, M., Elzemann, J. (2006): *Are Expectations on Inflation and Election Outcomes Connected? An Empirical Analysis*, *Journal of Economic Letters* (91), 354-359
- Bernanke, B.S. (1983). "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression", *The American Economic Review*, 73(3), 257-276.
- Bernanke, B.S. (1986). "Alternative Explanations of The Money-Income Correlation", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 25, 49-100.
- Bernanke, B.S. and Blinder, A.S. (1988). "Credit, Money and Aggregate Demand", *American Economic Review*, 78(2), 435-439.
- Bernanke, B.S. and Blinder, A.S. (1992). "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", *American Economic Review*, 82(4), 901-921.
- Bernanke, B.S. (1993). "How Important is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy: A Comment", *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 39, 47-52.
- Bernanke, B. S., Gertler M. (June 1995): *Inside The Black Box: The Credit Channel Of Monetary Policy Transmission*, NBER Working Paper Series Working Paper No. 5146 National Bureau Of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler: (1995), "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *The Journal of Economic Perspectives*, Volume 9, No 4, pp. 27-48.
- Bernanke, B.S. and Gertler, M. (1995). "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.9, No. 4, 27-48.
- Bernanke, B.S. and Mishkin, F.S. (1997). "Inflation Targeting: a Strategy for U.S. Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2), 97-116.
- Bernanke, B., Mishkin S. F. (1997). *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? Journal of Economic Perspectives*, vol. 11
- Bernanke, B. Ve Mihov I. (1997). *What Does the Bundesbank Target? European Economic Review*, vol. 41
- Bernanke, B.S. and Mihov, I. (1998). "Measuring Monetary Policy," *Quarterly Journal of Economics*, 113, 869-902.

- Bernanke, B.S. and Gertler, M. (1999). "Monetary Policy and Asset Price Volatility", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Issue. 91, No. 4, 1-36.
- Bernanke, B.S. and Gertler, M. (2001). "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?", *The American Economic Review*, vol. 91, 253-257.
- Bernanke, Ben (2004): "Fedspeak", remarks at the Meetings of the American Economic Assoc., San Diego,
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200401032/default.htm>.
- Berument, H. (2002). "Döviz Kuru Hareketleri ve Enflasyon Dinamiği: Türkiye Örneği" [Exchange Rate Movements and Inflation Dynamics: Evidence from Turkey], *Department of Economics Working Paper*, No. 02-02, Bilkent University.
- Berument H. (2007): *Measuring monetary policy for a small open economy: Turkey*, *Journal of Macroeconomics* 29 411–430
- Besley, T. (2007). "Consumption and Interest Rates", *Centre for Economic Policy Research* "Konuşma metni
- Beyer, A. and Farmer, R.E.A. (2003). "Identifying the Monetary Transmission Mechanism Using Structural Breaks", (November), *CEPR Discussion Paper No. 4106*.
- Bilan, Olena ve Maxim Kryshko (2007), "Does Monetary Policy Transmission in Ukraine Go Through The Interest Rates?", *EERC Working Paper Series*, 1-84
- Bindseil, U., Mendez, G., Hirsch, A. Weller, B. (2006): *Excess Reserves and the Implementation of Monetary Policy of AMB*, *Journal of Policy Modelling* (28), 491-510
- Bjørnlanda H. C., Dag H. J. (2010): *The role of house prices in the monetary policy transmission mechanism in small open economies*, *Journal of Financial Stability* 6, s. 218–229
- BIS (1994). "National Differences in Interest Rate Transmission", March, Basel: *Bank for International Settlements*.
- BIS (Bank For International Settlements) Monetary And Economic Department, (January 1998): *The Transmission Of Monetary Policy In Emerging Market Economies*, BIS Policy Papers No. 3, Basle
- BIS (2001). "Modelling Aspects of the Inflation Process and the Monetary Transmission Mechanism in Emerging Market Countries", *BIS Papers*, (November), No. 8.
- BIS (2003). "Monetary Policy in a changing Environment", *BIS Papers*, No. 19.
- Black, F. (Autumn, 1970): *Banking and Interest Rates in a World Without Money*, *Journal of Bank Research* 1, 8-20.

- Blanchard, J.O. (2004). “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil”, *NBER Working Paper*, No. 10389.
- Blejer, M.I. and Fernandez, R.B. (1980). “The effect of Unanticipated Money Growth on Prices and on Output and Its Composition an A Fixed Exchange Rate Open Economy”, *Canadian Journal of Economics*, 13, 82-95.
- Bohl M. T., Siklos P. L. (2004): *The Bundesbank’s Inflation Policy and Asymmetric Behavior of the German Term Structure*, *Review of International Economics*, 12(3), 495–508
- Bohl M.T., Siklos P. L. (2007): *Do actions speak louder than words? Evaluating monetary policy at the Bundesbank*, *Journal of Macroeconomics* 29 368–386
- Bohl M.T., Siklos P. L. Werner T. (2007): *Do central banks react to the stock market? The case of the Bundesbank*, *Journal of Banking & Finance* 31 719–733
- Booth G. G., Kaen F.R., Koutmos G., Sherman H.C. (2000): *Bundesbank intervention effects through interest rate policy*, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 10 263–274
- Boeschoten, W. C., van Els, P. J. A. and Bikker, J. A. (1994). “Monetary Transmission Mechanism in a Small Open Economy: The Case of Netherlands”, *The Netherlands Bank Research Memorandum WO&E*, No. 406/9413.
- Bohl, M.T., Lischewski J. ve Voronkova S. (2008). “Does regulation Hurt Pension Funds’Performance? Evidence From Strongly Regulated Pension Fund Industries”, *Pensions Institute Discussion Paper*, PI-0813.
- Boivin, J., Giannoni, M. (2002). “Assessing Changes in the Monetary Transmission Mechanism: A VAR Approach”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 97-111.
- Bordo, M.D. and Schwartz A.J. (2003). “IS-LM and Monetarism”, *NBER Working Paper Series*, <http://www.nber.org/papers/w9713>
- Boschen, J.F. and Mills, L.O. (1991). “The Effects of Countercyclical Monetary Policy on Money and Interest Rates: An Evaluation of Evidence from FOMC Documents”, *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper*, 91-20.
- Brandner P., Grech H., Stix H. (2006): *The Effectiveness Of Central Bank Intervention In The EMS: The Post 1993 Experience*, *Journal of International Money and Finance* 25 580-597
- Bredin, D., Fitzpatrick, T. and O Reilly, G. (2001). “Retail Interest Rate Pass-Through: The Irish Experience”, *Central Bank of Ireland Technical Paper*, 06/RT/01.

- Bruno, Michael, William Easterly: (1996), “*Inflation and Growth: In Search of a Stable Relationship*”, The Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Volume 78, No 3, pp. 139-146.
- Brunner, K. and Meltzer, Allan H. (1988). “Money and Credit in the Transmission Process”, *The American Economic Review*, 78(2), 446-451.
- Cagan, P. (1972). “The Channels of Monetary Effects on Interest Rates”, *NBER General Series*, No. 97, New York.
- Cagan, P. and Gandolfi, A. (1969). “The Lag in Monetary Policy as Implied by the Time Pattern of Monetary Effects on Interest Rates”, *American Economic Review*, 59, 277-284.
- Calvo, G. (1978). “On the Time Consistency of Optimal Policy in the Monetary Economy”, *Econometrica*, 46, 1411-28.
- Calvo G.A., Mishkin F. S. (June 2003): *The Mirage Of Exchange Rate Regimes For Emerging Market Countries*, NBER Working Paper Series, Working Paper 9808, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA
- Campa, J.M. and Goldberg, L. (2002). “Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon?”, *NBER Working Paper*, No. 8934.
- Cantor, R. and Mark, N.C. (1988). “The International Transmission of Real Business Cycles”, *International Economic Review* 29, (August): 493-507.
- Canzoneri, M.B. and Dellas, H. (1998). “Real Interest Rates and Central Bank Operating Procedures,” *Journal of Monetary Economics*, 42, 471-494.
- Carstensen K. (2006): *Estimating the AMB Policy Reaction Function*, German Economic Review 7(1): 1–34
- Casares M. (June 2007): *Monetary Policy Rules in a New Keynesian Euro Area Model*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 39, No. 4, pp.875-900
- Castelnuovo, Efrem, Sergio Nicoletti-Altimari and Diego Rodriguez Palenzuela (2003): “Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long-Term Inflation Expectations”, In *Background Studies for the ECB’s Evaluation of Its Monetary Policy Strategy*, ed. O Issing, Frankfurt-am-Main, Germany: European Central Bank, pp 43– 90.
- Cassola, N., Moranna C. (2002). “Monetary Policy and the Stock Market in the Euro Area” ECB Working Paper, No. 119.
- Catte P., Slok T. (2005). “Assessing the Value of Indicators of Underlying Inflation for Monetary Policy”, OECD Economic Department Working paper, No. 461.

- Cavelaars P. (2006): *Why The World Should Love The Euro: The Welfare Implications Of EMU For Third Countries*, *Journal of Macroeconomics* 28 326–337
- Cecchetti S.G. (December 1997): *Central Bank Policy Rules: Conceptual Issues And Practical Considerations*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6306, National Bureau Of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138
- Chadha, J. S., Nolan, C. (2002): *Inflation And Price Level Targeting In A New Keynesian Model*, *The Manchester School* Vol 70 No. 4 Special Issue 1463-6786 (570-595)
- Cecchetti, S.G. (1999). “Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism”, *NBER Working Papers*, No. 7151.
- Cecchetti, S.G. (1995). “Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, (May/June), No. 77, 83-97.
- Cecchetti, S.G. et al. (2001). “Asset Prices and Central Bank Policy, Centre for Economic Policy Research, London.
- Christiano, L. J., Eichenbaum, M. and Evans, C. (1996). “The Effects of Monetary Policy Shocks: Evidence From the Flow of Funds”, *Review of Economics and Statistics*, 78, 16-34.
- Christiano, L.J. and Eichenbaum, M. (1991). “Identification and the Liquidity Effect of a Monetary Policy Shock”, *NBER Working Papers*, No: 3920..
- Chrystal, A., Mizen P. (2002). “Modelling Credit in the Transmission mechanism of the United Kingdom”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.26, 2131-2154.
- Christoffersen, F., Robert, F. (1999): *Is Poland Ready For Inflation Targeting*, IMF Working Paper, WP/99/41
- Chong B. S. (2010): Interest rate deregulation: Monetary policy efficacy and rate rigidity, *Journal of Banking & Finance* 34 1299–1307
- Ciccarelli M. (2006): Alessandro Rebucci, *Has The Transmission Mechanism Of European Monetary Policy Changed In The Run-Up To EMU?*, *European Economic Review* 50 737–776
- Clark, C.M.A. (1991). “Naturalism in Economic Theory: The Use of State of Nature Explanations in the History of Economic Thought”, in W.J. Barber(ed), *Perspectives on the History of Economic Thought*, 6, London, Edward Elgar.
- Cogley, T., Morozov, S., Sargent, T.J. (2005): *Bayesian Fan Charts For UK Inflation: Forecasting and Sources of Uncertainty in an Evolving Monetary System*, *Journal of Economic Dynamics & Control* (29) 1893-1925

