

**ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖNKOŞULLARI:
TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI İLE ENFLASYON
ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ**

Eser TUTAR

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Piyasalar Genel Müdürlüğü
Ankara, Ağustos 2005

**ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖNKOŞULLARI:
TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI İLE ENFLASYON
ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ**

Eser TUTAR

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Taner Yiğit

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Piyasalar Genel Müdürlüğü
Ankara, Ağustos 2005

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

İÇİNDEKİLER	ii
TABLO LİSTESİ	iv
GRAFİK LİSTESİ	v
ŞEKİL LİSTESİ	vi
KISALTMA LİSTESİ.....	vii
EK LİSTESİ.....	viii
ÖZET	ix
ABSTRACT	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖNKOŞULLARI	5
1.1. Literatür Taraması.....	5
1.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı.....	9
1.3. Merkez Bankasının Tek Hedefinin Enflasyon Olarak Belirlenmesi.....	11
1.4. Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık	12
1.5. Mali Baskınlığın Olmaması	15
1.6. İstikrarlı Mali Sistem.....	17
1.7. Gelişmiş Mali Piyasalar	18
1.7. Etkin Para Politikası	19
1.9. Özet	22

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE YAKIN DÖNEM PARA POLİTİKALARI İLE ENFLASYONUN GEÇMİŞİ VE TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖNKOŞULLARININ SAĞLANMA DERECESESİ.....	23
2.1. Türkiye'de Merkez Bankası Bağımsızlığı	25
2.2. Türkiye'de Tek Bir Hedefin Olmasının İncelenmesi	27

Sayfa No

2.3. Türkiye’de Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik	28
2.4. Türkiye’de Mali Baskınlık	29
2.5. Türkiye’de Mali Reformlar ve Mali Derinleşme	31
2.6. Özet	38

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI İLE ENFLASYON ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK OLARAK İNCELENMESİ	40
3.1. Model	40
3.2. Veriler	41
3.3. Birim Kök Testleri	42
3.4. Para Politikası Aracının M1 Olduğu Tahminler	50
3.5. Granger Nedensellik Testleri	53
3.6. Etki-Tepki Analizi	54
3.7. Varyans Ayrıştırması	57
3.8. Para Politikası Aracının Rezerv Para Olduğu Tahminler	61
3.9. Rezerv Para Kullanılarak Elde Edilen Granger Nedensellik Testleri Sonuçları	64
3.10. Rezerv Para Kullanılarak Elde Edilen Etki-Tepki Fonksiyonları	65
3.11. Rezerv Para Kullanılarak Elde Edilen Varyans Ayrıştırması Sonuçları	67
3.12. Özet	69

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER	70
KAYNAKÇA	73
EKLER	76

TABLO LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 2.1. Türkiye’de Borçlanma ve GSMH Oranı	30
Tablo 2.2. Mali Liberalizasyon Sürecinde Parasal Göstergeler (% GSMH) ..	34
Tablo 2.3. Türkiye’de Bankacılık Sektörüne Ait Bazı Oranlar (%)	37
Tablo 2.4. Bankacılık Sektörü Kredi Hacmi.....	38
Tablo 3.1. Hegy Testine Ait Hipotezlerin Değerlendirilmesi	43
Tablo 3.2. Hegy Testi Sonuçları.....	44
Tablo 3.3. Genişletilmiş Dickey Fuller Testlerinin Sonuçları	45
Tablo 3.4. Phillips Perron Testlerinin Sonuçları	46
Tablo 3.5. Para Politikası Aracının M1 Olduğu Tahmin Sonuçları	52
Tablo 3.6. Granger Nedensellik Testleri Sonuçları.....	54
Tablo 3.7. 12 Çeyrek Dönem İçin Varyans Ayrıştırması	60
Tablo 3.8. Para Politikası Aracının Rezerv Para Olduğu Tahmin Sonuçları.....	63
Tablo 3.9. RMG R DEPR G INF Değişkenleri için Alınmış Granger Nedensellik Testleri Sonuçları.....	65
Tablo 3.10. RMG R DEPR G INF Sıralamasına Göre 12 Çeyrek Dönem İçin Varyans Ayrıştırması	68

GRAFİK LİSTESİ

Sayfa No

Grafik 2.1. Türkiye'de TÜFE ve TEFE Enflasyonu, 1982-2004	24
Grafik 3.1. Logaritması Alınmış Zaman Serilerinin Düzeylerinin Grafikleri	47
Grafik 3.2. Modelde Kullanılan Değişkenlerin Grafikleri	49

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 3.1. Etki-Tepki Fonksiyonları	58
Şekil 3.2. RMG R DEPR G INF Sırlaması ile Alınmış Etki-Tepki Fonksiyonları.....	66

KISALTMA LİSTESİ

ADF	: Augmented Dickey Fuller (Genişletilmiş Dickey Fuller)
DEPR	: Depreciation of the Exchange Rate (Yerli Paradaki Değer Kaybı)
CPI	: Consumer Price Index (Tüketici Fiyat Endeksi)
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
D1	: Kukla Değişken
G	: Ekonomik Büyüme Oranı
GDP	: Real Gross Domestic Product (Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla)
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IFS	: International Financial Statistics (Uluslararası Mali İstatistikler)
INF	: Enflasyon Oranı
KSBG	: Kamu Sektörü Borçlanma Gereği
M	: Para Arzındaki Büyüme Oranı
ER	: Nominal Exchange Rate (Nominal Döviz Kuru)
R	: 3 Aylık Hazine Bonosu Faiz Oranları
RP	: Rezerv Para
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TİBS	: Toplam İç Borç Stoku
TKSBS	: Toplam Kamu Sektörü Borç Stoku
TL	: Türk Lirası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
VAR	: Vector Autoregression (Vektör Otoregresyon)

EK LİSTESİ

Sayfa No

Ek 1. Etki-Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması (M G R DEPR INF).	77
Ek 2. Etki-Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması (M DEPR R G INF).	81

ÖZET

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de başarılı bir enflasyon hedeflemesi için gerekli önkoşulların sağlanıp sağlanmadığının incelenmesidir. Çalışmada ilk olarak, enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşması için gerekli önkoşullar ele alınmıştır. Söz konusu önkoşullar, merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olması, merkez bankasının sadece enflasyon hedeflemesine yönelik taahhüdünün bulunması, hesap verebilirlik ve şeffaflık, mali baskınlığın olmaması, güçlü mali piyasaların varlığı ve para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin varlığı olarak belirlenmiştir. İkinci olarak, Türkiye’de uzun yıllardır süregelen yüksek enflasyonun nedenlerine odaklanılarak, Türkiye ekonomisi hakkında kısaca bilgi verilmiştir. Ayrıca, yukarıda belirtilen önkoşulların Türkiye’de sağlanıp sağlanmadığı değerlendirilmiştir. Yapılan araştırma sonuçlarına göre, fiyat istikrarının sağlanmasını para politikasının öncelikli hedefi olarak belirleyen ve merkez bankasına para politikasının uygulanmasında ve kullanacağı para politikası araçlarını belirlemede karar verme otonomisi tanıyan yeni Merkez Bankası Kanunu ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’na (TCMB) araç bağımsızlığı verilmesi yolunda önemli adımlar atıldığı görülmüştür. 2001 yılının Şubat ayında dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesi, yeni Merkez Bankası Kanunu’nda fiyat istikrarının sağlanmasına öncelik verilmesi ve fiyat istikrarı ile uyumlu olduğu sürece başka hedeflere ulaşılmasının desteklenmesinin öngörülmesi tek bir hedefe yönelik taahhüdün olması koşulunun sağlandığını göstermiştir. Aynı kanunda, para politikasında kamuyu bilgilendirerek şeffaf bir yol izlenmesinin zorunlu kılınması, merkez bankasının hesap verebilir ve şeffaf olması önkoşullarının sağlandığına işaret etmiştir. TCMB tarafından kamu sektörüne kullanılan kredi ve avansların yeni Merkez Bankası Kanunu ile kaldırılmasının, mali baskınlığın ortadan kaldırılması için önemli bir adım olmasına karşılık, kamu borçlarının milli gelire oranının yüksek olması mali baskınlığın devam ettiğine işaret etmiştir.

Çalışmanın son bölümünde, Türkiye’de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin Vektör Otoregresyon (VAR) modelleri yardımıyla istatistiksel analizi yapılmıştır. 1987:1-2003:4 dönemini kapsayan verilerle gerçekleştirilen ampirik çalışma sonuçlarına göre, Türkiye’de enflasyonun sarmal ve kronik bir hal aldığı, enflasyon şoklarının enflasyonun en önemli belirleyicisi olduğu, parasal şokların istatistiksel olarak enflasyonun önemli bir belirleyicisi olmadığı, enflasyondaki değişimin büyük oranda kendi şokları ile yerli paradaki değer kaybında meydana gelen şoklarla açıklandığı görülmüştür. Başka bir ifadeyle, parasal büyüme ve faiz oranları gibi para politikası araçlarının fiyatlar üzerindeki etkisinin çok sınırlı olduğu, para politikası araçları ile enflasyon arasında güçlü ve öngörülebilir bir ilişkinin bulunmadığı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon Hedeflemesi, Vektör Otoregresyon, Merkez Bankası Bağımsızlığı.

ABSTRACT

The objective of this study is to analyze whether the prerequisites for a successful inflation-targeting regime are satisfied in Turkey. First, the study identifies the preconditions for a successful inflation-targeting regime. It specifies these preconditions as institutional independence of the central bank, inflation target to be the sole objective of the central bank, accountability and transparency in the conduct of monetary policy, absence of fiscal dominance, presence of strong financial markets and existence of a stable and predictable relationship between monetary policy instruments and inflation.

Next, the study makes a brief discussion of the Turkish economy by focusing on the reasons of the high inflation for many years in Turkey. Moreover, it elaborates whether the preconditions identified above are met in Turkey. According to the findings of the study, by means of the new Central Bank Law which identifies the achievement of the price stability as the primary objective of the monetary policy and which gives the autonomy of adopting the monetary policy and of deciding which monetary policy instruments to use to the Central Bank, Central Bank of the Republic of Turkey was given instrumental independence. The second precondition that is the being of inflation target the sole objective of the central bank was satisfied by the adoption of flexible exchange rate regime in February 2001 and by the new Central Bank Law in which the price stability is given the priority and in which the achievement of any other objective is supported as long as it is consistent with price stability. In the same law, the requirement for the central bank to inform the public about the monetary policy makes the central bank accountable and transparent. Although by the new Central Bank Law, the credit extension to the public sector is prohibited in order to remove fiscal dominance, high ratio of public debts to national income signals the continuity of fiscal dominance.

In the last part of the study, there is a statistical analysis of the relationship between monetary policy instruments and inflation in Turkey, by making use of VAR models. By using the data which comprise 1987:1-2003:4 period, empirical study suggests that inflation is an inertial phenomenon in Turkey, most of the variances in prices are explained by themselves and by the depreciation of the Turkish Lira. In other words, monetary shocks are not statistically important determinants of prices. According to the VAR evidence, the direct linkages between monetary policy instruments and inflation do not seem to be stable, strong and predictable.

Key Words: Inflation Targeting, Vector Autoregression, Central Bank Independence.

GİRİŞ

Enflasyon hedeflemesi, gelecek bir ya da birkaç yıl için nokta veya aralık olarak tanımlanmış bir enflasyon hedefinin belirlenerek kamuoyuna duyurulması olarak tanımlanan bir para politikası rejimidir. Uzun dönemde düşük ve istikrarlı enflasyonun para politikasının öncelikli ve nihai amacı olduğuna ilişkin yasal taahhüdün bulunması söz konusu rejimin belirleyici özelliklerindedir. Enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranını düşürmek için kullanılan bir yöntem değil, dezenflasyon sürecinin ardından ekonomide fiyat istikrarının izlenmesi ve kontrol altına alınması için çapa görevi gören bir hedefleme rejimidir (Hazırolan, 1999). Enflasyon hedeflemesinin diğer önemli özellikleri arasında merkez bankasının parasal büyüklükler veya nominal döviz kurları gibi başka bir nominal değişkene ilişkin bir hedefe ulaşılmasına yönelik kesin bir taahhüdün olmaması gerekliliği, para otoritelerinin planları, amaçları ve kararları ile ilgili kamuoyu ve piyasalarla iletişim kurmak yoluyla şeffaf bir para politikası stratejisi izlemeleri ve merkez bankasının enflasyona ilişkin hedeflerine ulaşmada hesap verebilirlik ve güvenilirliğinin artırılması yer almaktadır (Mishkin, 1999).

1990'lı yıllardan itibaren birçok gelişmiş ülke para politikası rejimi olarak enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamıştır. Parasal büyüklük hedeflemesi veya sabit kur rejimi uygulamalarından başarısız sonuçlar elde edilmiş olması bu ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçmelerine neden olmuştur (Bernanke ve Mishkin, 1997).

Enflasyon hedefi uygulaması ülkeler arasında farklılıklar gösterse de, bu uygulamaların ortak bir takım özellikleri bulunmaktadır:

- 1) Orta vadeli sayısal bir enflasyon oranı hedefinin kamuoyuna ilanı,

- 2) Uzun dönemde para politikasının öncelikli hedefinin fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyon hedefine ulaşılması olması ve buna ilişkin yasal bir taahhüdün bulunması,
- 3) Para politikası uygulamasında mali kuruluşların geleceği öngörmelerine ve kararlarını buna göre almalarına imkan tanıyan şeffaflığın sağlanması,
- 4) Merkez bankalarının kontrol yeteneklerini güçlendirmesi ve para politikasının öncelikli hedefinin fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyon hedefine ulaşılmasında güvenilirliğinin artırılması (Hazırolan, 1999).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşabilmesi için bazı makroekonomik, kurumsal ve operasyonel koşulların yerine getirilmesi gerekmektedir. Bu koşullardan ilki, merkez bankasının para politikasını uygulamada araç bağımsızlığına sahip olmasıdır. İkincisi, enflasyon hedefi dışında ücretler, istihdam seviyesi veya nominal döviz kuru gibi para otoritelerini bağlayıcı başka bir hedefin olmamasıdır. Üçüncüsü, merkez bankasının, uygulanan para politikasının temel yönlerini kamuoyuna anlatmakta yeterli şeffaflığa sahip olmasıdır. Dördüncü olarak, enflasyon hedeflemesi uygulanmak istenen bir ekonomide mali baskınlığın yer almaması ve mali disiplinin sağlanmış olması gerekmektedir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi uygulanacak bir ülkede, para politikasının güvenilirliğini artırmak amacıyla mali sistemde istikrar sağlanmalıdır. Bunların dışında, etkin bir para politikası uygulaması için yeterli derecede gelişmiş mali piyasaların varlığı kaçınılmaz olmaktadır. Son olarak, enflasyon oranı ile para politikası araçları arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin bulunması gerekmektedir.

Bu çalışmada, başarılı bir enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli önkoşullar incelenmektedir. 20 yılı aşkın bir süredir yüksek enflasyona maruz kalmış olan Türkiye'de enflasyonu düşürmek amacıyla çeşitli dönemlerde uygulanan istikrar programları ve para politikaları başarısız olmuştur. Son yıllarda, bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesine

geçmesi ve başarılı sonuçlar elde etmesi üzerine, Türkiye’de de para otoritelerince enflasyon hedeflemesi uygulaması gündeme gelmiştir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesinin özelliklerinin, avantajlarının, dezavantajlarının ve önkoşullarının incelenmesi çok önemli hale gelmiştir. Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının sağlanıp sağlanmadığının ve özellikle para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin varlığının Vektör Otoregresyon (VAR) modelleri yardımıyla incelenmesidir.