- Colander, D. (1995): "The Stories We Tell: A Reconsideration of AS-AD Analysis", *Journal of Economic Perspectives*, vol.9, No.3, Summer
- Connolly, Ellis and Marion Kohler (2004): "News and Interest Rate Expectations: A Study of Six Central Banks", in *The Future of Inflation Targeting*, ed. Christopher Kent and Simon Guttman, Reserve Bank of Australia, pp 108–34.
- Cukierman, Alex and Allan Meltzer (1986): "A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information", *Econometrica*, no 54(4), pp 1099–1128.
- Çaskurlu, T., Altay-Salih, A., Salman, F., Pinar, M.Ç., (2007). "Can Central Bank Interventions Affect the Exchange Rate Volatility? Multiperiod GARCH Approach Using Constrained Nonlinear Programming
- Coricelli, F., Jazbec, B. and Masten, I. (2004). "Exchange Rate Pass-Through in Candidate Countries", *CEPR Discussion Paper*, No. 3894.
- Cottarelli, C. and Kourelis, A. (1994). "Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy", *IMF Staff Papers*, 41(4), 587-623.
- Crawford A., Fillion J.-F. And Lafèche T. (May 1997): *Is the CPI a Suitable Measure for Defining Price Stability?*, Bank Of Canada, Conference held on, Seminar Paper pp.38-73 <http://bank-banque-canada.ca/en/conference/con97/cn97e-1.html?style1-24.11.2007>
- Cuthbertson K., Hayes S., Nitzsche D. (2000): *Are German money market rates well behaved?*, *Journal of Economic Dynamics & Control* 24 347-360
- Çavuşoğlu, F.(2010). "Para Politikası Faiz Oranlarından Mevduat ve Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenlik: Türkiye Örneği", *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.
- Çavuşoğlu, T. (2002). "Credit Transmission Mechanism in Turkey: An Empirical Investigation". *METU/ERC Working Papers*, No. 02/03.
- Çıplak, U., Kadioğlu, F., Salman, F. (2007). "A Brief Survey on Trade Partnerships: Turkey, EU, and the Euromed Countries
- Çiçek, M. (2005). "Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (Vektör Otoregresyon) Yaklaşımıyla Bir Analiz", *İktisat İşletme ve Finans*, 233, 82-105.
- Çolakoğlu, B. (2002). *Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında T.C. Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği*. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı: 4
- Çufadar, A. and Kasapoğlu, Ö. (2002). "Merkez Bankacılığı, Para Politikası ve Para Politikası Araçları", Piyasalar Genel Müdürlüğü, *Central Bank of the Republic of Turkey*.

- Daal, E., Naka, A., Sanchez, B. (2005): *Re-examining Inflation and Inflation Uncertainty in Developed and Emerging Countries*, Journal of Economic Letters (89) 180- 186
- Dalziel P. (2005): *On The Evolution Of Money And Its Implications For Price Stability*, Journal Of Economic Surveys Vol. 14, No. 4, pp374-392
- Dabusinskas, A. (2003). “Exchange Rate Pass-through to Estonian Prices”, *Working Papers of Eesti Pank*, No. 10.
- Dale, S. and Haldane, A. G. (1995). “Interest Rates and the Channels of Monetary Transmission: Some Sectoral Estimates”, *European Economic Review*, XXXIX, 1611-1626.
- Dale, S. and Haldane, A. G. (1993). “A Simple Model of Money, Credit, and Aggregate Demand”, *Bank of England Working Paper*, No. 7.
- Dale, S. and Haldane, A. G. (1993). “Bank Behaviour and the Monetary Transmission Mechanism”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, No. 4, 478-491.
- Darvas, Z. (2001). “Exchange Rate Pass-Through and Real Exchange Rate in EU Candidate Countries”, *Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, Discussion Paper*, 10/01.
- Davidson, P. (1994). “Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty First Century”, London, *Edward Elgar*.
- Davidson, P. (1993). “The Elephant and the Butterfly or Hystereis and Post Keynesian Economics”, *Journal of Post Keynes Economics*, 15(3), 309-325.
- Debelle, G. (1998). *Inflation Targeting in Practice*. IMF Working Paper, WP/97/35, Washington D.C.
- De Graeve, F., De Jonghe, O. and Vander Venet R. (2004). “Competition, Transmission and Bank Pricing Policies: Evidence From Belgian Loan and Deposit Markets”, *Ghent University Working Paper*, 261.
- De Haan, Jakob, Fabian Amtenbrink and Sandra Waller (2004): “The Transparency and Credibility of the European Central Bank”, *Journal of Common Market Studies*, no 42(4), pp 775–94.
- Dellas, H. (2006): *Monetary Policy in Open Economies*, *European Economic Review* (50), 1471- 1486
- Demirgüç-Kunt A., Detragiache E. (1994): *Interest rates, official lending, and the debt crisis: A reassessment*, *Journal of Development Economics* 44 263-285

Dedola, L., and Lippi, F. (2005). “The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from the Industries of Five OECD Countries”, *European Economic Review*, 49, 1543-1569.

Demiralp S. and Jorda, O. (2000). “The Pavlovian Response of Term Rates to Fed Announcements”, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economic Discussion Series, No. 2001-10.

Dibooğlu S., Kibritcioğlu A. (2004): *Inflation, output growth, and stabilization in Turkey, 1980–2002*, *Journal of Economics and Business* 56 43–61

Disyatat, P. and Vongsirikul, P. (2003). “Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Thailand”, *Journal of Asian Economics*, 14, 389-418.

Doğanay, Ö., Ertem, O. (2007) “Girişim Sermayesi” *TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Raporu*.

Donnay, M. and Degryse, H.(2001). “Bank Lending Rate Pass-Through and Differences in the Transmission of A Single EMU Monetary Policy”, *Center for Economic Studies Discussion Paper*, K.U. Leuven, 01-17.

Dornbusch, R. (1979). “Monetary Policy Under Exchange Rate Flexibility”, in *Managed Exchange Rate Flexibility: The Recent Experience*, Federal Reserve Bank of Boston.

Dornbusch, R. (1976). “Expectations and Exchange Rate Dynamics”, *The Journal of Political Economy*, LXXXIV, 6, 1161-1176.

Dornbusch R., Favero C., Giavazzi F. (April 1998): *Immediate Challenges For The AMB: Issues In Formulating A Single Monetary Policy*, Economic Policy, Printed in Great Britain

Drake L. Fleissig A.R. (November 2010): *Substitution between monetary assets and consumer goods: New evidence on the monetary transmission mechanism*, *Journal of Banking & Finance*, Volume 34, Issue 11, s. 2811-2821

Du Plessis S.A. (March 2005): *The Democratic Deficit and Inflation Targeting*, *South African Journal of Economics* Vol. 73:1

Easterly W., Fischer S.(May 2000): *Inflation and the Poor*, The World Bank Development Research Group Macroeconomics and Growth And International Monetary Fund Policy Research Working Paper No.2335

Ece, D., Kara H., Ogunc, F., Ozlale, U. and Sarikaya, C. (2005). “Estimating Output Gap for the Turkish Economy: A Semi-Structural Non-Linear Time Series Approach”, *unpublished manuscript*, Central Bank of the Republic of Turkey.

- Ehrmann, M., Gambacorta, L., Martinez-Pages, J., Sevestre, P. and Worms, A. (2001). "Financial Systems and the Role of Banks in Monetary Policy Transmission in the Euro Area", *Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, No. 18/01.
- Ehrmann, M., Fratzscher, M. ve Rigobon, R. (2005). "Stocks, bonds money markets and exchange rates: Measuring International Financial Transmission", *NBER Working Paper*, No. 11166.
- Ehrmann, Michael and Marcel Fratzscher (2007). "Explaining Monetary Policy Decisions in Press Conferences", *ECB Working Paper* no 767.
- Eichenbaum, M. (1992). "Comment on Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy", *European Economic Review*, Vol. 36, No. 5, 1001-1011.
- Eichenbaum, M. and Evans, C.L. (1995). "Some Empirical Evidence on the Effects of Monetary Policy Shocks on Exchange Rates", *Quarterly Journal of Economics*, 975-1009.
- Eissrich, D. (2008). "Transmission of Monetary Policy in the Euro Area", *University of Applied Science of the Deutsche BundesBank*, lecture notes.
- Ekren, N., Gündüz, L. (1999). "Vektör Otoregresif Modeller ve Parasal Aktarım Mekanizmasının Analizi", *IV. Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu*, Antalya.
- Ellingsen, T. ve Soderstrom, U. (2001). "Monetary Policy and Market Interest Rates", *American Economic Review*, 91 (5), 1294-1607
- Emir, O.Y., Karasoy, A. and Kunter, K. (2000). "Monetary Reaction Function in Turkey", *Research Department of the Central Bank of the Republic of Turkey Discussion Paper*, No. 0005.
- Erçel, G. (2001): *Umut Enflasyon Hedeflemesinde*, Ekonomik Forum, Sayı: 3
- Erdemil, C. (2006). "Parasal Aktarma Mekanizması Kanalları" *Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı*, Doktora Tezi.
- Erdoğan, F. (1997). "Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği", *Doktora Tezi*, Yayın No. 63, Sermaye Piyasası Kurulu.
- Escriva, J. L. and Haldane, A. G. (1994). "The Interest Rate Transmission Mechanism: Sectoral Estimates for Spain", *Bank of Spain Working Paper*, No. 9414.
- Espinoza-Vega, M. and Rebucci, A. (2004). "Retail Bank Interest Rate and Interest Rate Pass-Through: Is Chile?", *Central Bank of Chile Working Paper*, No. 221.
- European Central Bank (2000). "Monetary Policy Transmission in the Euro Area", *ECB Monthly Bulletin*, July, 43-58.

European Central Bank (2002). "Recent Findings on Monetary Policy Transmission in the Euro Area", ECB Monthly Bulletin, October, 43-53.

European Central Bank (2004). "The Monetary Policy of the ECB", Frankfurt.

Fama, E.F. (1980): *Banking in Theory of Finance*, Journal of Monetary Economics 6, 39-57.

Faust, J. (1998). "The Robustness of Identified VAR Conclusions About Money", Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, No. 610.

Faust J., Svenson L. (2001). "Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals", *International Economic Review*, Vol.42, 369-397.