Bu konuya ilişkin araştırmalar arasında, TCMB’nin bağımsızlığını ve mali baskınlık ile yüksek kamu borçlarının enflasyonist beklentiler üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. Örneğin, Gökbudak (1996) tarafından Hazine Müsteşarlığı ve Merkez Bankası arasındaki ilişkinin üzerinde durularak, TCMB’nin bağımsız olup olmadığı incelenmiştir. Hazırolan (1999) tarafından gerçekleştirilen başka bir çalışmada, enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye ekonomisi için teorik değerlendirmesi yapılmış ve söz konusu rejimin Türkiye’de uygulanması için bir takım önerilerde bulunulmuştur. Soydan (2003), özellikle mali liberalleşme ve kamu sektörü açıklarının finansmanı metodlarındaki değişikliklere odaklanarak, Türkiye ekonomisi üzerine bir çalışma yapmıştır. Ancak yukarıda sözü edilen çalışmalarda, Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının sağlanıp sağlanmadığı tek tek incelenmemiş ve para politikası araçları ile enflasyon oranı arasındaki ilişki üzerinde fazla durulmamıştır. Bu çalışma, Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının sağlanıp sağlanmadığı değerlendirerek, bu boşluğu doldurmayı amaçlamaktadır. Enflasyon hedeflemesinin öngörüye dayalı bir yapısı olması nedeniyle, para otoritelerinin yeterli bir öngörü çerçevesi geliştirmeleri gerekmektedir. Bunun için, para politikası araçları ile enflasyon arasında anlaşılır bir ilişkinin bulunması ve enflasyonun kabul edilebilir bir seviyeye kadar öngörülebilir olması şarttır.

Çalışmanın birinci bölümünde, başarılı bir enflasyon hedeflemesi uygulaması için gerekli önkoşullar belirlenmiş ve enflasyon hedeflemesinin önkoşulları ile bazı ülkelere uygulanabilirliği üzerine yapılmış çalışmalar ele alınmıştır. İkinci bölümde, kısaca Türkiye ekonomisinin tarihçesine değinilmiş

ve enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının Türkiye’de gerçekleşip gerçekleşmediği incelenmiştir. Üçüncü bölümde, Türkiye’de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin araştırılmasına yönelik ampirik analize ve söz konusu analizin gerçekleştirilmesinde kullanılan verilerin tanımına yer verilmiştir. Dördüncü bölümde ise, çalışmadan elde edilen sonuçlar yer almaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖNKOŞULLARI

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

1.1. Literatür Taraması

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

Enflasyon hedeflemesinin önkoşullarını inceleyen çalışmalar aşağıda yer almaktadır:

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

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

Kadıoğlu, Özdemir ve Yılmaz (2000), gelişmekte olan ÷lkelerde enflasyon hedeflemesinin önkoşulları ve uygulanabilirliğini tartışmışlardır. Gelişmekte olan ÷lkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin genel özelliklerini incelemiş ve ÷lke örneklerine yer vererek gelişmekte olan ÷lkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğini tartışmışlardır. Birçok gelişmekte olan ÷lkede, enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının sağlanmadığı ve başarılı enflasyon öngörüsü yapmalarını sağlayacak güçlü modellerin bulunmadığı sonucuna varmışlardır. Söz konusu ÷lkelerin çoğunda enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmek için henüz erken olduğunu iddia etmelerine rağmen, ele aldıkları örnek gelişmekte olan ÷lkelerde, enflasyon hedeflemesinin başarılı sonuçlar verdiğini göstermişlerdir. şili'deki enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşmasını mali açıkların olmaması ve mali sistemde ciddi düzenleme ve denetlemelerin yapılmasına bağlamışlardır. İsrail'de enflasyon hedeflemesinin başarısında, enflasyon hedefinden bir sapma öngörüldüğünde para politikalarınca alınan tedbirlerin güvenilirliği sağlamasının önemli rol oynadığını belirtmişlerdir.

Bunların dışında literatürde, belirli ülkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğini teorik ve ampirik olarak inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır:

Jonsson (1999), teorik bir çerçevede Güney Afrika'da enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğini incelemiş ve Güney Afrika'nın merkez bankası bağımsızlığı, düşük enflasyon hedefi ile çelişkiye düşebilecek bir diğer makroekonomik hedefe ulaşma taahhüdünün bulunmaması, göreceli olarak gelişmiş sermaye ve para piyasalarının bulunması gibi önkoşulları sağlamış olmasına karşılık, Güney Afrika Merkez Bankası tarafından geliştirilen enflasyon öngörü modelleri konusunda bir takım eksikliklerin bulunduğu sonucuna varmıştır. Woglom (2000), Güney Afrika'nın enflasyon hedeflemesi için iyi bir aday olup olmadığını ampirik olarak incelemiştir. Vektör otoregresyon (VAR) modellerinin yardımıyla para politikası aracı olarak faiz oranı ile fiyatlar genel seviyesi, reel GSYİH ve nominal döviz kurunun birbiriyle etkileşimlerinin analizini yapmıştır. Güney Afrika ile Yeni Zelanda ve Kanada ekonomilerinin enflasyon hedeflemesine geçmeden önceki durumunun karşılaştırmasını yaparak, dalgalı döviz kuru rejiminin ekonomide sağladığı kazançlarda düşüş olması nedeniyle Güney Afrika'nın enflasyon hedeflemesi için uygun bir aday olmadığını kanıtlamıştır. Woglom'un geliştirdiği ampirik modele göre dalgalı döviz kuru rejimi dışsal şoklara karşı otomatik istikrarı sağlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi döviz kurunun dışsal şoklara karşı esnekliğinin azalmasına yol açmaktadır. Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi kısmen de olsa dalgalı döviz kurlarının istikrar sağlama avantajını ortadan kaldırmaktadır. Woglom tarafından gerçekleştirilen ampirik çalışma ayrıca, Güney Afrika'da para politikası araçları ile gelecekteki enflasyon oranları arasındaki ilişkinin zayıf olduğunu göstermiştir.

Gottschalk ve Moore (2001), Polonya'da para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi VAR modellerini kullanarak incelemiştir. Döviz kuru ve faiz oranı şoklarının fiyatlar üzerindeki etkisinin analizini yapmışlardır. Elde ettikleri sonuçlara göre döviz kuru, üretim ve fiyatlar üzerinde etkili olmasına rağmen, faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişkilerin güçlü olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durumda para politikası araçları ile enflasyon arasındaki

ilişkinin daha anlaşılır düzeyde olmasını gerektirmektedir. Christofferson, Slok ve Wescott (2001), Polonya'nın enflasyon hedeflemesi için hazır olduğunu belirtmektedirler. Para politikası araçları ile enflasyon arasındaki istatistiksel ilişkinin yanı sıra Granger nedensellik testleri yardımıyla enflasyonun öncü göstergeleri ile enflasyon arasındaki ilişkinin de analizini yapmışlardır. Yaptıkları analiz sonucunda tüketici fiyat endeksi ile enflasyonun öncü göstergeleri arasında anlamlı ilişkilerin olduğunu görmüşlerdir. Ayrıca, döviz kuru ile enflasyon arasında öngörülebilir bir ilişki olmasına karşılık, faiz oranlarındaki değişiklikler ile enflasyondaki değişiklikler arasındaki ilişkinin zayıf olduğu sonucuna varmışlardır. Bununla birlikte, Polonya ekonomisinin daha geliştikçe ve istikrar kazandıkça, faiz oranları ile enflasyon arasındaki ilişkinin daha tutarlı hale geleceğini belirtmişlerdir.

Hoffmaister (1999), Kore'de enflasyonun öngörülebilirliğini değerlendirmek amacıyla yaptığı ampirik çalışmada, VAR modellerini kullanarak etki-tepki analizi yapmıştır. M2 serisindeki bir standart hatalık şok karşısında enflasyon, üretim, reel faiz oranı, reel döviz kuru ve sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimleri incelemiştir. Kore'de enflasyonun öngörülebilir olduğu, enflasyon hedeflemesinin ise uygulanabileceği sonucuna ulaşmıştır.

Thenuwara (1998), Sri Lanka'da uygulanmakta olan para politikasına alternatif olabilecek enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğini araştırmıştır. Sri Lanka'da parasal geçiş mekanizmasındaki nedensellik ilişkisini ele almıştır. Söz konusu mekanizma dört aşamadan oluşmaktadır: Merkez bankasının gerçekleştirdiği işlemlerin bankacılık sektöründeki likidite miktarı aracılığıyla kısa dönem faiz oranları üzerindeki etkileri, kısa dönem faiz oranlarının diğer faiz oranları ile döviz kurları üzerindeki etkileri, faiz oranları ile döviz kurlarının toplam arz ve talep üzerindeki etkileri ve son olarak, toplam arz ve talebin enflasyon üzerindeki etkileri. Elde ettiği sonuçlara göre kısa dönem faiz oranları ile uzun dönem faiz oranları arasında nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Başka bir ifadeyle Sri Lanka'da parasal geçiş mekanizmasındaki bir takım yetersizlikler enflasyon hedeflemesinin uygulanmasına engel oluşturmaktadır.

Literatürde enflasyon hedeflemesinin önkoşullarını Türkiye açısından inceleyen çalışmalar da vardır:

Hazırolan (1999), enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye’de uygulanmasını incelemiş ve bir takım öneriler getirmiştir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesinden tatmin edici bir sonuç alabilmek için Türkiye’nin başarılı bir dezenflasyon sürecinden geçmesi gerektiğini vurgulamıştır.

Çalışmasında merkez bankası bağımsızlığını ele alan Gökbudak (1996), bağımsızlık açısından Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) durumunu da araştırmıştır. Çalışmada, esas olarak Türkiye’de Hazine Müsteşarlığı ile Merkez Bankası arasındaki ilişki incelenmiştir. Yüksek kamu açıklarının monetizasyon yoluyla finanse edilmesi, mali dengesizlikler, Merkez Bankası Başkanı’nın Bakanlar Kurulu ve Yönetim Kurulu üyelerinin Türkiye Büyük Millet Meclisi tarafından seçilmesi ve kanunda Hazine ile Merkez Bankası’na para ve kredi politikalarında ortak yetki verilmesi nedeniyle TCMB’nin siyasetten bağımsız olmadığı tezini savunmuştur.

Soydan (2003), mali liberalizasyon süreci ile kamu sektörü açıklarının finansman metodlarındaki değişikliklere odaklanarak Türkiye ekonomisini incelemiştir. Türkiye’de mali derinleşme konusunda başarılı sonuçlar elde edilmiş olmasına rağmen kamu açığı finansmanında yerli borçlanma enstrümanlarının giderek artmasının mali piyasalarda kamu sektörünün baskın olmasına yol açtığını belirtmiştir.

1.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Enflasyon hedeflemesinin önkoşullarından biri, merkez bankasının para politikasını uygulamada bağımsız olmasıdır. Burada sözü edilen merkez bankasının para politikası hedeflerini belirlemede bağımsız olması anlamına gelen amaç bağımsızlığı değil, hedeflenen enflasyon oranına ulaşabilmek için kullanacağı para politikası araçlarını serbestçe belirleyebilmesi ve kullanabilmesi anlamına gelen araç bağımsızlığıdır (Jonsson, 1999).

Hedef enflasyon oranının hükümet, merkez bankası veya ikisinin beraber belirlemesinin ardından söz konusu hedefe ulaşabilmek için merkez bankası elindeki enstrümanları serbestçe seçebilmeli ve kullanabilmelidir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok ülkede, hedef enflasyon oranının belirlenmesinde hükümete de rol verilmektedir. Bu, hükümetin mali politikalarını uygularken enflasyon hedefine ulaşılmasına destek olacağı anlamına geleceği için enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliğini artırmaktadır. Hedef enflasyon oranının belirlenmesinde hükümetin de yer alması, merkez bankasının uyguladığı para politikasının öncelikli hedefinin enflasyon hedefine ulaşılması olduğuna ilişkin kesin bir taahhüdün olmadığı ülkelerde, rejimin etkinliği açısından daha yararlı olmaktadır. Bununla birlikte, sık sık hükümet değişikliklerine maruz kalan ülkelerde, merkez bankasının bu konuda yetkisini hükümetle paylaşması enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliğine zarar verebilmektedir. Genel olarak, fiyat istikrarının sağlanmasının para politikasının öncelikli hedefi olduğunun merkez bankası kanununda belirtildiği ülkelerde, hedef enflasyon oranını merkez bankaları kamuya duyurmaktadır. Hedefin merkez bankası tarafından duyurulması, hükümetin merkez bankasına para politikası hedeflerini belirlemede yetkiyi verdiği anlamına da gelmektedir (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002).

Araç bağımsızlığı, mali baskınlığın olmamasını, istikrarlı ve güçlü mali sektörün varlığını gerektirmektedir. Para politikasının hükümetin finansman ihtiyacına göre belirlendiği mali baskınlık durumunda, merkez bankasının öncelikli hedefi, fiyat istikrarı olmaktan çıkmakta ve enflasyon hedefine ulaşması güçleşmektedir. Bu durumda, kamu sektörü gelirleri büyük ölçüde senyoraj gelirlerinden veya devlet tahvili ihraçlarından sağlanmaktadır. Kamu finansmanının senyoraj gelirlerinden sağlandığı ülkelerde, kamuda gelecekte herhangi bir zaman diliminde, mali krizin önlenmesi amacıyla mali desteğe ihtiyaç duyulacağı beklentisi oluşmakta ve merkez bankasının itibarı zedelenmektedir. Mali kriz oluştuğunda ise, söz konusu mali destek uygulanmakta olan para politikasına ek bir yük getirmektedir (Khan, 2003).

1.3. Merkez Bankasının Tek Hedefinin Enflasyon Olarak Belirlenmesi

Enflasyon hedeflemesinin ikinci önkoşulu para otoritelerinin yalnız fiyat istikrarını sağlamayı amaçlaması, fiyat istikrarını para politikasının öncelikli hedefi olarak belirlemesidir. Başka bir ifadeyle, başarılı bir enflasyon hedeflemesi uygulaması için para otoritelerinin ücretler, nominal döviz kurları veya istihdam seviyesi gibi başka bir nominal değişkene yönelik hiçbir kesin taahhüdünün olmaması gerekmektedir. Aksi takdirde, enflasyon dışında belirlenen parasal büyüklükler veya nominal değişken hedeflerine ulaşabilmek için uygulanan politikalar, enflasyon hedeflemesi programı ile çelişebilir. Bu nedenle, para politikasının yönetimi senyoraaj gelirleri gibi mali ihtiyaçları karşılamaya ya da döviz kuru gibi başka bir nominal değişkene ulaşmaya yönelik olmamalıdır (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001). Örneğin, sabit kur rejiminin uygulandığı bir ülkede, döviz kuru hedefi hedeflenen enflasyon oranında sapmalara yol açabilir. Ayrıca ülke, kuru sabit olarak alınan ülkenin uyguladığı politikalara bağımlı hale geleceğinden, para politikası uygulamasında bağımsızlığını kaybedecektir (Çolakoğlu, 2002). Diğer yandan, para otoritelerinin birden fazla hedefinin olması söz konusu hedeflerin kredibilitelerini sarsabilmektedir. Bununla birlikte, enflasyon dışında başka bir hedef, enflasyon hedefi ile uyumlu olduğu sürece amaçlanabilir. Örneğin, sabit döviz kuru rejiminde, döviz kuru için hedeflenen aralık ve bu hedefe ulaşmak için uygulanacak para politikaları enflasyon hedefi ile uyumlu olmalıdır. Ancak, genel olarak, enflasyon ve döviz kuru hedefleri birbiriyle uyumlu olmamaktadır. İki hedefin olması, para otoritelerinin kamuya, para politikasının öncelikli hedefinin enflasyon hedefine ulaşmak olduğunu güvenilir bir şekilde açıklamasını güçleştirmektedir (Masson, Savastano ve Sharma, 1997).

Ayrıca, merkez bankalarının mali istikrar hedefi gütmeleri de enflasyon hedeflemesiyle çelişebilmektedir. Enflasyon hedeflemesine geçmeyi planlayan ülkelerde, güçlü bankacılık ve mali sistemin olması, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısını artırmaktadır. Çünkü, enflasyon hedefine ulaşmak için kullanılacak olan para politikası araçları, bankacılık sisteminin yapısını güçsüzleştirebilir ya da bankacılık sektöründe meydana gelen aksamlar enflasyon hedefine ulaşılmasını zorlaştırabilir. Sıkı para

politikası uygulaması veya bankacılık sektöründeki krizden kaynaklanan deflasyonist baskılar, enflasyon hedefinden sapmalara yol açabilir (Hazırolan, 1999). Bu nedenle, söz konusu sorunlardan kaçınmanın en emin ve güvenilir yolu, enflasyon oranı dışında herhangi bir nominal hedefin bulunmaması ve enflasyon hedefinin para politikasının öncelikli amacı olarak belirlenmesidir (Masson, Savastano ve Sharma, 1997).

1.4. Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık

Enflasyon hedefi rejimi uygulamayı tasarlayan merkez bankalarının, hedefe ulaşmada hesap verebilir konumda olmaları gerekmektedir. Para politikası uygulamalarında politikaların etkilerini göstermelerinde yaşanan gecikmelerin, kamuoyunun para politikasının performansını takip edebilmesini ve ölçebilmesini zorlaştırması, merkez bankalarının hesap verebilir yapıya sahip olmalarını gerekli kılmaktadır. Çünkü, hedef bir enflasyon oranının belirlenmesi, merkez bankasının uygulanan para politikasının denetlenmesinde ölçüt olacaktır. Hedeften sapma olması halinde, merkez bankasından hedeften neden sapıldığına ilişkin açıklama beklenmektedir (Debelle, 1997). Ayrıca hesap verebilirlik, para politikasının siyasi baskılardan uzak kalmasını sağlamaktadır.

Enflasyon hedefi rejiminde, hedefle ilgili kamuya yapılan açıklamalar, genel olarak merkez bankası tarafından yapılmaktadır. Bunun dışında, hedef açıklamaları hükümet ve merkez bankası arasında yapılan yazılı mutabakatlarla da ilan edilebilmektedir. Bu durumda, merkez bankası hükümetle birlikte sorumluluk almış olmaktadır. Merkez bankasının sorumluluğu tek başına üstlenmesi halindeyse, merkez bankası kamuya açıklama yapmakla ve hedeften sapma olduğu zaman savunma yapmakla yükümlüdür.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, hesap verebilir bir merkez bankasının, uygulanan para politikasının esasları hakkında kamuyu bilgilendirirken yeterli derecede şeffaflığa sahip olması gerekmektedir (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002). Khan (2003), para politikası uygulamalarında politika etkilerinde yaşanan gecikmelerin hedeflere ulaşma

sürecinde aksamalara yol açtığı gerekçesiyle enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında rejime olan güveni artırmak ve rejimin uygulanmasında disiplini sağlamak amacıyla şeffaflığın kaçınılmaz olduğunu vurgulamıştır. Ayrıca, hedeften sapma olması durumunda şeffaflığın siyasi baskıları hafiflettiğini ileri sürmüştür.

Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer (2002), para politikası uygulamasında şeffaflığın başlıca özelliklerini şu şekilde sıralamaktadırlar:

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

2) Uygulanan para politikasının ve kullanılan para politikası araçlarının kamunun anlayabileceği nitelikte olması gerekmektedir. Kısa dönem faiz oranları, kamuoyu tarafından yakından takip edilebilmeleri ve kolay anlaşılabilir olmaları nedeniyle parasal taban ve benzeri diğer parasal büyüklüklere göre daha şeffaf bir para politikası aracıdır.

3) Para politikası uygulamasında yapılacak değişikliklerin kamuya hemen aktarılması gerekmektedir. Ayrıca, söz konusu değişikliklerin nedeni ve enflasyona ilişkin görünüm üzerindeki olası etkileri de açıklanmalıdır. Bu, merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşma taahhüdüne yönelik çabalarını kamuya daha yakından takip etme imkanı tanımaktadır. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı birçok ülkede, enflasyon tahminleri belirli zaman aralıklarıyla yayınlanmakta ve güncellenmektedir. Kamuoyunun, merkez bankasının enflasyona ilişkin öngöründe bulunurken yaptığı varsayımları ve enflasyon hedefine ulaşırken ekonomideki bir takım belirsizlikleri anlaması büyük önem taşımaktadır.

4) Enflasyon hedefinden sapmaların enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğini sarsmasını önlemek için merkez bankasının tahmin edilen sapmaları önceden bildirmesi, sapmaların nedenine ilişkin görüşlerini,

sapmalara karşı alacağı tedbirleri ve enflasyon hedefine ulaşmak için öngörülen zaman dilimi hakkında açıklama yapması gerekmektedir.

5) Enflasyon ve merkez bankasının uygulanan para politikası üzerinde etkili olan yurtiçi ve yurtdışındaki finansal ve ekonomik gelişmelerin cari enflasyon oranı ile hedef oran arasındaki ilişki üzerindeki etkilerinin anlaşılır olması, para politikasının performansının ölçülebilmesi açısından önemlidir.

Merkez bankası enflasyon hedeflemesi stratejisine ilişkin gelişmeleri kamuya aktarırken çeşitli yöntemler kullanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının para politikasını şeffaf bir şekilde kamuya aktarmak için izledikleri ortak metodlar aşağıda sıralanmaktadır:

- Kamuoyunu para politikası kararlarından hemen haberdar etmek amacıyla merkez bankası para politikası karar alıcılarının toplantılarının ardından belirli aralıklarla yayınlanan basın duyuruları ve konferansları sıkça başvurulan yöntemlerden biridir.

- Birçok ülkede, son dönemdeki ekonomik ve finansal gelişmeler ile bunların enflasyonun hedef orana göre hareketleri üzerindeki etkileri ile ilgili olarak detaylı bilgi içeren ve belirli aralıklarla yayınlanan enflasyon raporları hazırlanmaktadır. Genel olarak bu raporlarda, enflasyon üzerinde etkisi olduğu düşünülen enflasyon beklentilerine ilişkin göstergeler yer almaktadır. Söz konusu raporların belirli zaman aralıklarıyla yayınlanması ve enflasyon görünümüne yönelik bilgi içermesi gerekmektedir.

- Genel anlamda enflasyon hedeflemesinin çerçevesi hakkında kamuoyunu bilgilendirmek için izlenen metodlar arasında merkez bankasının internet sayfasında konuya ilişkin olarak özel hazırlanmış merkez bankası yayınları, merkez bankası yetkililerinin özel sektör ve medyaya yaptıkları konuşmalar ve verdikleri konferanslar bulunmaktadır.

Merkez bankasının hesap verebilirliğini artırmak amacıyla kullanılan diğer yöntemler arasında merkez bankası üst düzey yetkililerinin kamuoyuna

ve parlamentoya yaptıkları açıklamalar ve para politikası toplantısında görüşülen konuların yayınlanması yer almaktadır.

1.5. Mali Baskınlığın Olmaması

Merkez bankası tarafından başarılı bir para politikası stratejisi uygulaması için, uygulanmakta olan para politikalarının maliye politikaları tarafından desteklenmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, para politikasının etkileri maliye politikası tarafından etkisiz duruma getirilebilir. Bu, enflasyon hedeflemesi stratejisinde olduğu kadar diğer para politikası rejimleri için de geçerlidir (Çolakoğlu, 2002).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde uygulanan para politikasının mali nitelikli gelişmelerle zora sokulmaması, yani, ülkenin mali baskınlığın herhangi bir belirtisini taşıyamaması gerekmektedir. Genel olarak mali baskınlığın olmaması, kamunun merkez bankasının kaynaklarına çok az veya hiç başvurmaması, hükümetin geniş tabanlı gelire sahip olması, dolayısıyla senyoraj gelirlerinin ortadan kaldırılması ve mali piyasaların devlet borçlanma araçlarını emebilecek derinlikte olması gerektiği anlamına gelmektedir. Bu koşulların sağlanmaması halinde, mali kaynaklı enflasyonist baskılara karşı kırılğan hale gelen bir ülkede, emek ve sermaye piyasaları fiyatlandırmalarında kullanılan endekslerde bir takım tutarsızlıklar oluşmaktadır. Mali baskınlığın yol açtığı enflasyonist süreç, nominal bir hedefe ulaşmada para politikasının etkinliğini azaltmaktadır (Masson, Savastano ve Sharma, 1997). Ayrıca mali baskınlık, monetizasyon yoluyla finanse edilen yüksek bütçe açıklarına yol açmaktadır. Bu durumda, yerli para değer kaybetmekte, para otoritelerine olan güven sarsılmakta ve para otoriteleri fiyat istikrarını sağlamak amacıyla alternatif strateji arayışına zorlanmaktadır (Çolakoğlu, 2002).

Yüksek bütçe açığının monetizasyon yoluyla finansmanının en aza indirilmesiyle sağlanan güçlü mali yapı, enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğini artırmakta ve enflasyonu düşürmenin reel maliyetlerini sınırlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde güçlü mali yapının varlığının önemi, ülkenin enflasyona ilişkin geçmişine, hükümetin kısa

dönemli ve öncelikli mali açıkları karşılamak amacıyla yaptığı girişimlerin para politikası üzerindeki etkilerine ve hükümetin finansman ihtiyacını gidermek için mali piyasalardaki borçlanma yeteneğine bağlıdır. Mali yapıdaki söz konusu başlangıç durumları, enflasyon hedeflemesinin güvenilirliğini artırmak amacıyla gereken merkez bankasının hükümeti finanse etmesine ilişkin limitler veya uygulanacak mali kurallar gibi kurumsal ayarlamaların belirlenmesini sağlamaktadır (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002).

Kamu açıklarının merkez bankası tarafından finanse edildiği veya hükümetin finansman ihtiyacını gidermek için mali piyasalardaki borçlanma yeteneğinin zayıf olduğu yüksek enflasyon geçmişine sahip ülkelerde, enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğini sağlamak açısından güçlü mali yapının varlığı önemli bir önkoşuldur. Geçmiş enflasyon verilerinin bulunmaması ve kamu açıklarının finansmanı için hükümetin mali piyasalarda etkin bir şekilde borçlanamaması nedeniyle kamuoyunda, mali önceliklerin enflasyon hedeflemesini arka plana ittiği şeklinde bir kanı oluşabilmektedir. Hükümetin yüksek borç stokunun bulunması ve ekonominin şoklara karşı kırılğan bir yapıya sahip olması da enflasyon hedeflemesinin para otoritelerince ikincil plana atılıp atılmayacağını belirlemede rol oynamaktadır (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002).

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

Enflasyon hedefini hükümet ile merkez bankasının birlikte belirlemesi para politikası ile maliye politikası arasındaki çatışmaları önlemektedir.

1.6. İstikrarlı Mali Sistem¹

Mali istikrar, mali sistemin krizlere karşı kırılabilirliğinin en düşük seviyede tutulmasıyla sağlanabilmektedir. İstikrarlı mali sistem para politikasının kredibilitesini artırarak enflasyona ilişkin beklentiler ile hedeflenen enflasyon oranı arasındaki ilişkinin kontrol edilmesine katkıda bulunmaktadır. Mali krizlere karşı kırılabilir olan gelişmekte olan ülkelerde mali istikrar merkez bankaları açısından büyük önem taşımaktadır.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmeyi planlayan bir merkez bankası için mali istikrarın sağlanamaması iki önemli sorunu beraberinde getirmektedir: İlk olarak, finansal kuruluşların yükümlülüklerini yerine getirmek için merkez bankasının sağladığı fonlardan yüklü miktarda kullanması, söz konusu fonlamaların merkez bankasının uyguladığı para politikası üzerindeki etkilerini sterilize etmesini güçleştirerek enflasyonist baskılara yol açmaktadır. İkinci olarak, sıkı para politikası uygulanması durumunda faiz oranlarında meydana gelen artış yüklü miktarda borcu bulunan finansal kuruluşların mali yapılarını tehdit etmesi merkez bankasının enflasyon hedeflemesi uygulama yeteneğini sınırlamaktadır.

Birçok gelişmekte olan ülkede, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmeden önce mali sistemde istikrar sağlanmaktadır. Ancak, gelişmiş ülkeler için bu bir önkoşul değildir. Herhangi bir mali kriz sonrasında gelişmekte olan ülkelerin toparlanma süreci gelişmiş ülkelere göre daha uzun sürmektedir. Bu nedenle, mali sistemdeki istikrarsızlığın enflasyon hedeflemesi uygulamasını olumsuz etkilememesini sağlamak için gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre daha çok zamana ihtiyacı vardır. Örneğin, uygulanmakta olan sabit döviz kuru rejiminin bırakılması durumunda mali sektörün döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı kırılabilirliğinin azaltılması için bir takım önlemlerin alınması gerekmektedir. Çoğu gelişmekte olan ülke, mali sistemde istikrarın sağlanması amacıyla borç yükümlülüklerini yerine getiremeyen finansal kuruluşların sorunlarına çözüm getirmek ve güçlü denetleme sistemleri kurmak gibi önlemler almaktadır.

¹ Bu bölümün yazılmasında genel olarak Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer (2002)'den yararlanılmıştır.

1.7. Gelişmiş Mali Piyasalar²

Bankacılık sistemi ile mali sektörün zayıf olduğu bir ekonomide, para politikalarının etkin olması mümkün değildir. Çünkü bu koşullarda, sistem kırılğan bir yapıya sahip olmakta ve fiyat istikrarına odaklanması imkansız hale gelmektedir. Böyle bir ekonomide, mali piyasalar güçlü değilse, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması mümkün olamaz. Söz konusu durum, merkez bankasının açık piyasa işlemleri yürütme yeteneğini sınırlamaktadır. Ayrıca, gelişmemiş mali piyasalar denge faiz oranları hakkında güvenilir bilgi verememekte ve kamu sektörü açıklarının finansmanında yetersiz hale gelmektedirler (Çolakoğlu, 2002).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, gelişmiş mali piyasalar para politikasının oluşumunu kolaylaştırmaktadır. Derin ve likit mali piyasalar, piyasalarda işlem gören finansal enstrümanların fiyatlarındaki hareketlerin, merkez bankasına ekonominin temelleri ve piyasalardaki beklentilere ilişkin etkin bir şekilde bilgi aktarımını sağlamaktadır. Ayrıca, derin ve likit piyasalar şoklarla mücadeleyi kolaylaştırmakta, böylece merkez bankasının kısa dönemli şokların etkilerini en aza indirmek veya mali istikrarı sağlamaya çalışmak görevini üstlenerek merkez bankasının enflasyon hedeflemesine odaklanmasına katkıda bulunmaktadır.