Favero, C.A., Giavazzi, F. and Flabbi, L. (1999). "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Europe: Evidence From Banks' Balance Sheets", *NBER Working Paper*, No. 7231.

Fendel R. M., Frenkel M. R. (2005): Five Years Of Single European Monetary Policy In Practice: Is The AMB Rule-Based?, *Contemporary Economic Policy* Vol. 24, No. 1, January 2006, 106-115, Western Economic Association International

Filardo A.J. (2000). "Monetary Policy and Asset Prices", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Vol. 85, 11-37.

Fischer S.(April 1979): *On Activist Monetary Policy With Rational Expectations*, NBER Working Paper Series Working Paper No.341, National Bureau Of Economic Research Cambridge, MA

Fischer S. (1996): *Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?*, *Journal of Federal Reserve Bank of Kansas City*, pp.7-34

Fischer, A.M. (1993). "Inflation Targeting: The New Zealand and Canadian Cases", *Cato Journal*, (Spring-Summer), Vol. 13, No. 1, 1-27.

Fisher, I. (1911): *The Purchasing Power of Money*, New York: Macmillan

Fontana G. and Palacio-Vera A. (2007): *Are Long-Run Price Stability And Short-Run Output Stabilization All That Monetary Policy Can Aim For?*, *Metroeconomica* 58:2

Fracasso, Andrea, Hans Genberg and Charles Wyplosz (2003): "How do Central Banks Write?" *Geneva Reports on the World Economy* 2, Geneva/London: ICMB and CEPR.

Ferrero, Guiseppe and Alessandro Secchi (2007): "The Announcement of Future Policy Intentions", *Bank of Italy Working Paper*.

- Fraga, A. (2003): *Inflation Targeting in Emerging Market Economies*, Working Paper Series of Banco Central Do Brasil, no. 76
- Freedman C. (2000): *The Canadian Experience with Targets for Reducing and Controlling Inflation*, International Monetary Fund, Conference
- Frenkel M., Mehrez G. (2006): *Inflation and Endogenous Technological Growth*, Econpapers, <http://129.3.20.41/e...s/9808/9808001.ps.gz>
- Frenkel M., Klein M. (Fall, 1991): *Balance of Payments Crises and Fiscal Adjustment Measures*, Journal of Macroeconomics, Vol. 13, No. 4, pp. 657-673
- Frenkel M. Pierdzioch C., Stadtmann G. (2006): *The Transparency Of The AMB Policy: What Can We Learn From Its Foreign Exchange Market Interventions?*, Journal of Policy Modeling 28 141–156
- Friedman B. M. (December 2000): *Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 8057, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, December 2000
- Frenkel, J.A. and Razin, A. (1987). “The Mundell-Flemin Model A Quarter Century Later”, *IMF Staff Papers*, 34(4), 567-620.
- Freedman C., Kumhof M., Laxton D., Muir D., Mursula S. (2010): *Global effects of fiscal stimulus during the crisis*, Journal of Monetary Economics 57, s. 506–526
- Friedman, M. (1970). “A Theoretical Framework for Monetary Analysis”, *Journal of Political Economy*, (March-April), 78, 193-238.
- Friedman, M. (1968). “The Role of Monetary Policy”, *American Economic Review*, 58(1), 1-17.
- Fry M.J. (1980): *Money, Interest, Inflation And Growth In Turkey*, Journal of Monetary Economrcs 6 535 – 545
- Fuhrer, J. C. (1995a). “Monetary Policy and the Behavior of Long Term Real Interest Rate”, *New England Economic Review*.
- Fuhrer, J.C. and Moore, G.R. (1995b). “Monetary Policy Trade-offs and the Correlation between Nominal Interest Rates and Real Output”, *American Economic Review*, (March), 85, 219-35.
- Furceri D., Karras G. (2006): *Are The New EU Members Ready For The EURO? A Comparison Of Costs And Benefits*, Journal of Policy Modeling 28 25–38
- Gagnon, J. and Ihrig, J. (2004). “Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through”, *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 9, No. 4, October, 315-338.

- Gali, J. (2002): "New Perspectives on Money, Inflation and the Business Cycle", NBER Working Paper, No.8767, February
- Garcia, C.J. and Restrepo, E.J. (2001). "Price Inflation and Exchange Rate Pass-Through in Chile", *Central Bank of Chile Working Paper*, No. 128.
- Garretsen H., Swank, J. (2003). "The Bank Lending Channel in the Netherlands, the Impact of Monetary Policy on Households and Firms" *De Economist*, Vol. 151, 35-51.
- Gaspar V., Smets F. (2002): *Monetary Policy, Price Stability and Output Gap Stabilization*, *International Finance* 5:2, pp. 193–211
- Gerberding C. (2005): Franz Seitz, Andreas Worms, *How the Bundesbank really conducted monetary policy*, *North American Journal of Economics and Finance* 16 277–292
- Gerlach, S. , Smets, F. (1995). "The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from the G-7 Countries", *BIS Working Papers*, No. 26.
- Gerlach S. (October 2004): *The Pillars Of The AMB*, *Economic Policy*, pp. 389–439
Printed in Great Britain
- Gerlach-Kristen, Petra (2004): "Is the MPC's Voting Record Informative about Future UK Monetary Policy?", *Scandinavian Journal of Economics*, no 106(2), pp 299–313.
- Gertler M., Gilchrist, S. (1994). "Monetary Policy, Business Cycles and the Behaviour of Small Manufacturing Firms", *Quarterly Journal of Economics*, 109, No. 2, 309-340.
- Gertler, M. (1998). "Asset Prices and Monetary Policy: Four Views", *BIS*.
- Gertler, M. , Gilchrist, S. (1993). "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence", *Scandinavian Journal of Economics*, XCV, No. 1, 43-64.
- Gibson, M.S. (1997). "The Bank Lending Channel of Monetary Policy Transmission: Evidence from a Model of Bank Behavior that Incorporates Long Term Customer Relationships", *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, No. 584.
- Gilchrist S., Leahy, J.V. (2002). "Monetary Policy Asset Prices", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, 75-97.
- Ghosh A., Phillips S. (May 1998): *Inflation, Disinflation, and Growth*, IMF Working Paper, WP/98/68, International Monetary Fund, Policy Development and Review Department
- Ghosh A., Phillips S.(December 1998): *Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth*, IMF Staff Papers Vol. 45, No. 4

G.Gonzalez, J.A., (2000). "Exchange Rate Pass-through and Partial Dollarization: Is there a Link?", *Centre for Research on Economic Development and Policy Reform*, No. WP/00/81.

Gomez, J. and Julio, J. M. (2003). "Transmission Mechanism and Inflation Targeting: The Case of Colombia's Disinflation", *Revista de Analisis Economico*, XVIII, 2, 109-133.

Goodfriend, Marvin (1986): "Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking", *Journal of Monetary Economics*, no 17(1), pp 63–92.

Goodfriend M., King R. G. (June 1997): *The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, Cambridge, MA

Goodfriend M., King R.G., Tabellini J. G. G. (2000): *The Case for Price Stability*, iç. *Why price stability?*, First AMB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany ed. Alicia García Herrero, Vítor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, AMB Publications, Frankfurt, pp.53-112

Goodfriend M., King R. G. (August 2001) *The Case For Price Stability*, NBER Working Paper Series, Working Paper 8423, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, August 2001

Goodfriend M. (2002): Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer, *International Finance* 5:2, 2002: pp. 165–191

Goodfriend M. (Summer 2004): *Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer*, Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly Volume 90/3 pp.21-45

Goodhart, Charles AE (2001): "Monetary policy transmission lags and the formulation of the policy decision on interest rates", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, no 83(4), pp 165–81.

Goodhart, C. and Hofmann, B. (2003). "The IS Curve and the Transmission of Monetary Policy: Is There a Puzzle?" *ZEI Working Paper*, B13-2003.

Goodart, C. (2007). "A Less Hazardous Way to Protect Depositors" *Financial Times*, London, 20.10.2007, pg.15.

Gonçalves, C., Carlos, E. (2006): *Inflation targeting in emerging economies: What do the data say?* *Journal of Development Economics* (8)

Gosselin, Pierre, Aileen Lotz and Charles Wyplosz (2007): "Interest Rate Signals and Central Bank Transparency", CEPR Discussion Paper no 6454.

Greenspan A.(2004): *Opening Remarks* at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 27, 2004, <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2004/20040827/default.htm>

- Gregoriou A., Ktonikas A. (2006): *Inflation Targeting And The Stationarity Of Inflation: New Results From An Estar Unit Root Test*, *Bulletin of Economic Research* 58:4, 0307–3378
- Greenwood, J. (1983). “Expectations, the Exchange Rate and the Current Account”, *Journal of Monetary Economics*, 12 (November), 543-569.
- Gurley, J.G. and Shaw, A.S. (1955). “Financial Aspects of Economic Development”, *The American Economic Review*, 45(4), 515-538.
- Günel, M. (1999). “Para Arzının İçselliği, Etkileri, Merkez Bankalarının Değişen Rolü ve Türkiye’de Gelişmeler”, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı.
- Gündüz, L. (1999). “Parasal Aktarım Mekanizması ve Kredi Kanalı: Türkiye Örneğinin VAR Modelleriyle Analizi”, *Yayımlanmamış Doktora Tezi*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Gündüz, L. (2001). “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması ve Banka Kredi Kanalı”, *İMKB Dergisi*, V, 18,13-30.
- Günsel, E. (1999). “Parasal Ekonomi-Reel Ekonomi İlişkileri, ve Parasal Aktarım Mekanizması”, *İktisat İşletme ve Finans*, Sayı.158.
- Gürkaynak, R, Sack, B. ve Swanson, E. (2005). “Do Actions Speak Louder Than Words?”, *International Journal of Central Banking*, 1 (1), 55-93.
- Gürkaynak, Refet S, Andrew Levin and Eric Swanson (2006): “Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from Long-Term Bond Yields in the US, UK and Sweden”, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper* no 2006–09.
- Ha Y. (February 2000): *Uncertainty About The Length Of The Monetary Policy Transmission Lag: Implications For Monetary Policy*, Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series
- Hagen J. (1999): *Money growth targeting by the Bundesbank*, *Journal of Monetary Economics* 43 681-701
- Hakkio, C.S. (1992). “Monetary Transmission Channels in Major Foreign Industrial Countries: A Comment”, *Research Working Paper from Federal Reserve Bank of Kansas City*, No. 92-12.
- Halikais, I. and Levy, J. (1997). “Aspects of Monetary Transmission Mechanism Under Exchange Rate Targeting: The Case of France”, *IMF Working Papers*, 1997-44.
- Hall R. E. (January, 2005): *Controlling the Price Level*, *The American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 64, No. 1 pp.94-111

- Helpman, E. and Razin, A.(1982). "Dynamics of A Floating Exchange Rate Regime", *Journal of Political Economy*, 90, 728-754.
- Heyes, A. (1998). "A proposal for the Greening of Textbook Macro: 'IS-LM-EE'", <http://www.rhul.ac.uk/economics/Research/WorkingPapers/pdf/dpe9907.pdf>
- Honda, Y. (2000): *Some tests on the effects of inflation targeting in New Zealand, Canada, and the UK*, *Economics Letters* (66) 1-6
- Ho, C. and McCauley, R.N. (2003). "Living With Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies", *BIS Working Paper*, (February), No. 130.
- Hoover, K.D. ve Jorda, O. (2001). "Measuring Systematic Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, July/August, 113-137
- Horváth, C., Krekó, J., Naszódi, A. (2004). "Interest Rate Pass-Through: the Case of Hungary", *Magyar Nemzeti Bank, Working Paper*, No. 8.
- Humphrey T. M. (Summer 2002): *Knut Wicksell and Gustav Cassel on the Cumulative Process and the Price-Stabilizing Policy Rule*, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* Volume 88/3, pp.59-83
- Hubbard, R.G. (1995). "Is There a 'Credit Channel' for Monetary Policy", *Federal Reserve Bank St. Louis Review*. LXXVII, 3, 63-77.
- Hung, L.V. (2007). "A Vector Autoregression (VAR) Analysis of the Monetary Transmission Mechanism in Vietnam ", *National Graduate Institute for Policy Studies (GRIPS)*, Roppongi, Minato-ku.
- Hülsewig O., Mayer E., Wollmershäuser T. (2009): *Bank behavior, incomplete interest rate pass-through, and the cost channel of monetary policy transmission*, *Economic Modelling*, 26, s. 310–1327
- IMF, Monetary and Capital markets Department, (2007). "Asset-Backed Commercial Paper: Recent Market Concerns" *Global Markets Feature*, 20.08.2007
- IMF, Monetary and Capital markets Department, (2007). "Credit Market Correction: Causes and Consequences" *Global Markets Feature*, 08.08.2007.
- Ireland P.N. (2006): *The Monetary Transmission Mechanism, Iç. The New Palgrave Dictionary of Economics, Second Edition*, edited by Lawrence Blume and Steven Durlauf, Hampshire: Palgrave Macmillan Ltd. 2006, pp.1-15
- Ireland P.N. (2002): "Rules Rather Than Discretion" *After Twenty Five Years: What Have We Learned? What More Can We Learn?*, Boston College Economics Department Working Papers in Economics

Issing O.(2000): *Why Price Stability?*, iç. *Why price stability?*, First AMB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany ed. Alicia García Herrero, Vítor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, AMB Publications, Frankfurt, pp.180-202

Issing O. (1997): *Monetary targeting in Germany: The stability of monetary policy and of the monetary system*, *Journal of Monetary Economics* 39 67 79

Issing, Otmar (1999): “The Eurosystem: Transparent and Accountable, or ‘Willem in Euroland’”, *Journal of Common Market Studies*, no 37(3), pp 503–19.

Iwata, S. Wu, S. (2006): *Estimating Monetary Policy Effects When Interest Rates Are Close to Zero*, *Journal of Monetary Economics* (53), 1395- 1408

İnal, D.G. (2006). “Türkiye’de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerine Etkisi”, *TCMB Uzmanlık Tezi*.

İnan, E. A. (2001). “Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye”, *Bankacılar Dergisi*, 39, 3-19.

Iturriaga F., Lopez ,J. (2000). “More on the Credit Channel of Monetary Policy Transmission: An International Comparison”, *Applied Financial economics*, Vol. 10, 423-434.

Ize, A. and Parrado, E. (2002). “Dollarization, Monetary Policy, and the Pass-Through”, *IMF Working Paper*, No. 02/188.

Jansen, David-Jan (2008): “Does the Clarity of Central Bank Communication Affect Volatility in Financial Markets?”, unpublished paper, De Nederlandsche Bank, March.

Jansen, David-Jan and Jakob De Haan (2006): “Look Who’s Talking: ECB Communication During the First Years of EMU”, *International Journal of Finance and Economics*, no 11(3), pp 219–28.

Jimborean R. (2009): *The role of banks in the monetary policy transmission in the new EU member states*, *Economic Systems*, 33 s. 360–375

Johnson, David R (2002): “The Effect of Inflation Targeting on the Behavior of Expected Inflation: Evidence from an 11 Country Panel”, *Journal of Monetary Economics*, no 49(8), pp 1493–1519.

Johansen, S. ve Juselius, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Applications to the Demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, LII, 2, 169-210.

Johnson, H.G. (1971): *Discussion of “Theoretical Foundations of Monetary Policy” by Robert W. Clower*, in *Monetary Theory and Monetary Policy in the 1970s*.

- Jonsson, G. (1999). The Relative Merits and Implications of Inflation Targeting for South Africa. *IMF Working Paper*, WP/99/116, Washington D.C. (imf.org)
- Judson, R., Orphanides A. (May 1996): *Inflation, Volatility and Growth*, Publication of Board of Governors of the Federal Reserve System, www.fed.gov
- Juselius, K. (1998). “Changing Monetary Transmission Mechanisms within the EU”, *Empirical Economics*, 23, 455-481.
- Juselius, K. and Gennari, E. (1998). “Dynamic Modeling and Structural Shift: Monetary Transmission Mechanisms in Italy before and after EMS”, *University of Copenhagen Institute of Economics Discussion Paper*, No. 99-12.
- Juselius, K. and Toro, J. (1999). “The Effect of Joining the EMS: Monetary Transmission Mechanisms in Spain before and after EMS”, *University of Copenhagen Institute of Economics Discussion Paper*, No. 99-22.
- Kadioğlu, F., Özdemir, Y. ve Yılmaz, G. (2000). *Inflation Targeting in Developing Countries*. T.C. Merkez Bankası
- Kaen F. R., Sherman H.C., Tehranian H. (1997): *The effects of Bundesbank discount and Lombard rate changes on German bank stocks*, *Journal of Multinational Financial Management* 7 (1997) 1-25
- Kakes, J. (1998). “Identifying the Mechanism: Is There A Bank Lending Channel of Monetary Transmission in the Netherlands?”, *Applied Economics Letters*, 7, 63-67.
- Kakes, J., Sturm, J-E., Maier, P. (1999). “Monetary Transmission and Bank Lending in Germany”, *mimeo*, University of Groningen.
- Kalkan, M., Kıpıcı, A.N. and Peker, A.T. (1997). “Leading Indicators of Inflation in Turkey”, *IFC Bulletin*, 1, 71-92.
- Kamin, Steven, Philip Turner, Jozef Van 't dack: (1998), “*The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview*”, *The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies*, Bank for International Settlements, Basle, pp. 5-64.
- Kandil M., Berument H., Dinçer N. N. (2007): *The effects of exchange rate fluctuations on economic activity in Turkey*, *Journal of Asian Economics* 18 466–489
- Kara, H., Ögünç, F., Özlale, Ü., Sarıkaya, Ç. (2007). “Estimating the Output Gap in a Changing Economy” *Southern Economic Journal*, 74:1, 269-289.
- Kara, H., Küçük-Tuğer, H., Özlale, Ü., Tuğer, B., ve Yücel, E. M.,(2007),“Exchange Rate Regimes and Passthrough Evidence From the Turkish Economy”, *Contemporary Economic Policy*, 25(2), 206-225.

Kara, H. (2006). “Turkish Experience With Implicit Inflation Targeting”, *Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper*, No. 2006/3.

Kara, H., Küçük H., Özlale, Ü., Tuğer, B., Yavuz, D. and Yücel, E. (2005). “Exchange Rate Pass-Through in Turkey: Has It Changed and to What Extent?”, *Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper*, No. 2005/4.

Kara, H. and Ögünç, F. (2005). “Exchange Rate Pass-Through in Turkey : It is Slow, but is it Really Low?”, *CBRT Research Department Working Paper*, No.05/10.

Karasoy, A., Kunter, K., Us, V. (2005). “Monetary Transmission Mechanism in Turkey Under Free Float Using a Small-Scale Macroeconomic Model” *Economic Modeling*, 22, 1064-1073.

Kasman A., Ayhan D. (2008): *Foreign exchange reserves and exchange rates in Turkey: Structural breaks, unit roots and cointegration*, *Economic Modelling* 25 83–92

Kashyap, Anil K., Jeremy C. Stein: (1994), “*Monetary Policy and Bank Lending*”, *Monetary Policy*, Ed. N. Gregory Mankiw, Chicago, The University of Chicago Press, pp. 221-256.

Kasapoğlu, Ö. (2007). “Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama” , *TCMB Uzman Yeterlilik Tezi*.

Kashyap, A., Lamont, o., Stein, J., (1994). “Credit Condition and the Cyclical Behaviour of Investors” *The Quarterly Journal of Economics*, August, 565-592.

Kashyap, A.K. and Stein, J.C. (2000). “What Do A Million Observation on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy?”, *The American Economic Review*, XC, 3, 407-428.

Kashyap A.K. and Stein, J.C. (1995a). “What a Million Banks Have to Say About the Transmission of Monetary Policy?” *Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy*, 42.

Kashyap A. and Stein, J.C. (1995b). “The Role of Banks in the Transmission of Monetary Policy” *NBER Reporter*, Fall.

Kashyap A. and Stein, J.C. (1993). “Monetary Policy and Banking Lending” *NBER Working Paper Series*, No. 4317.

Kashyap, A.K., Stein, J.C. and Wilcox, D.W. (1993). “Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance: A Reply”, *American Economic Review*, 83, 78–98.

Khan M. S. And Senhadji A.S. (2001): *Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth*, IMF Staff Papers Vol. 48, No. 1 International Monetary Fund

Kesriyeli, M. (1997). "1980'li Yıllardan günümüze Para Politikası Gelişmeleri" *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Raporu* 97/4.

Kesriyeli, M. and Yalçın, C. (1998). "Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not", *Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Discussion Papers*, No. 9802.

Kesriyeli, M. and Yalçın, C. (1997). "The Behaviour of Monetary Aggregates in Turkey", *Central Bank of the Republic of Turkey Research Department*.

Kholodilin, K.A., Oshchepkov, A. ve Siliverstovs B. (2009). "The Russian Regional Convergence Process: Where Does It Go?", *Discussion Paper, German Institute for Economic Research, DIW Berlin*, 861.

Kılınç, M. (2006). "Sectoral Asymmetries, Currency Mismatch and Sudden Stops", http://www.sabanciuniv.edu/HaberlerDuyurular/Documents/DD20070126153831/mustafa_kilinc.pdf

Kıpııcı, A.N. (2000). "Determination of Inflationary Expectations," The Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara.