Gelişmiş mali piyasalar, yerli ve yabancı para cinsinden işlemlerin etkin bir şekilde yürütülmesini de sağlamaktadırlar. Merkez bankalarının para politikasını verimli bir şekilde uygulayabilmeleri, bilançolarındaki hareketleri izleyebilmeleri, döviz rezervini yönetebilmeleri ve son borç verme mercii olarak finansal kuruluşlara kredi verebilmeleri için yerli ve yabancı para cinsinden yüklü miktarda işlemi piyasalardaki fiyatları olumsuz yönde etkilemeden gerçekleştirebilmeleri gerekmektedir. Bu durum özellikle, gerçekleştirdikleri işlemlerde belirsizliği en aza indirmek amacıyla verimli ve şeffaf bir şekilde piyasa işlemlerini yürüten ve enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları için gereklidir. Ayrıca, mali piyasaların dolarizasyona izin vermeyecek kadar gelişmiş olduğu ekonomilerde para

² Bu bölümün yazılmasında genel olarak Carare, Schaechter, Stone ve Zelman (2002)'den yararlanılmıştır.

politikası daha verimli olarak uygulanmaktadır. Çünkü, dolarizasyon para politikasının etkilerini sınırlamaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı ülkelerde, politika yapıcılar mali piyasaların gelişmesini sağlamak zorundadır. Enflasyon hedeflemesinde tahvil-bono piyasalarının derin ve likit olması etkin para politikası uygulaması açısından büyük önem taşımaktadır.

1.8. Etkin Para Politikası

Para politikasının enflasyonu kontrol altına alabilmesi için para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin olması gerekmektedir (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001). Enflasyon hedeflemesi para otoritelerine para politikasını uygulamada rehberlik edecek bir operasyonel çerçeve gerektirmektedir. Bu çerçeve içerisinde, enflasyon ile para politikası araçları arasında anlaşılır bir ilişkinin olması ve enflasyonun belirli bir seviyeye kadar öngörülebilir olması şarttır. Bu nedenle, para otoritelerinin ekonomiyi etkin bir şekilde yönlendirecek para politikası araçlarını serbestçe kullanabilmeleri gerekmektedir. Ayrıca, söz konusu araçların şoklara karşı etkin bir şekilde kullanılabilmesi için gelişmiş para ve sermaye piyasalarının varlığı kaçınılmazdır.

Enflasyon hedeflemesi, farklı yaklaşımlarla eldeki bilgilerin tümünü kullanarak enflasyon tahminleri üreten bir metodolojiye dayanmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin ileriye dönük yapısı nedeniyle para politikasındaki değişiklikler enflasyonda öngörülen değişiklikler gözönünde bulundurularak yapılmalıdır. Para otoritelerinin yeterli öngörü çerçevesi geliştirecek bir kapasiteye sahip olmaları gerekmektedir (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001).

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. Söz konusu politika aracı para otoritelerinin amaçlarına en iyi şekilde hizmet edecek bir araç olmalıdır. Enflasyon hedeflemesi uygulayabilmek için gelişmiş mali sisteme sahip bir ülkenin merkez bankası, para politikası

araçlarını etkin bir şekilde kullanarak para piyasalarını etkileyebilecek güce sahip olmalıdır.

Merkez bankası en uygun yol gösterici politika aracını belirleyebilmek için de bir takım araçlardan faydalanmak durumundadır. Kredi limitleri veya zorunlu karşılıklar gibi enstrümanlar sık sık değiştirilemediği için enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları tarafından yol gösterici politika aracı olarak kullanılmamaktadır. Söz konusu enstrümanları kullanan merkez bankalarının enflasyon hedeflemesine geçmeden önce piyasa enstrümanlarını etkin bir şekilde kullanabilmeleri için faiz oranları veya diğer değişkenleri merkez bankası veya hükümetin kontrolünden bağımsız hale getirmek gibi bir takım adımlar atmaları gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşabilmesi için merkez bankasının enflasyon oranını hedeflenen orana yönlendirebilmek için para politikası enstrümanlarını belirleyebilecek yeteneğe sahip olması şarttır. Para politikasının geçiş mekanizması parasal koşullardaki değişiklikler ile bu değişikliklerin enflasyon üzerindeki etkisi olarak tanımlanabilir. Geçiş bağları ne kadar güçlü ve iyi anlaşılırsa, enflasyon hedefine ulaşmayı amaçlayan para politikası enstrümanlarındaki değişiklikler o kadar etkin olmaktadır.

Para politikası ile enflasyon arasındaki geçiş mekanizması üzerindeki belirsizlik enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları, özellikle de gelişmekte olan ülke merkez bankaları için büyük sorun teşkil etmektedir. Merkez bankaları genel olarak para politikasının geçiş mekanizmasının anlaşılabilir olması için bir takım politika araçlarına sahiptirler. Para piyasalarının işleyişini geliştirmeyi ve para piyasaları ile diğer mali piyasalar arasındaki bağları sıkılaştırmayı amaçlayan mali reformlar geçiş mekanizmasının güçlenmesine katkıda bulunmaktadır. Para politikası uygulamasında şeffaflığı artırıcı önlemler geçiş mekanizmasının zayıflamasına yol açan piyasalarda meydana gelen şokların azalmasını sağlar. Ekonomik analizde merkez bankası kaynaklarına yer verilmesi parasal geçiş sürecinin daha anlaşılır hale gelmesine yardımcı olur ve böylece, para politikasının formülasyonunu kolaylaştırır. Devletin banka ve firma bilançolarına ait verilere kolaylıkla ve etkin bir şekilde ulaşabilmesi

merkez bankası için parasal geçiş sürecinin anlaşılır hale gelmesinde önemli rol oynar. Merkez bankasının yoğun ve düzenli olarak para ve mali piyasa katılımcıları ile iletişim kurması politika değişikliklerinin enflasyon üzerindeki etkilerini daha etkin bir şekilde öngörmesini sağlar.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, enflasyon tahminleri önemli rol oynamaktadır. Bu uygulamada, gelecekteki enflasyon oranının hedeflenen enflasyon oranından giderek uzaklaştığının öngörülmesi halinde para politikasında bir takım ayarlamalar yapılmaktadır. Belirli bir dönem için belirlenmiş para politikası uygulamasında enflasyon öngörüsünün hedef oranın altında veya üstünde olması durumunda para politikasının gevşetilmesi veya sıkılaştırılması gerekmektedir. Ayrıca, enflasyon öngörüsü para politikasının ara hedefi olarak da düşünülmektedir.

Merkez bankasının enflasyon öngörülleri enflasyonun görünümüne ilişkin tüm bilgilerin kullanılmasıyla oluşturulmalıdır. Başka bir ifadeyle, enflasyon hedeflemesine geçmeyi tasarlayan para otoritelerinin, kamuoyu ve mali piyasa katılımcılarının nazarında güvenilir bir enflasyon öngörüsünde bulunabilmeleri için enflasyonun görünümüne ilişkin yeterli ve güvenilir bilgiye sahip olmaları gerekmektedir.

Enflasyon öngörüsünde bulunurken, enflasyon görünümüne ait bir görüş oluşturmak amacıyla bir takım ekonomik göstergelerden faydalanılmaktadır. Söz konusu ekonomik göstergeler arasında toplam talep ve arza ilişkin değişkenler, parasal büyüklükler, faiz oranları, döviz kurları, enflasyon, enflasyon beklentileri ve hazine bonoları getirileri yer almaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde para ve kredi göstergeleri beklenen enflasyona yönelik güçlü bilgi kaynağı oluşturmaktadır.

Enflasyon öngörüsü oluşturmak amacıyla ekonomik veriler arasındaki istatistiksel ilişkiler incelenmekte ve tahmin modelleri oluşturulmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmeyi planlayan merkez bankaları hali hazırda enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları tarafından geliştirilmiş modellere kendi ekonomilerine ait verileri koyarak bir takım enflasyon öngörülleri ortaya çıkarabilmektedirler. Belirli bir

süre sonra, merkez bankaları kendi ekonomilerindeki ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiler hakkında daha sağlam bilgiye sahip olmalarıyla daha gelişmiş, ayrıntılı ve kendi ekonomilerinin yapısına daha uygun öngörü modelleri geliştirebilmektedirler. Para politikası analizi ve öngörü modeli, merkez bankası çalışanları ve yönetiminin ekonomik koşullar ve para politikasını daha etkin bir şekilde değerlendirebilmeleri için ortak bir dil oluşturur. Dolayısıyla, merkez bankasının kamuya para politikasını daha iyi açıklamasına katkıda bulunur.

Bunların dışında, enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları özel sektör çalışanları ve mali piyasa katılımcılarıyla gerçekleştirdikleri ekonomiye ilişkin tartışmalarda olabildiğince bilgi toplamak durumundadırlar. Söz konusu tartışmalar ekonominin içinde bulunduğu durum ve gelecekteki enflasyona ilişkin görüş alış-verişinde bulunmayı amaçlamakta ve özel sektörün enflasyon beklentileri ile ilgili bilgi sağlanmasına yardımcı olmaktadır. Sözü edilen tartışmalar, özellikle ekonomik veriler arasındaki ilişkilerin hızlı değiştiği ve gelişmiş mali piyasaların bulunmadığı ülkelerde daha faydalı olmaktadır.

1.9. Özet

Bu bölümde ilk olarak, enflasyon hedeflemesinin önkoşulları ve belirli ülkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğine ilişkin çalışmaların yer aldığı literatür taraması yapılmıştır. Türkiye ekonomisini merkez bankası bağımsızlığı, mali liberalleşme ve derinleşme açısından inceleyen çalışmalara da örnekler verilmiştir. Daha sonra, enflasyon hedeflemesinin önkoşulları ele alınmıştır. Söz konusu önkoşullar merkez bankası bağımsızlığı, tek bir hedefin olması, hesap verebilirlik ve şeffaflık, mali baskınlığın olmaması, istikrarlı mali sistem, gelişmiş mali piyasalar ve para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin olması olarak belirlenmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE YAKIN DÖNEM PARA POLİTİKALARI İLE ENFLASYONUN GEÇMİŞİ VE TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖNKOŞULLARININ SAĞLANMA DERECEŚİ

Bu bölümde, Türkiye'de uzun yıllardan bu yana süregelen yüksek enflasyonun nedenlerine odaklanılarak Türkiye ekonomisi hakkında kısaca bilgi verilmektedir. Ayrıca, bir önceki bölümde belirlenen enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının Türkiye'de sağlanıp sağlanmadığı incelenmektedir.

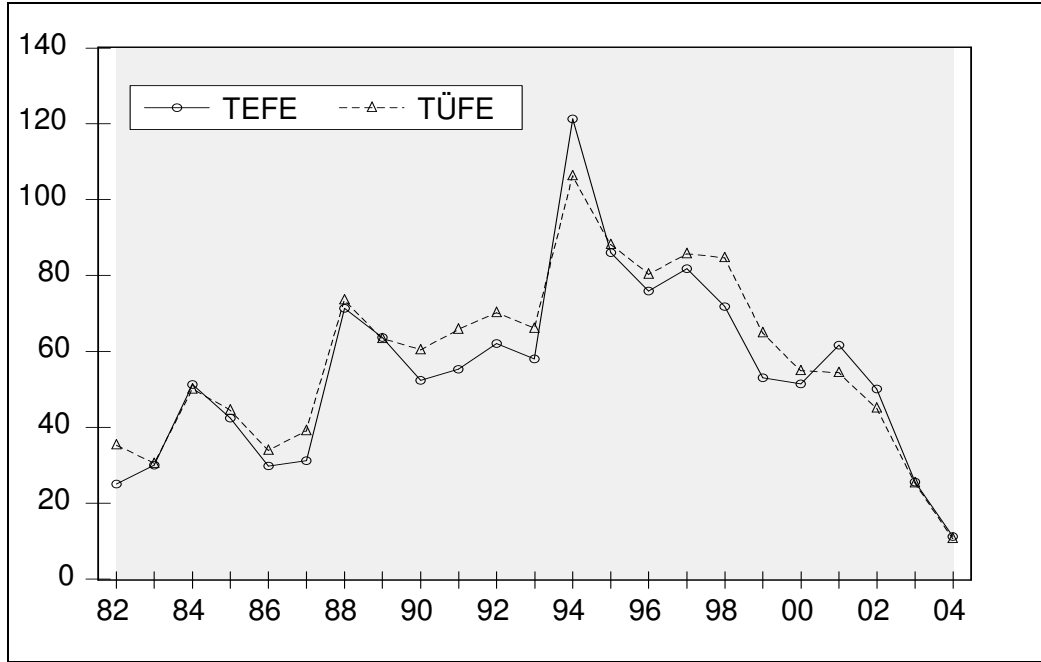
1970'li yıllardan bu yana Türkiye yüksek ve kronik enflasyona maruz kalmıştır. Çeşitli dönemlerde uygulanan istikrar programları sonrasında ancak geçici bir rahatlama sağlanmış, enflasyon Türkiye ekonomisi için her zaman başlıca sorun olmuştur (Lim ve Papi, 1997).

Kibritçioğlu (2001), 1970'li yılların sonundan itibaren Türkiye'deki yüksek enflasyonun olası sebeplerini şu şekilde sıralamaktadır:

- Yüksek kamu sektörü açıklarının varlığı ve bunların monetizasyon yoluyla finanse edilmesi,
- Çeşitli hükümetlerin çok sayıda altyapı projelerinin bulunması,
- Yüksek askeri harcamalar,
- Her genel seçim öncesinde popülist hükümet harcamaları ile oluşan siyasi istikrarsızlığın enflasyonist baskılara yol açması,
- Ekonomik kurumların devamlılık gösteren enflasyonist beklentileri,
- Döviz kurlarındaki yükselişin enflasyonist etkileri,

- İthal edilen başlıca girdilerin (özellikle ham petrol) fiyatlarının dünya genelinde artması,
- Özel sektör tarafından girdi olarak kullanılan kamu sektörü ürünlerinin fiyatlarının artması,
- Yeterli derinliğe sahip olmayan sermaye piyasalarında kamu sektörü borçlanmasının dışlama etkisinin faiz oranlarında artışa yol açması.

Yüksek ve kronik enflasyon gelir dağılımında bozulmalara ve doğrudan yabancı yatırımların azalmasına yol açarak Türkiye’de ekonomiye ciddi zararlar vermiştir (Diboğlu ve Kibritçioğlu, 2001). Grafik 2.1’de 1982-2004 yılları arasında Türkiye’deki TÜFE ve TEFE enflasyonunun gelişimi yer almaktadır.



Grafik 2.1: Türkiye’de TÜFE ve TEFE Enflasyonu, 1982-2004.

Kaynak: IMF, International Financial Statistics, CD-ROM Versiyonu.

2.1. Türkiye’de Merkez Bankası Bağımsızlığı

24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe konulan geniş çaplı istikrar ve liberalizasyon programı serbest piyasa mekanizmasını hayata geçirmeyi, enflasyonu düşürmeyi, ekonomik büyümeyi hızlandırmayı ve sermaye hareketlerinde liberalizasyonun sağlanmasını amaçlamıştır. Programın diğer önemli amacı mali sistemin etkin bir şekilde işleyebilmesi için TCMB’nin mali sistem içindeki rolünün azaltılması olmuştur. Ayrıca bu, serbest piyasa ekonomisinin gereklerinden biridir. Ancak, 1980 yılından sonra yürürlüğe konulan hızlı büyüme politikaları devlet borçlanmalarının artmasını da beraberinde getirmiş, bu da bütçe açıklarının genişlemesine yol açarak TCMB’nin mali sistemdeki rolünün azalmasına engel olmuştur (Gökbudak, 1996).