Kimball, M. (1995): "The Quantitative Analytics of the basic Neo-monetarist model", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.27, No.2, November, p.1242 ve LONG, J. B. de (2000): "The Triumph of Monetarism", *Journal of Economic Perspectives*, No.14, Winter

King, G.R. (1993). "Will the New Keynesian Macroeconomics Resurrect the IS-LM Model?", *Journal of Economic Perspectives*, 7(1), 67-82.

King, M. (1997) *Changes in U.K. Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice* *Journal of Monetary Economics*, vol. 39

King, M.(1997): *The Inflation Target Five Years On*, Bank of England Resmi Web Sitesi www.bankofengland.co.uk

King, Mervyn (2000): "Monetary Theory: Policy in Practice", address to the joint luncheon of the American Economic Association and the American Finance Association, Boston;
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2000/speech67.htm>.

King, G.R. (2000). "The New IS-LM Model: Language, Logic and Limits", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 86(3), 45-103.

King, M. "Turmoil in Financial Markets: What Can Central Banks Do?" *Paper Submitted to the Treasury Committee*.

King, S.R. (1986). "Monetary Transmission: Through Bank Loans or Bank Liabilities?", *Journal of Money, Credit and Banking*, 18, 290-303.

King, G.R., and Goodfriend, M. (1997). “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy”,

http://www.richmondfed.org/publications/research/working_papers/1998/wp_98-5.cfm

King, R., and Watson, M. (1996). “Money, Prices, Interest Rates, and the Business Cycle”, *Review of Economics and Statistics*, (February), Vol. 78, 35-53.

Kishan R.P., Opiela, T.P. (2000). “Banks Size, Bank Capital and the Bank Lending Channel”, *Journal of Money Credit and Banking*, Vol.32, 121-141.

Knight M. D. (2003): *General Discussion: Implications of a Changing Economic Structure for the Strategy of Monetary Policy*, Article provided by Federal Reserve Bank of Kansas City Journal, pp. 361-371

<http://www.kc.frb.org/Publicat/sympos/2003/pdf/GD52003.pdf>

Kobayashi T. (November 2004): *Hybrid Inflation-Price-Level Targeting In An Economy With Output Persistence*, *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 51, No. 5, (641-653)

Kohn, Donald L and Brian Sack (2004): “Central Bank Talk: Does it Matter and Why?”, in *Macroeconomics, Monetary Policy, and Financial Stability*, Bank of Canada, pp 175–206.

Kohler, M, Britton, E. Yates, T. (2000). “Trade Credit and the Monetary Transmission Mechanism”, *Bank of England Working Paper Series*, 2000-115.

Köse, N. and Saraçoğlu, B. (1999). “Vektör Otoregresyon Yaklaşımı ile Enflasyonla Mücadelede Politika Seçimi: Türkiye Örneği 1980-1996”, *İktisat, İşletme ve Finans*, 159, 12-27.

Kretzmer, P.E. (1989), “The Cross-Industry Effects of Unanticipated Money In An Equilibrium Business Cycle Model”, *Journal of Monetary Economics*, 23, 275-296.

Kumhof M. (2010): *On the theory of sterilized foreign exchange intervention*, *Journal of Economic Dynamics & Control* 34, s.1403–1420

Kuttner, K. and Mosser, P. (2002). “The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions”, *Federal Reserve Bank of N Y Economic Policy Review*, (May), 15-26.

Kuzin V. (2006): The inflation aversion of the Bundesbank: A state space approach, *Journal of Economic Dynamics & Control* 30 (2006) 1671–1686

Kwapil C., Johann S. (2010): *Interest rate pass-through, monetary policy rules and macroeconomic stability*, *Journal of International Money and Finance* 29, 236–251

Kydland F.E., Prescott E. C.(1999): "Rules Rather than Discretion. The Inconsistency of Optimal Plans", *ç.Rational Expectations and Economic Practice*

Lange, Joe, Brian Sack and William Whitesell (2003): "Anticipations of Monetary Policy in Financial Markets", *Journal of Money, Credit, and Banking*, no 35(6), pp 889–909.

Lapp, John S. and Douglas K Pearce (2000): "Does a Bias in FOMC Policy Directives Help Predict Inter-Meeting Policy Changes?", *Journal of Money, Credit, and Banking*, no 32(3), pp 435–41.

Lavoie M.(2002): *A Post-Keynesian Alternative To The New Consensus On Monetary Policy*, Paper prepared for the ADEK Conference organized by the CEMF Université de Bourgogne Dijon, France November 14-16

Lawrence, J.C., Eichenbaum, M. and Evans, C. L. (2000). "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?", J. Taylor ve M. Woodford (ed.), *Handbook of Macroeconomics*, North Holland, Vol. 1, 65-148.

Lawrence, J.C. and Eichenbaum, M. (1992). "Liquidity Effects and the Monetary Transmission Mechanism", *American Economic Review*, Papers and Preceedings Vol. 82, No. 2, 346-353.

Lawson, T. (1994). "The Nature of Post Keynesianism and its links to other traditions: A Realist Perspective", *Journal of Post Keynesian Economics*, 16(4), 503-536.

Levin, Andrew T, Fabio M Natalucci and Jeremy M Piger (2004): "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, no 86(4), pp 51– 80.

Lee J. (July 1999): *Inflation Targeting In Practice: Further Evidence*, Contemporary Economic Policy, Vol. 17, NO. 3, 332-347

Leeper, E.M. (1997). "Narrative and VAR Approaches to Monetary Policy: Common Identification Problems", *Journal of Monetary Economics*, 40, 641-657.

Leeper D. (2010): E.M., *Monetary–fiscal policy interactions and fiscal stimulus*, European Economic Review (basım aşamasında) doi:10.1016/j.euroecorev.2010.04.004, erişim tarihi: 18.11.2010

Leeuw, F. and Gramlich, E.M. (1969). "The Channels of Monetary Policy", *Federal Reserve Bank Bulletin*, (June), 472-491.

Leigh, D. and Rossi, M. (2002). "Exchange Rate Pass-Through in Turkey", *IMF Working Paper*, WP/02/204.

Leino P. (2001): *The European Central Bank and Legitimacy Is the AMB a Modification of or an Exception to the Principle of Democracy?*, Harvard Jean Monnet Working Paper 1/01

Leith C., Wren-Lewis S. (2001): *Interest Rate Feedback Rules In An Open Economy With Forward Looking Inflation*, Oxford Bulletin Of Economics And Statistics, 63, 2 0305-9049

Lensink R., Sterken E. (2002). "Monetary Transmission and Bank Competition in the EMU", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26, 2065-2075.

Levacic, R. and Rebmann A. (1983). "Macroeconomics. An Introduction to Keynesian-Neoclassical Controversies", London: *Macmillan Publishers Ltd.*

Linnemann L., Schabert A.(2006): *Monetary Policy and the Taylor Principle in Open Economies*, *International Finance* 9:3, pp. 343–367

Lipsey, R. (1984). "İktisat", İstanbul, *Bilim Teknik*.

Loayza, Norman, Klaus Schmidt-Hebbel: (2002), "*Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview*", *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, Ed. Norman Loayza, Klaus Schmidt-Hebbel, Santiago, Central Bank of Chile, pp. 1-20.

Longworth, D. (2000). "The Canadian Monetary Transmission Mechanism and Inflation Projections", in *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, IMF.

Lucas, R.E. Jr. (1972). "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory* 4(2),103-124.

Lucas R.E., Jr. (Jun., 1973)*Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs*, *The American Economic Review*, Vol. 63, No. 3, 326-334

Lucas, R.E. Jr. (1975). "An Equilibrium Model of: the Business Cycle", *Journal of Political Economy* 83,December,1113-1144.

Lucas, R.E. Jr. (1976). "Ecomometric Policy Evaluation: A Critique", *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*. 1(2),19-46.

Lucas R.E.Jr. And Sargent T. J.(1978): *After Keynesian Macroeconomics*, Paper presented at a June 1978 conference sponsored by the Federal Reserve Bank of Boston and published in its *After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment*. Conference Series No. 19. Edited for publication in this *Quarterly Review*

Lyziak, T. (2002). "Monetary Transmission Mechanism in Poland" Working Paper No:26, *National Bank of Poland*.

- Mafi-Kreft, E. And S. (2006): *Importing Credible Monetary Policy: A Way for Transition Economies to Fight Inflation*, Journal of Economic Letters (92), 1-6
- Mahadeva, L. and Sinclair, P. (2001). "The Transmission Mechanism of Monetary Policy" *Center for Central Banking Studies*, Bank of England.
- Malatyalı, N. K. (1998). *Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği*, DPT, YPKD Genel Müdürlüğü, Çalışma Raporları, Ankara
- Mansoorian, A., Michelis, L. (2006): *The Transition to a New Inflation Rate in Models With Habit Formation*, Journal of Economic Letters (91) 56-60
- Mankiw, G.N. (1989). "Real Business Cycles: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, 3 (Summer), 79-90.
- Manzano, M.C. and Galmés, S. (1996). "Credit Institutions Price Policies and Type of Customer: Impact on the Monetary Transmission Mechanism", Banco de España, *Documento de Trabajo*, No. 9605.
- Marshall, A. (June, 1923): *Money, Credit and Commerce*, The Economic Journal, XXXIII, 130, 198-204.
- Matousek R., Sarantis N. (2009): *The bank lending channel and monetary transmission in Central and Eastern European countries*, Journal of Comparative Economics 37, s. 321–334
- McCallum, B.T. (1981). "Monetarist Principles and Money Stock Growth Rule", *NBER Working Paper*, No. 630, <http://www.nber.org/papers/w0630>
- McCallum, B.T. (1999). "Analysis of the Monetary Transmission Mechanism: Methodological Issues", *NBER Working Paper*, No. 7395.
- Mccallum B. T. (March 2001): *Monetary Policy Analysis In Models Without Money*, NBER Working Paper Series, Working Paper 8174, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA
- McCallum B.T. (2009): *Inflation determination with Taylor rules: Is new-Keynesian analysis critically flawed?* Journal of Monetary Economics, 56 s.1101–1108
- McCarthy J. (1999). "Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies", *BIS Working Paper*, No. 79.
- McCarthy, J. and Peach, R. (2002). "Monetary Policy Transmission to Residential Investment", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Vol. 8, No. 1, 139-158.
- Meade, Ellen E and D Nathan Sheets (2005): "Regional Influences on FOMC Voting Patterns", *Journal of Money, Credit, and Banking*, no 27(4), pp 661–78.

- Meland F.(2006): *A Union-bashing Model of Inflation Targeting*, Scand. J. of Economics 108(3), 419–432
- Mello L., Pisu M. (2010): *The bank lending channel of monetary transmission in Brazil: A VECM approach*, The Quarterly Review of Economics and Finance 50, s.50–60
- Meltzer, A.H. (August, 1963): *The Demand for Money: A Cross-Section Study of Business Firms*, Quarterly Journal of Economics, LXXVII, 3, 405-422.
- Meltzer, Allan H. (1995). “Monetary, Credit (and Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective”, *Journal of Economic Perspectives*, (Fall), No. 9, 49-72.
- Meyer L.H. (2001): *Does Money Matter?*, Paper prepared for the Homer Jones Lecture, Federal Reserve Bank of St. Louis, March 28
- Mihaljeck, D. and Klau, M. (2001). “A Note on the Pass-Through From Exchange Rate and Foreign Price Changes to Inflation in Selected Emerging Market Economies”, *BIS Papers*, No. 8.
- Minella, A. (2001). “Monetary Policy and Inflation in Brazil (1975-2000): VAR Estimation”, *Banco Central do Brasil Working Paper*, No. 33.
- Minsky, H.P. (1993). “On the Non-Neutrality of Money”, *Quarterly Review of Federal Reserve Bank of N.Y.*, 18,77-82.
- Minella, A.,(2002) Paulo Springer de Freitas, Ilan Goldfajn ve Marcelo Kfoury Muinhos, *Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges*, Working Paper Series of Banco Central Do Brasil, no. 53
- Mishkin, F.S. (1982). “Does Anticipated Monetary Policy Matter? An Econometric Investigation”, *Journal of Political Economy*, 90, February, 22-51.
- Mishkin, F.S. (1991). “Asymmetric Information and Financial Crisis: A Historical Perspective”, R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crisis*, 69-108, Chicago: *University of Chicago Press*.
- Mishkin, F.S. (1995). “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4.
- Mishkin, F.S. (1996). “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy”, *NBER Working Papers*, No. 5464.
- Mishkin, F.S. (2000). “What Should Central Banks Do?”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 82, No. 6, 1-13.
- Mishkin, F.S. (2001). “The Transmission Channels and the Role of Asset Prices in Monetary Policy”, *NBER Working Papers*, No. 8617.

- Moessner, Richhild and William Nelson (2008): “Central Bank Policy Rate Guidance and Financial Market Functioning”, *BIS Working Papers*, no 246.
- Morana C. (2006): *A Small Scale Macroeconometric Model For The Euro-12 Area*, *Economic Modelling* 23 391– 426
- Muscattelli A. (1999): *Inflation Contracts and Inflation Targets under Uncertainty: Why We Might Need Conservative Central Bankers*, *Economica* 66, 241–54
- Modigliani, F. (1971). “Monetary Policy and Consumption”, in Federal Reserve Bank of Boston, *Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages*, Boston, 9-84.
- Mojon, B. (2000). “Financial Structure and the Interest Rate Channel of ECB Monetary Policy”, *ECB Working Paper*, No. 40.
- Moshirian F. (2010): *The global financial crisis and the evolution of markets, institutions and regulation*, *Journal of Banking & Finance* (basım aşamasında) doi:10.1016/j.jbankfin.2010.08.010, erişim tarihi: 18.11.2010
- Nautz D. And Oechssler J. (2003): *The Repo Auctions of the European Central Bank and the Vanishing Quota Puzzle*, *Scand. J. of Economics* 105(2), 207–220
- Neyer U. (2003): *Asymmetric Information and the Transmission Mechanism of Monetary Policy*, *German Economic Review* 8(3): 428–446
- Obstfeld, M. (2002). “Inflation-Targeting, Exchange Rate Pass-Through and Volatility”, *American Economic Review*, 92(2), 102-107.
- OeNB (Avusturya Merkez Bankası) (2006). “Focus on European Economic Integration” 1/06.
- Orphanides A., Wieland V. (June 1998): *Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero*, Publication of Board of Governors of the Federal Reserve System, www.fed.gov
- Orphanides, Athanasios and John C Williams (2004): “Imperfect Knowledge, Inflation Expectations and Monetary Policy”, in *The Inflation Targeting Debate*, ed. Ben Bernanke and Michael Woodford, University of Chicago Press, pp 201–34.
- Otani A., Shiratsuka, S. and Shirota, T. (2003). “The Decline in the Exchange Rate Pass-Through: Evidence from Japanese Import Prices”, *Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan.
- Önel, G., Utkulu, U. (2006): *Modeling the Long-Run Sustainability of Turkish External Debt With Structural Changes*, *Journal of Economic Modelling* (23), 669-682
- Özatay F. (2000): *A quarterly macroeconometric model for a highly inflationary and indebted country: Turkey*, *Economic Modelling* 17 2000 1-11

Özatay F. (1997): *Sustainability of Fiscal Deficits, Monetary Policy, and Inflation Stabilization: The Case of Turkey*, *Journal of Policy Modeling* 19(6):661-681

Özdemir, K. A., Turner, P. (2007): *A Monetary Disequilibrium Model for Turkey: Investigation of a Disinflationary Fiscal Rule and its Implications for Monetary Policy*, *Journal of Policy Modeling* (2007), doi:10.1016/j.jpolmod.2007.02.004

Özdemir Z.A. Fisunoğlu M. (2008): *On the inflation-uncertainty hypothesis in Jordan, Philippines and Turkey: A long memory approach*, *International Review of Economics and Finance* 17 1 – 12

Özdemir, B.K. (2009). “Retail Bank Interest Rate Pass-Through: The Turkish Experience”, *International Research Journal of Finance and Economics*,28,7-15.

Özdemir S. (2007): *Liberalization and concentration: Case of Turkey*, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 46 762–777

Öztürk, E. (1992). “Türkiye’de Son Dönemde Para Politikası Tartışmaları”, *TCMB Tartışma Tebliği*, 9206.

Öztürkler, H. (2002). “The Monetary Transmission Mechanisms: An Empirical Application to the Turkish Economy”, *Ph.D. Thesis*, Washington D.C.: The American University.

Pakko, Michael R (2005): “On the Information Content of FOMC Policy Statements: Evidence from a Taylor-rule Perspective”, *Economic Inquiry*, no 43(3), pp 558–69.

Peek, J. and Rosengren, E.S. (1995). “Is Bank Lending Important for the Transmission of Monetary Policy?”, by Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, in *New England Economic Review*, 3-11.

Peersman, G. and Smets, F.(2002). “The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area”, *European Central Bank Working Paper*, No. 165.

Persson T.,Tabellini G.(December 1997): *Political Economics And Macroeconomic Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6329, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Peersman, G. and Smets, F.(2001). “The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence From VAR Analysis”, *European Central Bank Working Paper*, No. 91.

Peker, O. (2004). “Parasal Şokların Reel Etkileri: Kuram ve Türkiye Örneği”, *Doktora Tezi*, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Enstitüsü.

Pigou, A. (November 1917): *The Value of Money*, *The Quarterly Journal of economics*, XXXVII, 38-65.

- Poole W. (1998): *Is Inflation Too Low?*, Remarks Prepared for 16th Annual Monetary Conference Cato Institute, Washington, D.C. Oct. 22
- Poole, William and Robert H Rasche (2003): “The Impact of Changes in FOMC Disclosure Practices on the Transparency of Monetary Policy: Are Markets and the FOMC Better “Synched”?”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, no 85(1), pp 1–10.
- Pobre, M.L. (2003). “An Analysis of the Monetary Transmission Mechanism in East Asia”, *Philippine Journal of Development*, Number 56, Second Semester 2003, Vol. XXX, No. 2.
- Presley, J.R. (1986). “Modern Monetarist Ideas: A British Connection?”, in R.D.C. Black(ed.), *Ideas in Economics*, Ottawa, *Barnes and Nobel Books*.
- Rabin, A.A. and Yeager L.B. (1997). “The Monetary Transmission Mechanism”, *Eastern Economic Journal*, 23(3), 293-299.
- Ragan C. (September 1998): *On the Believable Benefits of Low Inflation*, Bank of Canada, Working Paper 98-15
- Ramey, V. (1993). “How Important is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy?”, *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, XXXIX, 1-45.
- Reeves, Rachel and Michael Sawicki (2007): “Do Financial Markets React to Bank of England Communication?”, *European Journal of Political Economy*, no 23(1), pp 207–27.
- Reinhart, Vincent and Brian Sack (2006): “Grading the Federal Open Market Committee’s Communications”, unpublished.
- Remsperger H. (2002): The Role of Deutsche Bundesbank in the European System of Central Banks, *Journal of Asian Economics*, 166 137- 156
- Rigobon, R. and Sack, B. (2004). “The Impact of Monetary Policy on Asset Prices”, *Journal of Monetary Economics*, 51, 1553, 1575.
- Rosa, Carlo and Giovanni Verga (2007): “On the Consistency and Effectiveness of Central Bank Communication: Evidence from the ECB”, *European Journal of Political Economy*, no 23(1), pp 146–75.
- Romer D. , Romer C. (November 1998): *Monetary Policy And The Well-Being Of The Poor*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6793, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA
- Romer D. (Spring 2000): *Keynesian Macroeconomics without the LM Curve*, *Journal of Economic Perspectives*-Volume 14, Number 2, pp.149–169

- Robert B. Litterman, 1979. "[Techniques of forecasting using vector autoregressions](#)," [Working Papers](#) 115, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Robert B. Litterman, 1986. "[The limits of counter-cyclical monetary policy: an analysis based on optimal control theory and vector autoregressions](#)," [Working Papers](#) 297, Federal Reserve Bank of Minneapolis
- Roberds, W. and Whiteman, C. (1992). "Monetary Aggregates as Monetary Targets: A Statistical Investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.24, No. 2., 141-161.
- Robertson, D., Wickens, M. (1994). "VAR Modelling" in *Applied Economic Forecasting Techniques*, edited by Stephen Hall, Harvester Wheatsheaf, 29-47.
- Rochon, L.P. (1999). "Credit, Money and Production: An Alternative Keynesian Approach", Cheltenham: *Edward Elgar Publishing*.
- Rodriguez, C.A. (1979). "Short- and Long-Run Effects of Monetary and Fiscal Policies under Flexible Exchange Rates and Perfect Capital Mobility", *the American Economic Review*, 69(1), 176-182.
- Romer, C. D. and Romer, D. H. (1993). "Credit Channel or Credit Actions? An Interpretation of the Postwar Transmission Mechanism", *NBER Working Paper Series No:4485*.
- Romer, C. D. and Romer, D. H. (1990). "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism", *Brookings Papers on Economic Activity*, I, 149-214.
- Roubini, N. and Backus, D. (1998). "MBA Lectures in Macroeconomics", NYU, *Stern School of Business*.
- Ruth, K. (2003). "Monetary Transmission in the EMU:How Valuable is the German Experience?", Graduate Program Finance and Monetary Economics", *University of Frankfurt*, Germany.
- Saraçoğlu, B. and Köse, N. (1997). "Vektör Otoregresyon Yaklaşımı ile Enflasyonla Mücadelede Politika Seçimi: Türkiye Örneği, 1980-1996" *İktisat, İşletme ve Finans*. Haziran, 1999, 12-27.
- Sarıkaya, Ç., Ögünç F., Ece, D., Kara, H. ve Özlale, Ü. (2005). "Estimating Output Gap for the Turkish Economy", *The Central Bank of the Republic of the Turkey Working Paper*, No. 2005/3.
- Schaechter A. (October 2001): *Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Balance Sheet*, IMF Working Paper WP/01/149, Monetary and Exchange Affairs Department
- Shackle, G.L.S. (1971): *Discussion of "Theoretical Foundations of Monetary Policy" by Robert W. Clower*, in *Monetary Theory and Monetary Policy in the 1970s*.