1980’li yılların ortalarından itibaren, iç borçlanmanın gerçekleştirilmesi amacıyla hazine bonoları ile devlet tahvillerinin ihracının yapıldığı haftalık ihalelerin yapılması, bankalararası para piyasası, döviz-efektif piyasası ve altın piyasasının açılması ve açık piyasa işlemlerinin başlaması gibi kurumsal değişiklikler yer almaya başlamıştır. Bu değişikliklerin amacı TCMB’ye piyasa enstrümanlarını kullanarak para politikasını uygulama otonomisinin verilmesi olmuştur. Bir diğer kurumsal değişiklik ise, TCMB’nin dış ticareti teşvik etme ve ihracatı geliştirme görevini devretmesini sağlayan Eximbank’ın kurulması olmuştur. Eximbank’ın kurulması TCMB’nin öncelikli hedeflerine odaklanmasını sağlamıştır (Gökbudak, 1996). 1990 yılında ilan edilen para programı TCMB’nin bağımsızlığını ve kredibilitelerini artıran bir başka adım olmuştur. Söz konusu programda, ‘TCMB istihdam yaratmayı amaçlayan politika uygulamalarına dahil olmamalıdır; orta dönemde merkez bankasının amacı Türk Lirası’nın değerinde istikrarın sağlanması olmalıdır’ ifadesi yer almaktadır (Gökbudak, 1996).

Daha liberal politikaların uygulanmaya başlamasıyla enflasyon ekonominin öncelikli sorunu haline gelmiştir. Sonuç olarak, daha önce ekonomik gelişmeyi ilerletmeyi amaçlayan TCMB’nin öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Kamu sektörüne kullandırılan kredi hacminin

azaltılması gerektiğinden 1994 yılında parlamentoda kabul edilen kanunla merkez bankasının hükümete sağladığı kredilerin kademeli olarak azaltılması sağlanmıştır. Bu konudaki bir başka gelişme ise, 1997 yılında TCMB ile Hazine Müsteşarlığı arasında imzalanan, TCMB'nin kamu finansmanındaki rolünü sınırlayan ve TCMB'ye kısa dönem faiz oranlarını belirleme gücünü ve sorumluluğunu veren protokol olmuştur (Erçel, 1999).

1998 yılındaki para politikasının öncelikli amacını yılın ilk yarısında bir takım makroekonomik hedefler belirleyerek, yıllık enflasyon oranını düşürmek için gerekli önlemlerin alınması teşkil etmiştir. Döviz kurunun enflasyon hedefi ile uyumlu olmasını sağlayacak döviz kuru politikasının uygulanması kararlaştırılmıştır. 1998 yılının Nisan ayında uygulanan para politikasının sonuçlarının beklentilerle uyumlu olduğu görülmüş ve yılın ikinci yarısında söz konusu politikanın değiştirilmemesi konusunda görüş birliğine varılmıştır. Aynı yılın Temmuz ayında TCMB, yılın ikinci yarısında para politikasının IMF (Uluslararası Para Fonu) ile belirlenen program çerçevesinde sürdürüleceğini açıklamıştır. Bu program, yılın ikinci yarısında para ve döviz kuru politikalarının % 50'nin altında bir enflasyon oranı ile uyum içerisinde olmasını gerektirmiştir (Erçel, 1999).

Bunların dışında, TCMB Kanunu'nda fiyat istikrarının para politikasının öncelikli hedefi olmasına yönelik bir takım değişiklikler yapılmıştır. 25 Nisan 2001 tarihinde yürürlüğe konulan yeni kanuna göre TCMB'ye para politikalarının uygulanması ve kullanılacak para politikası araçlarına karar verilmesi konusunda tam yetki verilmiştir. Bu gelişme, enflasyon hedeflemesi için çok önemli olan merkez bankası araç bağımsızlığı konusunda atılmış önemli adımlardan biridir. Kanunda ayrıca, enflasyon hedeflemesi rejimine geçileceğine ilişkin ifadeler yer verilmiştir. TCMB'ye araç bağımsızlığı veren kanun maddesi aşağıda yer almaktadır:

Temel Görev ve Yetkiler

Madde 4- (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)

Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler.

TCMB'nin kuruluş şekline bakıldığında, bankanın anonim şirket olarak kurulduğu görülmektedir. TCMB'nin anonim şirket olarak kurulmasının sebebi, para ve kredi politikaları uygulamalarında siyasi baskının önlenmesi olmuştur (Gökbudak, 1996). Bu, kanunda şu şekilde yer almaktadır:

Kuruluş ve Unvan

Madde 1- (21.04.1994 tarih, 3985 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)

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

Yukarıdaki madde para politikasına ilişkin kararları hiçbir baskı altında kalmadan alan bağımsız bir merkez bankasına sahip olma isteğini göstermektedir. Ancak, anonim şirket olarak kurulmuş TCMB'nin hisselerinin yarısından fazlasına Hazine Müsteşarlığı'nın sahip olması, TCMB'nin para politikalarında siyasi baskıdan uzak kalmasına engel olabileceği düşünülmektedir.

Kısaca, para politikası uygulamasında öncelikli hedefini fiyat istikrarı olarak belirleyen TCMB'nin enflasyon hedeflemesinin merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olmasına yönelik önkoşulunu sağlamış olduğu görülmektedir.

2.2. Türkiye'de Tek Bir Hedefin Olmasının İncelenmesi

Enflasyon hedeflemesinin önkoşullarından biri bir önceki bölümde de belirtildiği gibi sistemde başka bir nominal değişken hedefine ulaşılmamasına ilişkin kesin bir taahhüdün bulunmamasıdır. Bununla birlikte, enflasyon hedefi ile uyumlu olması şartıyla diğer hedeflere ilişkin amaçlar güdülebilir. Hedefler arasında herhangi bir çelişki olması durumunda fiyat istikrarına öncelik verilmelidir. TCMB Kanunu'na göre bu önkoşulun aşağıdaki madde sayesinde sağlanmış olduğu görülmektedir:

Temel Görev ve Yetkiler

Madde 4- (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)

... Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çalışmamak kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler...

Sonuç olarak, yukarıdaki maddeden anlaşılacağı üzere fiyat istikrarına öncelik verilmektedir ve fiyat istikrarı ile uyumlu olduğu sürece bir diğer hedefe ulaşılması desteklenmektedir. Ayrıca 2001 yılının Şubat ayında TCMB, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşması için gerekli olan dalgalı kur sistemine geçmiştir. Çünkü sabit kur sisteminde, aynı anda hem döviz kuru hedefine hem de enflasyon hedefine ulaşılması güçleşmektedir. Bu durum her iki hedeften de sapmalara yol açabilmekte ve para politikasının kredibilitasını zedeleyebilmektedir. Sabit kur rejiminin sona ermesi ile birlikte enflasyon hedeflemesi stratejisinin tek bir hedefin olması koşulu yerine getirilmiş olmaktadır. Bu çerçevede, dalgalı kur rejimi altında TCMB, örtük enflasyon hedeflemesi politikası uygulamaktadır. Örtük enflasyon hedeflemesi uygulamasında, parasal büyüklükler dikkate alınmakla birlikte, öncelik gerçekleşecek olan enflasyonun hedeflenen düzeye yakınsaması olmaktadır.

2.3. Türkiye’de Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

TCMB Kanunu, enflasyon hedeflemesinin temel koşullarından biri olan kamuoyunu bilgilendirmek yoluyla şeffaf para politikası uygulamasına geçişi vurgulamaktadır. Şeffaflığın artması hesap verebilirliğin de artmasını beraberinde getirdiği için, TCMB para politikalarının hedefe ulaşılmasında başarısız olması durumunda kamuya açıklama yapmak durumundadır. Bu durum TCMB Kanunu’nda şu şekilde yer almaktadır:

Özel Denetim ve Kamuoyunun Aydınlatılması

Madde 42- (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)

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

Banka, para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporlar hazırlar ve kamuoyuna duyurur. Raporların hangi dönemler itibarıyla hazırlanacağı, kapsamı ve açıklanma usulü Bankaca belirlenir. Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve

alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar.

Söz konusu madde çerçevesinde TCMB, fiyatlar genel seviyesindeki hareketler, para ve kur politikası, mali piyasalar, kamu maliyesi, ödemeler dengesi ve para politikasında geleceğe yönelik enflasyon değerlendirmeleri ve enflasyon beklentilerine ilişkin bilgileri içeren 'Para Politikası Raporu'nu yayınlamaktadır. Sonuç olarak TCMB, enflasyon hedeflemesi stratejisinin önkoşullarından biri olan para politikasında şeffaflığı sağlamış olmaktadır.

2.4. Türkiye’de Mali Baskınlık

Türkiye mali baskınlık açısından incelendiğinde, TCMB'nin kamu sektörüne avans vermesi veya kredi açması yasaklanmıştır. TCMB Kanunu'nda söz konusu yasağın aşağıdaki maddede yer almaktadır:

Bankanın Yapamayacağı İşlemler

Madde 56- (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)

Banka, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz. Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz.

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

Kamu açıklarının monetizasyon yoluyla finansmanı ve kamu sektörüne kullanılan kredilerin geçmiş yıllarda TCMB'nin hedeflerinden sapmasına yol açması nedeniyle kamu sektörüne kredi açılmasının yasaklanması merkez bankası bağımsızlığı yolunda atılan önemli bir adım olmuştur.

Bununla birlikte, Türkiye’de mali baskınlığın devam edip etmediğinin değerlendirilmesi amacıyla borçlanma ve milli gelir ilişkisinin de gözönünde bulundurulması gerekmektedir. Tablo 2.1.’de yer alan borç stoğu verileri Türkiye’deki mali baskınlığa dikkati çekmektedir. Tablo’dan görüleceği üzere 2003 yılı itibarıyla Kamu Sektörü Borcu/GSMH oranı % 70.5 ve Kamu Sektörü Borçlanma Gereği/GSMH oranı % 8.7 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu oranlar Türkiye’de mali baskınlığın varlığına işaret etmekte ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını olumsuz etkileyebileceği düşünülmektedir.

TABLO 2.1. TÜRKİYE’DE BORÇLANMA VE GSMH ORANI

	KSBG/GSMH	TİBS/GSMH	TKSBS/GSMH
1999	15.5	29.3	52.0
2000	11.8	29.0	57.5
2001	16.4	69.2	91.0
2002	12.7	55.2	78.7
2003	8.7	54.5	70.5

KSBG: Kamu Sektörü Borçlanma Gereği; **TİBS:** Toplam İç Borç Stoğu; **TKSBS:** Toplam Kamu Sektörü Borç Stoğu; **GSMH:** Gayri Safi Milli Hasıla.

Kaynak: T.C. M.B., Hazine Müsteşarlığı.

Son yıllarda, Türkiye’de mali baskınlığın azaltılması amacıyla bir takım yapısal reformlar hayata geçirilmiştir. TCMB’ye araç bağımsızlığı verilmiş, kamu bankaları yeniden yapılandırılmış, şube ve çalışan sayısının azaltılmasında önemli aşama kaydedilmiştir. Düzenleme ve denetleme sistemi geliştirilmiş, bankaların sermaye yeterlilik oranları artırılmıştır. Kamu sektöründe işe almalar sınırlanmış, tarım sektörüne destek uygulamaları yeniden gözden geçirilmiş ve bağımsız düzenleme ve denetleme kurumları kurulmuştur. Kamu sektöründe bütçe disiplininin, şeffaflığın ve güvenilirliğin artırılması amacıyla çalışmalar yapılmıştır.

Son birkaç yıl içinde, Türkiye ekonomisi bir takım dışsal şoklara maruz kalmıştır. 2003 yılındaki Irak Savaşı sırasında reel faiz oranları yükselmiş, Türk lirasının reel değerinde ciddi ölçüde düşüş kaydedilmiştir. ABD Merkez Bankası tarafından yapılan açıklamalarda, 2004 yılının ilk yarısından itibaren para politikasının sıkılaştırılacağı mesajının verilmesi ve İstanbul’da yaşanan bombalı saldırı olaylarına rağmen, Türkiye’deki makroekonomik göstergelerin güçlü konumda olduğu görülmüştür. Mali disiplinin sağlanması çabalarının devam etmesi, Avrupa Topluluğu’na giriş sürecinde gerçekleştirilecek sosyal güvenlik, vergi ve mali hizmetler reformlarının mali sektörün derinleşerek, reel faiz oranlarının düşmesine katkıda bulunacağı gözönünde

bulundurulduğunda, borçlanma oranlarının giderek düşeceği tahmin edilmektedir (Özatay, 2005).

2.5. Türkiye’de Mali Reformlar ve Mali Derinleşme

1980 yılından önce, içe dönük ekonomik strateji izlenen Türkiye’de mali sistem de etkin değildi. Bu dönemde, mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altında ve reel faiz oranları genel olarak negatifti. Kambiyo kısıtlamalarıyla, bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine ciddi ölçüde kısıtlar getirilmişti. Kişilerin portföylerinde döviz bulundurma olanağı bulunmamaktaydı. Tercihli kredi yoluyla birçok sektöre sübvansiyon sağlanmakta ve para politikasının oluşturulmasında tercihli krediler önemli rol oynamaktaydı. Yerli ve yabancı bankaların mali sisteme katılmasına kısıtlar getirilmekteydi. Mali piyasalarda gerçekleştirilen işlemler ve buradan elde edilen gelirler daha yüksek oranlı vergiye tabi tutulmaktaydı. Kalkınmada öncelikli sektörler ucuz kredi verilmekteydi. Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları yüksek seviyede idi. Kamu sektörü büyük ölçüde monetizasyon yoluyla finanse edilmekteydi (Binay ve Kunter, 1998).

1980 yılında yürürlüğe konulan yapısal reform programıyla, doğrudan parasal kontrollerin yoğun olduğu içe dönük ekonomik yapıdan, piyasa mekanizmasına dayalı dışa dönük ekonomik gelişme stratejisine geçilmiştir. 1980 yılının Ocak ayında Türkiye, bir dizi ekonomik, yasal ve kurumsal reformları içeren istikrar ve yapısal uyum programını uygulamaya koymuştur. Bu program, piyasa ekonomisi güdümünde ve dışa dönük büyüme stratejisini benimsemiştir. Ayrıca, dünya ekonomisi ile entegrasyonun sağlanarak, mali piyasaların liberalizasyonunu amaçlamıştır (Soydan, 2003). İstikrar programının mali kesime yönelik bölümünde ise devletin fonksiyonlarının azaltılarak, bütçe açığının daraltılması ve sistemin fonlarının yönünün mali sisteme çevrilmesi hedeflenmiştir.

Mali liberalleşme sürecinde atılan ilk adım, faiz hadlerindeki sınırlamaların kaldırılması olmuştur. Bununla esas olarak, mali sistemde tasarrufu teşvik etmek ve mali sektörde derinleşmeyi artırmak için finansal kuruluşlar arasında rekabeti güçlendirmek amaçlanmıştır (TCMB, 2002).