Scheller, H.P. (2004): *European Central Bank: History, Rules and Functions*, European Central Bank Publications

Scheve K. (2000): *Public demand for low inflation*, The Bank of England's working paper series, Working Paper no. 172

Schubert, H. and Vlaar, P. J. G. (1999). "Monetary Transmission and Controllability of Money in Europe: A Structural Vector Error Correction Approach", *DNB Staff-Reports*, No. 36.

Seyrek, İ, Duman, M. and Sarıkaya, M. (2004). "Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye'de Aktarım Mekanizması", *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt. 5, Sayı. 1, 201-212.

Sezer, B. (2003). "Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye'de İşleyişi", *Yüksek Lisans Tezi*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Shiller R. J.(April 1996): *Why Do People Dislike Inflation?*, NBER Working Paper Series, Working Paper 5539, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Simmert, D.B. Und E. Welteke (Hrsg.)(2006): *Die Europäische Zentralbank: Europäische Geldpolitik im Spannungsfeld zwischen Wirtschaft und Politik*, Stuttgart, s. 119-41

Sims, C.A. (1977). "Exogeneity and Casual Ordering in Macroeconomic Models", in Sims, C.A. (ed.), *New Methods of Business Cycle Research*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, MN.

Sims C. A. Macroeconomics and Reality *Econometrica*, Vol. 48, No. 1. (Jan., 1980), pp. 1-48.

Sims, C.A. (1980). "Comparison of Interwar and Postwar Business cycles: Monetarism Reconsidered", *American Economic Review*,70(2), 250-257.

Sims, C.A., Goldfeld, S.M. and Sachs, J.D. (1982). "Policy Analysis with Econometric Models", *Brookings Papers on Economic Activity* , Vol. 1982, No. 1 , 107-164.

Sims, C.A. (1992). "Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts", *European Economic Review*, 36, 975-1011.

Sorensen, C.K. and Werner, T. (2006). "Bank Interest Rate Pass-Through in the Euro Area: A Cross Country Comparison", *ECB Working Paper*, 580.

Surico P. (2007): *The Monetary Policy of the European Central Bank*, Scand. J. of Economics 109(1), 115–135

Steel, D. and King, A. (2004). "Exchange Rate Pass-through: The Role of Regime Changes", *International Review of Applied Economics*, 18, 301-322.

Stein, J.L. (1970). "Monetary Growth theoryin Perspective", *American economic Review*, 60(1),85-106.

Stiglitz, J.E. (1992). "Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies", *Marshal Lecture prepared for the European Economic Assosiation Annual Meeting*.

Stiglitz, .J.E. (1989). "Markets, Market Failures and Development, *American Economic Review*, Papers and Proceeding,79(2).

Stockman, A.C. (1990). "International Transmission and Real Business Cycle Models", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 80 (May), 134-138.

Svensson L.E.O. (1996): *Commentary: How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability? —Conceptual Issues*, Article provided by Federal Reserve Bank of Kansas City Journal, <http://www.kansascityfed.org/>

Svensson L.E.O. (August 1999): *Price Stability As A Target For Monetary Policy: Defining And Maintaining Price Stability*, NBER Working Paper Series, Working Paper 7276, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Svensson, Lars EO (2006a): "Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro Transparency, Not Con", *American Economic Review*, no 96(1), pp 44--51.

Swanson, Eric T (2006): "Federal Reserve Transparency and Financial Market Forecasts of Short-Term Interest Rates", *Journal of Money, Credit and Banking*, no 38 (3), pp 791–819.

Şahinbeyoğlu, G. (2001). "Monetary Transmission Mechanism: A View From A High Inflationary Environment", *The Central Bank of the Republic of the Turkey Research Department Discussion Paper*, No. 2001/1.

Şenkesen, E. (2001). "Banka Kredi Kanalı ve Banka Kredi Kanalıının VAR Modeli ile Testi", *Yüksek Lisans Tezi*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigoracılık Enstitüsü.

Tachibana, M. (2006): *Did the Bank of Japan Have a Target Zone for the Inflation Rate?* *Journal of Economic Letters* (92), 131-136

Taylor J.B. (1999): *Alternative Views of the Monetary Transmission Mechanism: What Difference Do They Make for Monetary Policy?*, Paper prepared for the *Oxford Review of Economic Policy*, an updated, revised, and shortened version of an earlier paper entitled, "The Monetary Transmission Mechanism and The Evaluation of Monetary Policy Rules," presented at the Central Bank of Chile in September 20-21

- Taylor J.B. (1996): *How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability?—Conceptual Issues*, Article provided by Federal Reserve Bank of Kansas City Journal, <http://www.kansascityfed.org/>, pp.181-195
- Taylor, J.B. (2000). “The Monetary Transmission Mechanism and the Evaluation of Monetary Policy Rules”, *Central Bank of Chile Working Paper*, No. 87.
- Taylor, J.B. (2000a). “Low Inflation, Pass-through and the Pricing Power of Firms”, *European Economic Review*, 44, 1389-1408.
- Taylor, J.B. (2000b). “Alternative Views of the Monetary Transmission Mechanism: What Difference Do They Make for Monetary Policy?”, *Oxford Review of Economic Policy*, 16(4), 60-73.
- Taylor, J.B. (1995). “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”, *Journal of Economic Perspectives*, (Fall), Vol. 9, No. 4, 11-26.
- Taylor, J.B. (1983). “Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy by Robert J. Barro and David B. Gordon”, *Journal of Monetary Economics*, 12, 101-121.
- Tabellini G. (1999): *Inflation Targeting and the Accountability of the European Central Bank*, Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, vol. 28, no. 1, pp. 15±23
- Telatar, E. (1996). “Enflasyon Belirsizliğinin Endüstriyel Üretim Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, *İşletme ve Finans Dergisi*, 125, 52-63.
- Telatar, E. and Telatar, F. (2001). “Türkiye’de Enflasyon–Tahmin Hedeflemesi: Sabit ve Değişken Katsayılı Markov–Değişimli Varyans Modellerinin Performans Karşılaştırması”, *İktisat İşletme ve Finans*, 189, 76-87.
- Telatar E.(2002): "Para Arzı Reaksiyon Fonksiyonunun Degisken Katsayılı-Değişken Varyans Modeli ile Tahmini", Hacettepe Üniv. İİBF Dergisi, Cilt 19, sayı2
- Terzi, H. (1999). “Kalkınma Sürecinde Kamu Harcamaları: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, *İktisat İşletme ve Finans*, (Eylül), 70-79.
- Thorbecke, W. and Coppock, L. (1996). “Monetary Policy, Stock Returns and the Role of Credit in the Transmission of Monetary Policy”, *Southern Economic Journal*, Vol. 62, No. 4, 989-1001.
- Tillmann P. (2009): *The time-varying cost channel of monetary transmission*, Journal of International Money and Finance 28 941–953
- Thomas J. Jordan (2007): *Kommunikation, Transparenz und Geldpolitik*, 24. Mai 2007 im Vereinigung Basler Ökonomen Mitglied des Direktoriums, Schweizerische Nationalbank Kollegienhaus der Universität, Petersplatz 1, 4002 Basel

Thornton, Daniel L and David C Wheelock (2000): "A History of the Asymmetric Policy Directive", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, no 82(5), pp 1–16.

Tobin J. (1998): *Monetary Policy: Recent Theory and Practice*, Paper provided by Cowles Foundation, Yale University in its series [Cowles Foundation Discussion Papers](http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d11b/d1187.pdf) no.1187, <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d11b/d1187.pdf>, 16.09.2007

Tobin, J. (August, 1956): *The Interest Elasticity of Transaction Demand for Cash*, *The Review of Economics and Statistics*, XXXVIII, 3, 241-247.

Tobin, J. (1978). "Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism", *Southern Economic Journal*, (January), 44, 421-31.

Toksöz, G.E. (2003). "Kredi Kanalı'nın Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması", *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Banking and Financial Institutions, Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara.

Toolsema, L.A., Sturm, J. E. and De Haan, J. (2001). "Convergence of Monetary Transmission in EMU: New Evidence", *Cesifo Working Paper*, No. 465.

Us, V. (2004). "Monetary Transmission Mechanism in Turkey Under the Monetary Conditions Index: An Alternative Policy Rule", *Applied Economics*, XXXVI, 9, 967-976.

Us V. (2004): *Inflation dynamics and monetary policy strategy: some prospects for the Turkish economy*, *Journal of Policy Modeling* 26 1003–1013

Van der Crujisen, C.A.B., et al., (2010): *Optimal central bank transparency*, *Journal of International Money and Finance*, (basım aşamasında) doi:10.1016/j.jimonfin.2010.06.003 erişim tarihi: 18.11.2010

Van Els, P. Et al (2001). "Monetary Policy Transmission in the Euro Area: What do Aggregate and National Structural Models Tell Us?" ECB Working Paper No. 94.

Vaubel R. (1997): *The bureaucratic and partisan behavior of independent central banks: German and international evidence*, *European Journal of Political Economy* Vol. 13 201-224

Vega, Marco and Diego Winkelried (2005): "Inflation Targeting and Inflation Behaviour: A Successful Story?", *International Journal of Central Banking*, no 1(3), pp 153–75.

Vestin, D. (2006): *Price- Level Versus Inflation Targeting*, *Journal of Monetary Economics* (53) 1361-1376

Vinals J.(2000): *Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment*, iç. *Why price stability?*, First AMB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt,

Germany ed. Alicia García Herrero, Vítor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, AMB Publications, Frankfurt, pp.113-178

Walsh C. (2003): "Implications of a Changing Economic Structure for the Strategy of Monetary Policy", iç. Rethinking Stabilization Policy, A Symposium held by FED of Kansas, August 28-30

Walsh C. E. (1999):*Announcements, Inflation Targeting and Central Bank Incentives*, *Economica* 66, 255–69

Walsh, C. E. and Wilcox, J.A. (1995). "Banks Credit and Economic Activity", in Peek, J. and Rosengren, E.S. (eds.), *Is Bank Lending Important for the Transmission of Monetary Policy?*, by *Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series*, No. 39, 86-112.