Ayrıca, bankaların mevduat sertifikası çıkarmalarına izin verilmiştir. Faizlerin serbest bırakılması, rekabete hazır olmayan bankacılık sektöründe büyük bankaların aralarında anlaşarak, faizlerin belirli bir seviyenin üzerine yükselmesini önlemeye çalışmalarına yol açmıştır (1. Centilmenlik Anlaşması çerçevesinde bir yıllık mevduata % 30 faiz verilmesi konusunda bankalar anlaşmaya varmışlardır). Faizlerin serbestleştirilmesi süreci, banka ve bazı holdinglerin aracı kurumlar kurmalarına ve bu kurumlara mevduat sertifikalarını iskonto ile satmaları ile devam etmiştir. Söz konusu sertifikalar, halka daha yüksek fiyattan satılmış, ve buradan sağlanan tasarruflar genelde yüksek riskli yatırım araçlarına yatırılmıştır. Halka aracı kurumlar tarafından genel olarak mevduat sertifikası yerine senet verilmiştir (Binay ve Kunter, 1998). Bu gelişmeler, özellikle küçük bankaların mevduatlarını artırmak amacıyla rekabete girmelerine ve faizleri önemli ölçüde yükseltmelerine neden olmuştur. Enflasyonu düşürmek amacıyla sıkı para politikası uygulamasına geçilmiş, ancak toplam talepteki düşüş firma karlılıklarını olumsuz etkilemiştir. Kredi faizlerinin yükselmesi ve firma karlılıklarındaki düşüş birçok şirketin mali güçlük içerisine girmesine sebep olmuştur. Özellikle bankacılık sektöründe etkin bir denetleme sisteminin bulunmaması ve söz konusu gelişmeler, 1982 yılında mali sistemin krize girmesiyle sonuçlanmıştır (Bayazıtöğlü, Ersel ve Öztürk, 1991). Hükümet beş küçük özel bankanın kapatılmasına karar vermiş ve 1983 yılının Ocak ayında Merkez Bankası faiz oranlarında yeniden düzenlemeye gitmiştir (Atiyas ve Ersel, 1992).

1982 yılında yaşanan mali kriz mali sistemde denetim ve gözetimin önemini ortaya koymuştur. Bu nedenle, mali liberalizasyon sürecinin ikinci aşaması olan 1983-1987 yılları arasında mali sistemde bir takım kurumsal yeniliklere gidilmiştir. 1982 yılında menkul kıymet piyasalarının geliştirilmesi amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur. 1981 yılında yürürlüğe konulan Sermaye Piyasası Kanunu SPK'ya hisse senedi ve bonoların birincil piyasasının denetlenmesinde tam yetki vermiştir. 1983 yılında, hisse senetleri ve bonoların ikincil piyasası açılmış ve 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuştur. (Atiyas ve Ersel, 1992).

Mali aracılığın maliyetinin azaltılması amacıyla mevduat faizi gelirinden elde edilen stopaj vergileri 1983 ve 1984 yıllarında düşürülmüştür. 1983 yılında Bankalar Yasası'na yapılan ilave ile Bakanlar Kurulu'na geri dönmeyen krediler konusunda yetki verilmiştir. Bu yasaya dayanarak 1985 yılında çıkarılan kararnamede bankacılık sektöründeki yapısal zayıflıkların giderilmesi amaçlanmıştır. Bankaların gecikmiş alacaklarına karşılık olması amacıyla ihtiyati karşılık ayırma zorunluluğu getirilmiştir. Diğer yandan, bankaların verdikleri kredilerin bir bölümü kadar rezerv tutma zorunluluğu da bulunmaktadır (Binay ve Kunter, 1998).

Bu dönemde, para politikasının uygulanmasına yönelik olarak da bir takım değişiklikler yapılmıştır. Yeni para politikası rejiminde, TCMB'nin öncelikli amacı bankacılık sistemindeki toplam rezervleri denetleyerek, para arzını kontrol altına almak olmuştur. Bu çerçevede, öncelikli sektörlere otomatik kredi imkanı sağlayan reeskont kolaylığı orta vadeli kredilerle sınırlı bırakılmıştır. Bu sınırlama, bankacılık sektöründe likiditeyi sağlamak için piyasa mekanizmasının kurulmasını gerektirmiştir. 1986 yılında, TCMB bünyesinde Bankalararası Para Piyasası kurulmuştur. 1987 yılında, TCMB para politikası uygulamasında birincil araç olarak kullanacağı Açık Piyasa İşlemlerini başlatmıştır (TCMB, 2002).

Mali liberalleşme sürecindeki bir diğer gelişme, döviz kuru rejiminin liberalleştirilmesi olmuştur. 1980'li yıllardan önce, sabit döviz kuru rejimi uygulanmaktaydı. Bu sistemde, Türk Lirası'nın değeri değişen ekonomik koşullara göre hükümet tarafından belirlenip, ayarlanmaktaydı. Döviz kuru rejiminin liberalleştirilmesiyle, Türk Lirası'nın değeri diğer para birimleri karşısında devalüe edilmiş ve kara borsanın ortadan kalkmasını sağlayacak sabit bir oran belirlenmiştir. 1981 yılının Mayıs ayından itibaren, TCMB günlük bazda döviz kuru ayarlaması yapmaya başlamıştır. Yurt dışından döviz transferlerini kolaylaştırmak ve sermaye çıkışlarını önlemek için 1982 yılının sonunda, ticari bankalara döviz pozisyonu tutma imkanı tanınmıştır. Döviz kuru rejimi geniş çapta 7 Temmuz 1984 tarihinde liberalleştirilmiş ve 1989 yılında Türk Lirası konvertibl hale getirilmiştir (TCMB, 2002).

Mali liberalleşme sürecindeki diğer önemli adım, 1984 yılında yerleşiklere yabancı para cinsinden işlem yapma, para çekme ve yurt dışına para gönderme imkanı tanıyan bankacılık sistemine döviz mevduatının girmesi olmuştur. Ancak, döviz kuru sisteminin liberalizasyonu ve yerleşiklere yabancı para cinsinden mevduat tutma hakkının verilmesi enflasyonist ve istikrarsız ekonomik koşulların bulunduğu bir ortamda, para ikamesine (dolarizasyon) yol açmıştır. Yabancı para cinsinden varlıklar ve mevduatların miktarı artmıştır (Soydan, 2003). Tablo 2.2'de görüleceği üzere, yerli para cinsinden tanımlanan parasal göstergeler M1 ve M2'nin Gayri Safi Milli Hasıla'ya oranı düşerken, yabancı para cinsinden varlık ve mevduatlardan oluşan M2Y'nin Gayri Safi Milli Hasıla'ya oranı yükselmektedir. Tablo 2.2'ye göre, 1985 yılında M2 Gayri Safi Milli Hasıla'nın % 21.8'ini oluştururken, 2003 yılında söz konusu oranının % 19.6'ya gerilediği görülmektedir. Aynı dönemde, M2Y'nin Gayri Safi Milli Hasıla'ya oranı 1985 yılında % 23.8 iken, 2003 yılında % 38.2'ye yükselmiştir. Bu oranlar ekonomide yerli para kullanımının azaldığını, buna karşılık, dolarizasyonun arttığını göstermektedir.

TABLO 2.2. MALİ LIBERALİZASYON SÜRECİNDE PARASAL GÖSTERGELER (% GSMH)

	1985	1987	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
M1	7.9	7.2	6	6	5.7	5	4.7	4.2	3.9	3.6	3.7	3.5	4.1	4.6	5.2	4.5	4.5
M2	21.8	17.1	15.5	14.8	14.3	13.5	11.5	11.6	12.2	12.6	13.4	14.7	20.3	19.9	22.3	19.4	19.6
M2Y	23.8	20.6	19.3	18.4	18.9	20.8	20	22.1	21.5	23.3	24.9	27.5	35.9	37.9	47.6	42	38.2

Kaynak: TCMB.

1980 yılında başlayan ekonomik ve mali reformlar süreci çerçevesinde, sermaye hareketleri serbestleştirilmeye başlanmış ve 1989 yılında bu süreç tamamlanmıştır. 1980 yılına kadar, dış sermaye hareketleri üzerinde kontrol ve denetimler bulunmaktaydı. Sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ile ekonomiye yüksek miktarda kısa vadeli sermaye akımı olmuş, bu da özellikle 1990'lı yıllarda kamu sektörü açığının finansmanının temel kaynağı olarak kullanılmıştır (Soydan, 2003).

1980 yılında yürürlüğe konulan yapısal uyum ve istikrar programının bir diğer amacı da, kamu sektörü açıklarının azaltılması olmuştur. Kamu açıklarının enflasyonist etkilerinin en aza indirilmesi ve mali disiplinin

sağlanması amacıyla kamu açıklarının finansmanının mali piyasalarda rekabetçi oranlardan gerçekleştirilmesinin önemi gündeme gelmiştir. Kamu sektörü borçlanma gereğininin yüksek seviyede olması, mali piyasalarda kamu sektörü borçlanma araçlarının daha etkin bir şekilde işlem görmesi amacıyla bir takım önlemlerin alınmasını beraberinde getirmiştir. Bu konuda atılan ilk adım, bankalara portföylerinin bir bölümünde kamu sektörü borçlanma araçlarının bulundurulması zorunluluğunun getirilmesi olmuştur. Diğer adım ise söz konusu araçların mali piyasalarda cazip hale gelmesi için getirilerinin piyasa ortamında belirlenmesini sağlayan 1985 yılında başlatılan hazine ihaleleri olmuştur. Kamu borçlanma araçlarının gelir vergisinden muaf olması, bu araçlara olan talebin artmasına katkıda bulunmuştur (Atiyas ve Ersel, 1992).

1980 yılından sonra, Türk mali sisteminde mali enstrümanların çeşitliliği ve mali işlem hacminin milli gelire oranı artmıştır. Örneğin, 1980 yılında, işlem gören menkul kıymetlerin milli gelire oranı % 2.1 iken 1990 yılında % 6.5, 1999'da ise % 39.8'e yükselmiştir. Liberalizasyon sürecinin en önemli sonuçlarından biri kamu açığı finansmanının yönteminin değişmiş olmasıdır. 1980'lerden önce mali açıkların finansmanı TCMB tarafından doğrudan monetizasyon yoluyla gerçekleştirilmekteydi. 1985 yılına kadar, hükümetler mali açıkların finansmanı için menkul kıymet ihracı yapmamakta ve Hazine, TCMB tarafından kullanılan yüksek miktarda kısa vadeli avans kullanımı gerçekleştirilmekteydi. Sonuç olarak, para politikası büyük ölçüde mali politikaya bağımlıydı (TCMB, 2002). Özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından sonra, kamu sektörü açıkları finansmanında büyük oranda yerli kaynaklara başvurulmaktaydı. 1985 yılının Mayıs ayında, hükümet bütçe açığının finansmanı amacıyla hazine bonosu ve devlet tahvili ihracına başlamıştır. 1985 yılında ihale yöntemiyle kamu sektörü borç enstrümanlarının halka arz edilmesine başlanmasıyla yerli finansmanın kompozisyonu içerisinde hazine ihraçlarının payı, TCMB'nin doğrudan avans kullanarak gerçekleştirdiği monetizasyonun payına göre artmıştır. 1990 yılının başlarında TCMB, bilançodaki varlık ve yükümlülükleri kontrol altına alabilmek amacıyla yeni bir parasal program ilan etmiştir. Parasal tabandaki büyümeyi sınırlamak için TCMB ile Hazine arasında kamu sektörü borçlanma

gereği ve mali açıkların monetizasyon yoluyla finansmanına sınır koymayı amaçlayan bir protokol imzalanmıştır (Soydan, 2003). 1994 yılının Nisan ayında yaşanan mali krize kadar, TCMB'nin Hazine'ye sağladığı kısa vadeli avans miktarı cari yılın bütçe tahminlerinin % 15'i ile sınırlanmıştı. Bu oran krizden sonra, % 12, 1996 yılında % 10, 1997 yılında % 6 ve geri kalan yıllarda % 3'e düşmüştür. 2001 yılında yürürlüğe konulan yeni Merkez Bankası Kanunu ile kısa vadeli avans kullanılması yasaklanmıştır (TCMB, 2002).

Söz konusu değişiklikler önemli sonuçlar doğurmuştur. Türk finansal sisteminde işlem gören mali enstrümanların sayısı ve hacmi artmıştır. Örneğin, yukarıda da belirtildiği gibi 1980 yılında menkul kıymetlerin milli gelire oranı % 2.1 iken, bu oran 1990 yılında % 6.5'e, 1999 yılında ise % 39.8'e yükselmiştir. Ayrıca, 1980 yılında banka mevduatlarının milli gelire oranı % 10 iken, bu oran 1999 yılında % 39.5'e çıkmıştır. 1980 yılında toplam mevduat içinde uzun vadeli mevduatın payı % 2.2 iken, bu oran 1999 yılında % 16.3'e ulaşmıştır. Bunların dışında, repo ve ters repo piyasasında işlem hacmi belirgin ölçüde artmıştır (Yeldan, 2002).

Mali derinliğin artmasına katkıda bulunan söz konusu olumlu gelişmelere rağmen, kamu açığı finansmanında yerli borçlanma enstrümanlarının kullanımının giderek artması mali piyasalarda kamu sektörünün baskın hale gelmesine yol açmıştır. Mali derinleşme kamu sektörüne fayda sağlasa da beklenildiği gibi özel yatırımların artmasına yol açmamıştır. Vergi muafiyetleri, istikrarlı ve risksiz net getiriler devlet tahvillerinin diğer mali enstrümanlar karşısındaki rekabet gücünü artırmıştır (Soydan, 2003). Ayrıca, 1980 yılından sonra uygulamaya konulan liberal politikalar, dinamik bir yapı kazanan Türk mali sisteminde yapısal değişiklikleri de beraberinde getirmesine rağmen, fon akımları bankacılık sektörü içinde gerçekleşmiştir. Bu, mali derinleşmenin yetersiz olduğunun bir göstergesi olmuştur. Son yıllarda bankalar dışındaki mali kuruluşların sayısının ve büyüklüğünün artmasına karşılık, bankacılık sektörünün finansal sistem içindeki payı % 75'e ulaşmıştır. Bunların dışında, birçok finansal kuruluşa kısmen de olsa bankaların sahip olması gözönünde

bulundurulduğunda, Türk mali sisteminde bankacılık sektörünün baskınlığının derecesinin çok yüksek olduğu anlaşılmaktadır (Çolakoğlu, 2002).

Yeldan'a (2002) göre, devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) yüksek miktarda işlem gördüğü finansal liberalizasyonun üç temel etkisi olmuştur: Birincisi, kamu sektörü maliye politikaları merkez bankasının para politikalarını ikame ederek, kamu sektörüne sınırsız kredi hacmi sunmuştur. İkinci olarak, bu dönemde, Hazine mali piyasalar üzerinde tekeli bir güce sahip olmuş, bu da verimsiz ve etkin olmayan kredi dağılımına yol açmıştır. Üçüncüsü, DİBS'lerin düzensiz aralıklarla ve yüksek miktarlarda ihraç edilmesi, para çarpanında aşırı dalgalanmaya ve belirsizliğe neden olmuştur.

1980 yılından sonra gerçekleşen mali sistemdeki dinamik gelişmelere rağmen, bankacılık sektörünün mali sistem içindeki payı çok yüksek ve bankacılık sektörünün yapısı çok zayıf olmuştur. Ayrıca, kamu bankalarının sektör içinde yüksek paya sahip olduğu da göze çarpmaktadır. Tablo 2.3'de görüleceği üzere, kamu bankalarındaki mevduatın toplam mevduata oranı % 50'yi geçmiştir.

TABLO 2.3. TÜRKİYE'DE BANKACILIK SEKTÖRÜNE AİT BAZI ORANLAR (%)

	2000	2001	2002	2003	2004
Kamu Bankaları Aktifleri/Toplam Bankacılık Sektörü Aktifleri	34.2	36.1	36.5	39.8	44.2
Kamu Bankalarındaki Mevduat/Toplam TL Mevduatı	58.9	54.4	54.4	54.1	57.0
TL Mevduatı/Toplam Mevduat	41.3	43.0	43.8	52.3	57.6
Yabancı Para Cinsinden Mevduat/Toplam Mevduat	58.6	57.0	56.2	47.7	42.4

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

Finansal liberalizasyon sürecindeki bir diğer olumsuz gelişme bankacılık sektöründe kredi hacminin düşmesi olmuştur. Bu dönemde asıl olarak toplam tasarruf ve yatırımların artırılması amacı güdülmüyordu. Ancak Tablo 2.4'de 1988 yılında bankacılık sektörü kredi hacminin milli gelire oranı % 17.6 iken bu oranının 1990 yılında % 16.5'e, 2003 yılında ise % 16.2'ye düştüğü görülmektedir. Söz konusu verilerden asıl amacı reel sektöre fon sağlamak olan bankacılık sektörünün bu fonksiyonunu yerine getirmekten

çok uzak olduğu anlaşılmaktadır. Tablo 2.4'de finansal liberalizasyon sürecinin çok yoğun olduğu 1990'lı yılların ilk yarısında kredi hacminin göreceli olarak düştüğü dikkati çekmektedir (Yeldan, 2002).

TABLO 2.4. BANKACILIK SEKTÖRÜ KREDİ HACMİ (% GSMH)

	1980	1985	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Kredi Hacmi	10.7	10.9	17.6	16.1	16.5	12.4	12.7	14.0	13.3	16.5	26.9	29.1	24.1	24.7	24.4	22.3	14.6	16.2

Kaynak: TCMB.

Sonuç olarak, Türkiye'de belirli ölçüde mali derinleşme sağlanmış olsa da finansal liberalizasyon döneminde arzu edilen sonuçlara ulaşılamamıştır. Bu dönemin en belirgin özellikleri kamu açıklarının finansmanında kullanılan mali enstrümanların çeşitliliğinin artması, dolarizasyon ve mali piyasalar ile reel ekonomide istikrarsızlığa yol açan kısa dönemli spekülasyon sermaye hareketleri olmuştur.

2.6. Özet

Bu bölümde ilk olarak, Türkiye'de yıllardan bu yana süregelen yüksek enflasyonun nedenlerine odaklanılarak Türkiye ekonomisi hakkında kısaca bilgi verilmiştir. Elde edilen bilgilere göre 20 yıldan fazla süren yüksek ve kronik enflasyonun temel sebepleri yüksek bütçe açıklarının varlığı ve bunların monetizasyon yoluyla finanse edilmesi, genel seçimlerden önce hükümetlerin popülist politikalar uygulaması ve süreklilik gösteren enflasyonist beklentiler olarak belirlenmiştir.

İkinci olarak, Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının sağlanıp sağlanmadığı incelenmiştir. Merkez Bankası bağımsızlığı açısından bakıldığında, Türkiye'de yüksek enflasyonun temel sebeplerinden biri olan kamu açıklarının monetizasyon yoluyla finansmanının yol açtığı mali baskınlığın merkez bankası bağımsızlığına gölge düşürmesine rağmen, son dönemde, fiyat istikrarının sağlanmasını para politikasının öncelikli hedefi olarak belirleyen ve merkez bankasına para politikalarını uygulama ve hangi para politikası aracını kullanacağına karar verme otonomisi tanıyan yeni

Merkez Bankası Kanunu ile TCMB'ye araç bağımsızlığının verilmesi yolunda önemli adımlar atılmıştır.

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

Türkiye'de mali baskınlığın ortadan kaldırılması için de bir takım adımlar atılmıştır. Türkiye'de uzun yıllardır süregelen enflasyonun nedenlerinden biri olan senyoraj gelirlerinin önlenmesi amacıyla TCMB tarafından kamu sektörüne kullanılan kredi ve avanslar yeni Merkez Bankası Kanunu ile kaldırılmıştır. Bununla birlikte, kamu borçlarının milli gelire oranının çok yüksek olması Türkiye'de mali baskınlığın devam ettiğine işaret etmekte ve enflasyon hedeflemesinin uygulanması önünde engel teşkil etmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin bir diğer önkoşulu ise para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin bulunmasıdır. Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının sağlanıp sağlanmadığına ilişkin olarak yapılan çalışmalarda enflasyon ile para politikası araçları üzerinde fazla durulmamıştır. Çalışmada, bu boşluğun doldurulması amaçlanmış ve bir sonraki bölümde Türkiye'de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişki üzerine ampirik bir çalışma yapılmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI İLE ENFLASYON ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK OLARAK İNCELENMESİ

3.1. Model

Başarılı bir enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli önkoşullardan biri de para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin olmasıdır. Çünkü, enflasyon hedeflemesi rejiminde, enflasyon öngörülerini para politikasının ara hedefi rolünü oynamaktadır. İstikrarlı ekonomik ilişkiler para politikasının öngörü yeteneğini güçlendirmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, güvenilir bir enflasyon öngörüsü para politikasının uygulanmasında politika yapıcıları için önemli bir araçtır (Hoffmaister, 1999).

Bu bölümde, Türkiye'de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin istatistiksel analizi yapılmaktadır. Ampirik çalışmada, istatistiksel tahmin yapmada en etkili yöntemlerden biri olarak bilinen ve modellerde kullanılan değişkenlerin bir sistem olarak birbirleriyle etkileşimlerini göstermesi açısından oldukça önemli bir ekonometri tekniği olan Vektör Otoregresyon (VAR) metodu kullanılmıştır.

VAR modeli, zamanın herhangi bir noktasında, ekonomi değişkenlerinin değerlerinin tahmin edilmesine yarayan ve kendi geçmiş değerlerinden gelecek değerleri tahmin edilebilen değişkenlerden oluşan bir modeldir. Herhangi bir VAR modeli şu şekilde yazılabilmektedir:

$$Y_t = b_{10} - b_{12}Z_t + \gamma_{11}Y_{t-1} + \gamma_{12}Z_{t-1} + \varepsilon_{yt} \quad (3.1)$$

$$Z_t = b_{20} - b_{21}Y_t + \gamma_{21}Y_{t-1} + \gamma_{22}Z_{t-1} + \varepsilon_{zt} \quad (3.2)$$

$$t = 1, 2, \dots, T$$

Bu sistemde, Y_t ve Z_t iki zaman serisi olup, Y_t serisinin zaman içindeki hareketinin, Z_t serisinin şimdiki ve geçmiş değerlerinden, aynı şekilde Z_t serisinin zaman içindeki hareketinin de Y_t serisinin şimdiki ve geçmiş değerlerinden etkilendiği varsayılmaktadır.

VAR modellerinde kullanılan değişkenlerin ekonomik önemi, sistemden elde edilen katsayıların büyüklüğü ve beklenmeyen şokların makro değişkenler üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla oluşturulan etki-tepki analizi ile varyans ayrıştırmaları yardımıyla yorumlanabilmektedir. Varyans ayrıştirması, k dönem sonra bir değişkenin başka bir değişkende meydana gelen şoka karşı gösterdiği yüzde değişimi vermektedir. Etki-tepki analizi ise sistemdeki her bir değişkenin sistemdeki diğer değişkenlerde meydana gelen bir standart sapma büyüklüğündeki şoka belirli bir dönem boyunca verdiği tepkinin ölçülmesini sağlamaktadır (Phillips, 1991). Örneğin, tüketici fiyat endeksinin (CPI) varyans ayrıştirması, modeldeki diğer değişkenlere uygulanan şoka karşı CPI'nin belirli bir zaman içinde gösterdiği tepkiyi yüzde değişim olarak ölçmektedir. Eğer CPI'daki değişimin çok büyük bir yüzdesi CPI'nin kendi geçmiş değerleriyle açıklanıyorsa, modelde yer aldığı varsayılan M1, reel GSYİH veya nominal döviz kuru gibi diğer değişkenlerin CPI'daki değişimleri açıklamak için önemli olmadıkları sonucuna varılmaktadır. Bunların dışında, VAR modeli içindeki CPI denklemi, uygulanan para politikası ile enflasyonda meydana gelen değişiklikler arasındaki gücü ve öngörülebilirliği görmek açısından büyük önem taşımaktadır. Para politikası araçları ile gelecekteki enflasyon arasında güçlü ve öngörülebilir bir ilişki olduğu takdirde, para politikası araçlarının geçmiş değerlerinin CPI'daki değişimi açıklamakta ekonomik olarak önemli ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna varılabilir.

3.2. Veriler

Bu çalışmada, Türkiye'de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin incelenmesi amacıyla 1987:1-2003:4 tarihleri arasındaki çeyrek dönemleri kapsayan ve 5 değişkenden oluşan VAR analizi yapılmıştır. Makroekonomik değişkenler arasında öngörülebilir ilişkilerin incelenmesinde en etkin yöntemlerden biri olan VAR analizinde birbiriyle yakın ilişkide olan

makro değişkenlerin kullanılması VAR modellerinin gücünü artırmaktadır. Bu nedenle, Türkiye ekonomisinin yapısı da gözönünde bulundurularak ve Christoffersen, Slok ve Wescott (2001) ile Gottschalk ve Moore'un (2001) Polonya'ya ilişkin çalışmaları baz alınarak, modelde para arzı (M1), rezerv para (RP), tüketici fiyat endeksi (CPI), nominal döviz kuru (ER), reel GSYİH (GDP) ve 3 aylık hazine bonusu faiz oranlarına (R) ilişkin veriler kullanılmıştır. Tüketici fiyat endeksi ve reel GSYİH, fiyatlar ve üretime ilişkin değerlerdir. Kısa dönem faiz oranları, üretim ve fiyatlara ilişkin değişkenlerin, parasal geçiş mekanizmasının incelenmesinde faydalı olacağı düşünülmüştür. Para arzı ve kısa dönem faiz oranları para politikası araçlarını temsil etmektedir. Fiyatlar ve üretimin ise para otoriteleri için hedef veri olduğu varsayılmıştır. Parasal geçiş mekanizmasında nominal döviz kurları önemli bir rol oynadıkları için modele dahil edilmişlerdir. CPI, reel GSYİH ve nominal döviz kurları verileri Uluslararası Para Fonu'na ait Uluslararası Mali İstatistikler'den (IFS) alınmıştır. M1, RP ve 3 aylık hazine bonusu faiz oranları TCMB'den sağlanmıştır. Ekonometrik sonuçların ekonomi bilimi doğrultusunda yorumlanmasında kolaylık sağladığı gerekçesiyle yüzde olarak ifade edilen faiz oranı (R) dışındaki tüm değişkenlerin logaritmaları alınmıştır. Ayrıca, 1994 yılının Nisan ayı, 2000 yılının Kasım ayı ve 2001 yılının Şubat ayında yaşanan krizlerin etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla söz konusu dönemler için bir kukla değişken (D1) tanımlanmıştır. Kukla değişkenin kullanılmasının amacı zaman serilerini kriz dönemlerinin spesifik etkilerinden arındırmaktır.

3.3. Birim Kök Testleri

Bu çalışmada yer alan zaman serilerinin mevsimsel birim kök içerip içermediğinin test edilmesi amacıyla Hegy testinden yararlanılmıştır. Mevsimsel birim kök taşıyan çeyrek dönemlik zaman serilerinde dördüncü fark alınarak serinin durağan olması sağlanmaktadır. Yani, Y_t zaman serisini durağan hale getirmek amacıyla

$$\Delta_4 Y_t = Y_t - Y_{t-4} \quad (3.2)$$

denkleminde faydalanılmaktadır. Burada $\Delta_4 = (1-L)(1+L)(1+L^2)$ olarak ifade edildiğinde aşağıdaki değişkenleri tanımlanabilir:

$$Y_{1,t} = (1+L)(1+L^2) Y_t \quad (3.3)$$

$$Y_{2,t} = -(1-L)(1+L^2) Y_t \quad (3.4)$$

$$Y_{3,t} = (1-L)(1+L) Y_t \quad (3.5)$$

$$Y_{4,t} = \Delta_4 Y_t = (1-L)(1+L)(1+L^2) Y_t \quad (3.6)$$

Buradan Hegy denklemini (3.7)'de elde ediyoruz:

$$Y_{4,t} = \Pi_1 Y_{1,t-1} + \Pi_2 Y_{2,t-1} + \Pi_3 Y_{3,t-2} + \Pi_4 Y_{3,t-1} + e_t \quad (3.7)$$

Mevsimsel birim kökün varlığının test edilmesi için aşağıda verilen boş hipotezlerin test edilmesi gerekmektedir:

$$H_A : \Pi_1 = 0 \quad (3.8)$$

$$H_B : \Pi_2 = 0 \quad (3.9)$$

$$H_C : \Pi_3 = \Pi_4 = 0 \quad (3.10)$$

Tablo 3.1'de söz konusu testlerin sonuçlarının değerlendirilmesi yer almaktadır.

TABLO 3.1. HEGY TESTİNE AİT HİPOTEZLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Reddedilmeyen Hipotezler	Reddedilen Hipotezler	Durağan Değişken
H_A, H_B, H_C	-	$\Delta_4 Y_t$
H_A, H_B	H_C	$\Delta_2 Y_t$
H_A, H_C	H_B	$(1-L)(1+L^2) Y_t$
H_B, H_C	H_A	$(1+L)(1+L^2) Y_t$
H_A	H_B, H_C	$\Delta_1 Y_t$
H_B	H_A, H_C	$(1+L) Y_t$
H_C	H_A, H_B	$(1+L^2) Y_t$
-	H_A, H_B, H_C	Y_t

Modelde kullanılan zaman serilerinin her birinin logaritması alınarak (3.7) denkleminde uygulanmıştır. H_A , H_B ve H_C hipotezlerinin test edilmesi amacıyla denklemlerden elde edilen t-istatistikleri, F-istatistikleri, %5 anlam düzeyinde reddedilen ve reddedilmeyen boş hipotezler ile her bir değişken için hangi farkın durağan olduğuna ilişkin bilgiler Tablo 3.2'de yer almaktadır. Söz konusu tabloda, GDP dışındaki zaman serilerinin mevsimsel olmayan

birim kök taşıdığı ve birinci farklarının durağan olduğu, GDP serisinin ise mevsimsel birim kök taşıdığı ve dördüncü farkının durağan olduğu görülmektedir.

TABLO 3.2. HEGY TESTİ SONUÇLARI

Değişken	t _A	t _B	F-istatistiği	Reddedilmeyen Hipotezler	Reddedilen Hipotezler	Durağan Değişken
LOGCPI	-2.164	-4.221	37.221	H _A	H _B , H _C	$\Delta_1 Y_t$
LOGGDP	-0.729	-1.522	0.674	-	H _A , H _B , H _C	$\Delta_4 Y_t$
LOGM1	-0.542	-6.191	14.925	H _A	H _B , H _C	$\Delta_1 Y_t$
LOGER	-1.169	-4.983	25.084	H _A	H _B , H _C	$\Delta_1 Y_t$
LOGRP	-1.063	-5.456	22.36	H _A	H _B , H _C	$\Delta_1 Y_t$
R	-1.662	-6.114	15.802	H _A	H _B , H _C	$\Delta_1 Y_t$

Modelde kullanılan değişkenlerin durağan olup olmadıklarının test edilmesi amacıyla ayrıca Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testleri de kullanılmıştır. Söz konusu testlerden elde edilen sonuçlar Tablo 3.3'de özetlenmektedir. Testlerde, faiz oranları hariç logaritması alınmış zaman serilerinde birim köke rastlanıldığına ilişkin boş hipoteze karşılık, zaman serilerinin durağan olduğu hipotezinin doğru olup olmadığı araştırılmıştır. MacKinnon kritik değerlerine göre, gecikme sayısı 4 iken, % 5 anlam seviyesinde tüm zaman serilerinde düzeyde birim köke rastlanmaktadır. Kullanılan zaman serilerinin durağan olmadığı Grafik 3.1'de görülmektedir.