Warjiyo, P. and Hutabarat, A.R. (2002). "Exchange Rate and Inflation Expectation Channels of Monetary Policy Transmission: Experience of Indonesia", *Paper presented at SEACEN Conference on Transmission Mechanism on Monetary Policy*, Nadi, Fiji, 16-18 October 2002.

Wilson, B.K. (2006): *The Links Between Inflation, Inflation Uncertainty and Output Growth: New Time Series Evidence From Japan*, *Journal of Macroeconomics* (28) 609-620

Willard, Luke (2006): "The Effect of Inflation Targeting on Inflation: A Reassessment," Ph.D. dissertation essay, Princeton University.

Winkler B. (August 2000): *Which Kind Of Transparency? On The Need For Clarity In Monetary Policy-Making*, European Central Bank Working Paper Series, Working Paper No. 26

Wolman A.L. (Fall 2001): *A Primer on Optimal Monetary Policy with Staggered Price-Setting*, Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* Volume 87/4

Woodford, M.(July 1996): *Control Of The Public Debt: A Requirement For Price Stability?*, Nber Working Paper Series, NBER Working Paper 5684, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Woodford, M.(1999): *Commentary: How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?*, Paper prepared for *New Challenges for Monetary Policy*, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 26-28, Federal Reserve Bank of Kansas Journal

Woodford, M.(October 2000): *Fiscal Requirements for Price Stability*, Paper as an *Official text of the 2000 Money, Credit and Banking Lecture*, presented at *Ohio State University on May 1, 2000*

Woodford, M.(2003):, *Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy*, Paper prepared for the Annual Economic Policy Conference Federal Reserve Bank of St. Louis, October 16-17

Woodford, Michael (2005): “Central-Bank Communication and Policy Effectiveness”, in *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp 399-474.

Wyplosz C., Dickens W.T. , Svensson L.E.O.(2000): *Do We Know How Low Should Inflation Be?*, iç. *Why price stability?*, First AMB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany ed. Alicia García Herrero, Vítor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, AMB Publications, Frankfurt, pp.15-52

Wogin, G. (1980), “Unemployment and Monetary Policy Under Rational Expectations”, *Journal Of Monetary Economics*, 6, 59-68.

Yang, J., Guo, H., Wang, Z. (2006): *International Transmission of Inflation Among G-7 Countries: A Data Determined VaR Analysis*, *Journal of Banking and Finance* (30) 2681- 2700

Yanchun Zhang ve Sun Guofeng (2006): China’s Consumer Credit Sector Expansion and Monetary Transmission Mechanism: What should China’s Central Bank Do?, *Journal of Chinese Political Science*, 11, (1), s.79-93

Zurlinden, M. (2005). “Credit in the Monetary Transmission Mechanism: An Overview of Some Recent Research Using Swiss Data”, *Swiss National Bank Economic Studies*, No. 2005-1.

III. Resmi Rapor ve Belgeler

TCMB Kanunu

TCMB Yıllık Raporları (2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008,2009)

TCMB Enflasyon Raporları (2006 (Ocak- Nisan- Temmuz- Ekim), 2007 (Ocak- Nisan- Temmuz- Ekim), 2008(Ocak- Nisan- Temmuz- Ekim), 2009 (Ocak- Nisan- Temmuz- Ekim), 2010(Ocak- Nisan- Temmuz- Ekim)

TCMB Finansal İstikrar Raporları 2007-I-II, 2008-I-II,2009-I-II – 2010-I-II

TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz’ın tüm konuşmaları

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

IV. Web Siteleri

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası www.tcmb.gov.tr

Avrupa Merkez Bankası ecb.int

EKLER

EK 1

VEC Analizi Sonuçları (İhtiyaç Kredisi)

Cointegrasyon Vektörü:

PPK (-1)	1	0
NAKIT(-1)	0	1
ORTKURLN(-1)	-1019.223	-536.1974
	[-5.64191]	[-5.74248]
GDPLN(-1)	-1855.688	-941.0843
	[-7.05219]	[-6.91934]
TUFELN(-1)	1044.707	561.6521
	[6.71929]	[6.98898]
C	25504.29	12783.15

Hata Düzeltme:	D(PPK)	D(NAKIT)	D(ORTKURLN)	D(GDPLN)	D(TUFELN)
Cointegrasyon Vek.1	0.042143	0.225627	0.000404	0.0016	-0.00013
	[1.53762]	[7.86473]	[0.40846]	[1.48996]	[-0.56327]
Cointegrasyon Vek.2	-0.092776	-0.433665	-0.000658	-0.002632	0.00022
	[-1.78311]	[-7.96274]	[-0.35069]	[-1.29061]	[0.50453]
D(PPK(-1))	0.055622	0.053612	-0.001879	0.010349	-0.000875
	[0.48090]	[0.44282]	[-0.45049]	[2.28317]	[-0.90175]
D(NAKIT(-1))	-0.056776	-0.077231	-0.005713	-0.002976	-0.000773
	[-0.73720]	[-0.95803]	[-2.05754]	[-0.98585]	[-1.19591]
D(ORTKURLN(-1))	4.195888	4.962435	0.369503	-0.044444	0.023959
	[1.57920]	[1.78432]	[3.85741]	[-0.42682]	[1.07467]
D(GDPLN(-1))	-4.885244	5.117947	-0.109419	-0.293591	-0.0334
	[-1.81962]	[1.82118]	[-1.13045]	[-2.79037]	[-1.48264]
D(TUFELN(-1))	-4.594673	-23.2999	-0.247591	-0.362001	0.432554
	[-0.39144]	[-1.89641]	[-0.58508]	[-0.78695]	[4.39184]
C	-0.486799	-0.481945	-0.000157	0.012051	0.003931
	[-3.34226]	[-3.16119]	[-0.02982]	[2.11126]	[3.21654]
R-squared	0.381627	0.551529	0.238536	0.444716	0.270175
Adj. R-squared	0.334059	0.517031	0.179962	0.402002	0.214035
F-statistic	8.022894	15.98738	4.072376	10.41144	4.812488

Not: Parantez içindeki değerler t-istatistiğini yansıtmaktadır.

EK 2
VEC Analizi Sonuçları (Taşıt Kredisi)

Cointegrasyon Vektörü:

PPK (-1)	1
TASIT(-1)	-1.77803 [-0.62211]
ORTKURLN(-1)	-1149.82 [-6.46860]
GDPLN(-1)	-2077.535 [-7.15827]
TUFELN(-1)	1100 [6.87233]
C	28943.87

Hata Düzeltme:	D(PPK)	D(TASIT)	D(ORTKURLN)	D(GDPLN)	D(TUFELN)
Cointegrasyon Vek.1	-0.005841 [-4.42521]	0.000633 [0.79418]	0.0000962 [1.99733]	0.000217 [4.15227]	-0.00000613 [-0.54703]
D(PPK(-1))	0.173365 [1.66288]	0.109031 [1.73307]	-0.0006 [-0.15777]	0.012681 [3.07559]	-0.000998 [-1.12708]
D(TASIT(-1))	-0.317975 [-2.35657]	0.499266 [6.13174]	-0.004913 [-0.99755]	-0.000378 [-0.07086]	-0.000226 [-0.19726]
D(ORTKURLN(-1))	4.285917 [1.63002]	4.891531 [3.08290]	0.378858 [3.94777]	-0.05715 [-0.54960]	0.026558 [1.18973]
D(GDPLN(-1))	-6.161874 [-2.52692]	-1.282319 [-0.87144]	-0.067377 [-0.75704]	-0.317505 [-3.29241]	-0.02222 [-1.07332]
D(TUFELN(-1))	1.646113 [0.14818]	6.434524 [0.95987]	0.074167 [0.18292]	-0.147459 [-0.33565]	0.46447 [4.92489]
C	-0.502958 [-3.45740]	-0.122048 [-1.39032]	0.000248 [0.04675]	0.013448 [2.33754]	0.003995 [3.23447]
R-squared	0.382695	0.414484	0.220936	0.435526	0.254169
Adj. R-squared	0.342436	0.376298	0.170127	0.398713	0.205528
F-statistic	9.50582	10.8544	4.348396	11.8306	5.225396

Not: Parantez içindeki değerler t-istatistiğini yansıtmaktadır.

EK 3
VEC Analizi Sonuçları (Konut Kredisi)

Cointegrasyon Vektörü:

PPK (-1)	1	0
KONUT(-1)	0	1
ORTKURLN(-1)	-1142.569	-173.6244
	[-6.78744]	[-6.31242]
GDPLN(-1)	-1923.634	-248.7376
	[-7.65639]	[-6.05905]
TUFELN(-1)	1107.107	186.6429
	[7.34972]	[7.58323]
C	26422.8	3217.744

Hata Düzeltme:	D(PPK)	D(KONUT)	D(ORTKURLN)	D(GDPLN)	D(TUFELN)
Cointegrasyon Vek.1	-0.011026	0.082723	0.00000256	0.000512	0.000139
	[-2.17090]	[5.39135]	[0.01394]	[2.55468]	[3.47118]
Cointegrasyon Vek.2	0.037283	-0.524161	0.000763	-0.002083	-0.00104
	[1.08592]	[-5.05370]	[0.61485]	[-1.53739]	[-3.83163]
D(PPK(-1))	0.178931	0.82663	-0.000246	0.01063	-0.001999
	[1.64591]	[2.51700]	[-0.06270]	[2.47760]	[-2.32461]
D(KONUT(-1))	-0.072305	-0.018973	-0.001997	0.001606	0.000439
	[-2.52668]	[-0.21947]	[-1.93008]	[1.42245]	[1.93757]
D(ORTKURLN(-1))	3.684179	1.047864	0.373454	-0.080721	0.005408
	[1.34596]	[0.12672]	[3.77402]	[-0.74726]	[0.24984]
D(GDPLN(-1))	-6.408056	12.58321	-0.074268	-0.304111	-0.007885
	[-2.58175]	[1.67815]	[-0.82769]	[-3.10465]	[-0.40166]
D(TUFELN(-1))	3.057478	-67.31477	0.157217	-0.302433	0.386191
	[0.26922]	[-1.96202]	[0.38293]	[-0.67478]	[4.29966]
C	-0.457551	0.641548	0.000374	0.014141	0.004291
	[-3.22000]	[1.49450]	[0.07276]	[2.52158]	[3.81801]
R-squared	0.38989	0.38034	0.244592	0.444433	0.360296
Adj. R-squared	0.342958	0.332674	0.186484	0.401697	0.311088
F-statistic	8.307617	7.979262	4.209245	10.39951	7.321905

Not: Parantez içindeki değerler t-istatistiğini yansıtmaktadır.