% 5 anlam düzeyinde durağan olmadıkları anlaşılan zaman serilerinin durağanlık testleri birinci farkları alınarak tekrar yapılmıştır. Tablo 3.1'de görüleceği gibi % 5 anlam düzeyinde CPI, RP ve ER serilerinin logaritmalarının birinci farkı birim kök taşıırken, geri kalan serilerin birinci farkının durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. CPI, RP ve ER serilerinin logaritmasının ikinci farkı alındığında bütün anlam düzeylerinde durağan olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, zaman serilerinin sayısının sınırlı olması birim kök testinin öngörü gücünü düşürmektedir.

TABLO 3.3. GENİŞLETİLMİŞ DICKEY FULLER TESTLERİNİN SONUÇLARI

Seriler	Seviye Değerleri İçin	Birinci Farklar İçin	İkinci Farklar İçin
LOGCPI	-1.466049	-1.179043	-5.202756*
LOGGDP	-0.775527	-4.136885*	-3.102620**
LOGM1	-0.842882	-3.194903*	-6.353768*
LOGER	-1.023788	-2.421597	-5.403594*
R	-1.463618	-5.301424*	-6.268400*
LOGRP	-1,231277	-2,146148	-5,795182*

Notlar:

1. MacKinnon kritik değerleri kullanılmıştır.
2. Her bir değişken için gecikme sayısı 4 olarak alınmıştır.
3. * %5 anlam düzeyinde birim kökün varlığına ilişkin hipotezin reddedildiğini ifade etmektedir.
4. ** LOGGDP serisinin ikinci farkı yerine dördüncü farkı alınmıştır.

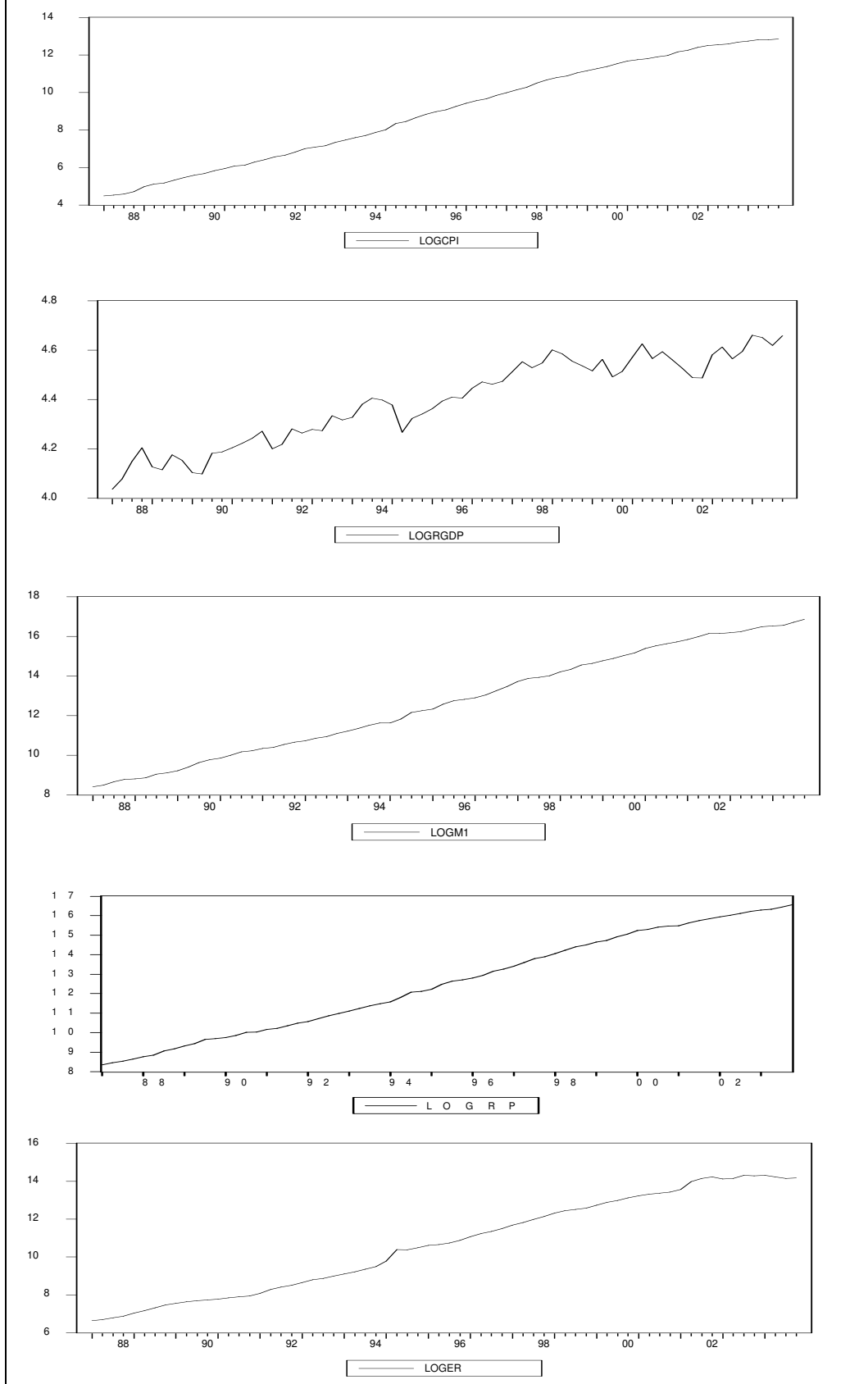
Diğer yandan, CPI, ER ve RP serilerinin durağanlığı Phillips Perron testleriyle de araştırılmıştır. Söz konusu testlere ait sonuçlar Tablo 3.4'de yer almaktadır. Phillips Perron test sonuçlarına göre, faiz oranları hariç logaritması alınmış zaman serilerinde birim köke rastlanıldığına ilişkin boş hipoteze karşılık, zaman serilerinin durağan olduğu hipotezinin doğru olup olmadığı araştırılmıştır. MacKinnon kritik değerlerine göre, gecikme sayısı 4 iken, % 5 anlam seviyesinde zaman serilerinin tümünde birim kök olduğu görülürken, söz konusu serilerin birinci farklarının durağan olduğu görülmektedir.

TABLO 3.4. PHILLIPS PERRON TESTLERİNİN SONUÇLARI

Seriler	Seviye Değerleri İçin	Birinci Farklar İçin	İkinci Farklar İçin
LOGCPI	-1,555360	-6,764092*	-18,40313*
LOGGDP	-1,451653	-9,016487*	-3.908099**
LOGM1	-0,415828	-6,783072*	-14,25556*
LOGER	-0,987608	-5,742030*	-14,26342*
R	-2,482151	-9,721980*	-17,60936*
LOGRP	-0,6159000	-7,478252*	-17,82889

Notlar:

1. MacKinnon kritik değerleri kullanılmıştır.
2. Her bir değişken için gecikme sayısı 4 olarak alınmıştır.
3. * % 5 anlam düzeyinde birim kökün varlığına ilişkin hipotezin reddedildiğini ifade etmektedir.
4. ** LOGGDP serisinin ikinci farkı yerine dördüncü farkı alınmıştır.



Grafik 3.1: Logaritması Alınmış Zaman Serilerinin Düzeylerinin Grafikleri

Bu çalışmanın amacı para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin incelenmesi olması ve veri sayısının sınırlı olmasının güvenli eşbütünleme testinin yapılmasına imkan tanımaması nedeniyle yüzde cinsinden ifade edilen faiz oranları dışındaki değişkenlerin logaritmalarının ilk farkı alınarak ve dört ile çarpılarak, modelde kullanılacak olan veriler yıllık büyüme oranı cinsinden ifade edilmiştir. Zaman serilerinin mevsimsel birim kök taşıyıp taşımadığının test edilmesi amacıyla yapılan Hegy birim kök testi, GDP serisinin mevsimsel birim kök taşıdığına ve diğer serilerin birinci farklarının durağan olduğuna işaret etmiştir. Sonuç olarak, modelde kullanılacak değişkenler, zaman serilerinin ilk farkının dört ile çarpılmasıyla bulunmuş, GDP serisinin ise dördüncü farkı alınarak yıllık büyüme cinsinden ifade edilmiştir.

Elde edilen veriler modelde aşağıdaki şekilde yer almaktadır:

$$INF \text{ (Enflasyon Oranı)} = 4 * (\log (\text{CPI}) - \log (\text{CPI} (-1)))$$

$$G \text{ (Ekonomik Büyüme Oranı)} = \log (\text{GDP}) - \log (\text{GDP} (-4))$$

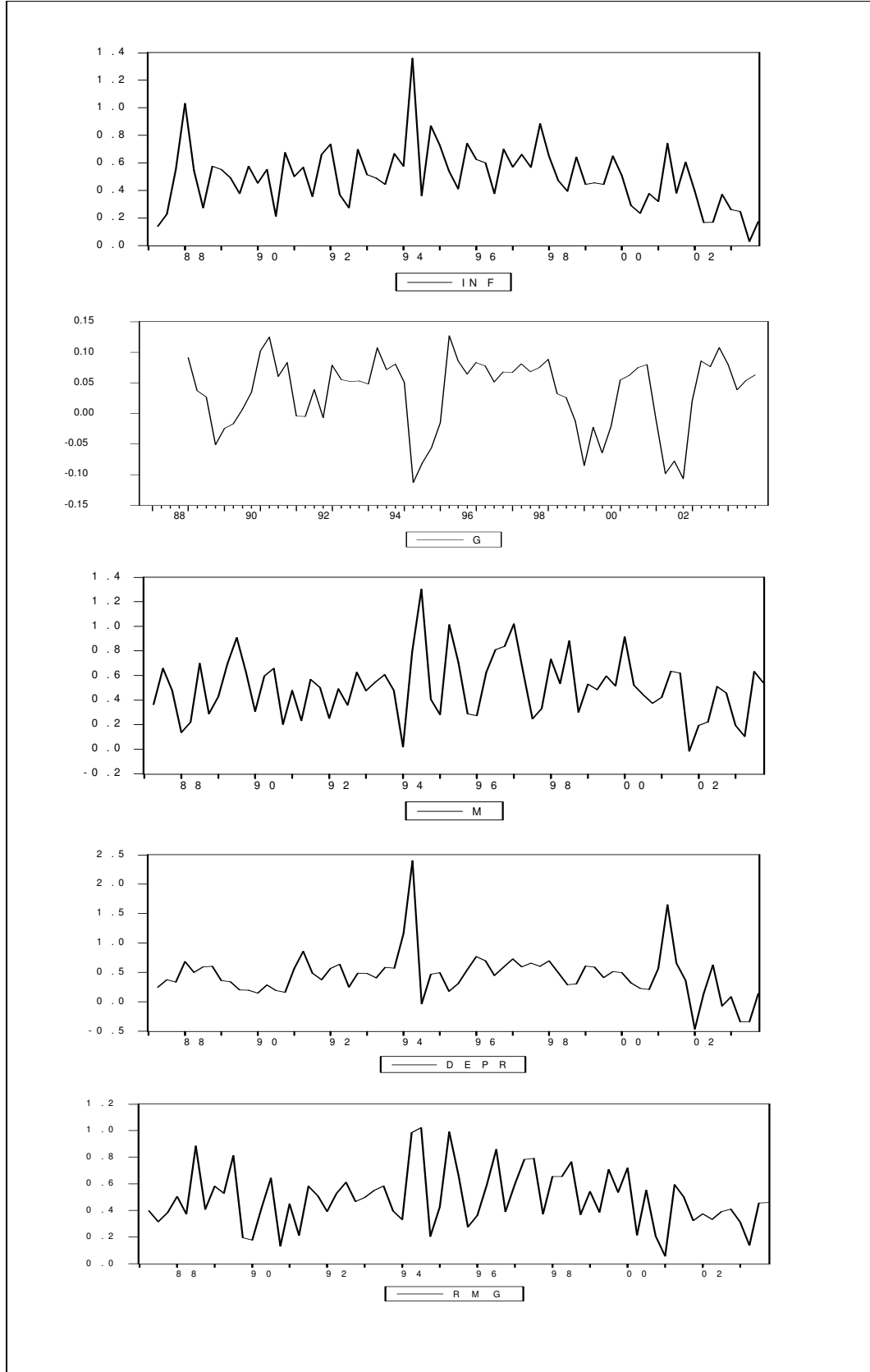
$$M \text{ (Para Arzındaki Büyüme Oranı)} = 4 * (\log (\text{M1}) - \log (\text{M1} (-1)))$$

$$\text{DEPR (Yerli paradaki değer kaybı)}^3 = 4 * (\log (\text{ER}) - \log (\text{ER} (-1)))$$

$$\text{RMG (Rezerv Paradaki Büyüme Oranı)} = 4 * (\log (\text{M1}) - \log (\text{M1} (-1)))$$

Bu değişkenlerin grafikleri Grafik 3.2'de yer almaktadır.

³ Burada ER:USD/TL'yi ifade etmektedir. Dolayısıyla, TL'deki değer kaybı 'Depreciation of TL' anlamına gelen (DEPR) olarak alınmıştır.



Grafik 3.2: Modelde Kullanılan Değişkenlerin Grafikleri

3.4. Para Politikası Aracının M1 Olduğu Tahminler

Ampirik çalışmada, birim kök testleri sonuçları da gözönünde bulundurulurak, GDP serisinin logaritmasının dördüncü farkı, diğer zaman serilerinin ise logaritmalarının ilk farkının dört katı alınmış ve bu şekilde, tüm değişkenler yıllık büyüme cinsinden ifade edilmiştir. Zaman serilerinin sayısının sınırlı olması dikkate alındığından, iki gecikme sayısı uygulanarak ve sabit eklenerek modelin tahmini yapılmıştır.

Tablo 3.5'te tahmin sonuçları yer almaktadır. Tablo 3.5'e gore INF denkleminde, para arzındaki büyümenin ilk gecikmede katsayısı düşük ve istatistiksel olarak anlamlı değildir. Ancak, ikinci gecikmede, para arzındaki büyümenin enflasyon üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ancak, katsayının düşük olduğu görülmektedir.

Tahmin sonuçları, INF denkleminde, faiz oranlarının kısa dönemde enflasyon üzerinde etkili olduğuna iaşret etmektedir. İlk gecikmede, katsayı yüksek ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Faiz oranlarındaki artış, kamu borçlarının artmasına ve para arzının yükselmesine yol açmaktadır. Bu da enflasyonist baskı yaratmaktadır. Ancak, faiz oranlarının enflasyon üzerindeki etkisi ikinci çeyrek dönemde istatistiksel olarak anlamını kaybetmektedir.

INF denkleminde, yerli paradaki değer kaybı ile ekonomik büyümenin her iki gecikmede de katsayılarının düşük ve istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.5'e göre, INF denkleminde enflasyondaki artışın ilk gecikmede deflasyonist baskı yarattığı görülmektedir. Enflasyondaki artış para talebinin artmasına, bu da faiz oranlarının yükselerek enflasyonu baskı altında tutmasına yol açabilir. Ancak, enflasyonun enflasyon üzerindeki etkisi ikinci gecikmede, istatistiksel olarak anlamını kaybetmektedir.

Tahmin sonuçları, özellikle kısa dönemde enflasyon ve faiz oranlarının enflasyonun belirleyicisi olduğuna, ancak ikinci gecikmede, bu etkilerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığına iaşret etmiştir. Diğer yandan, tahmin sonuçları, parasal büyümenin de enflasyon üzerinde ilk gecikmede

etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ikinci gecikmede ise katsayının istatistiksel olarak anlamlı olmasına karşılık, çok düşük olduğunu göstermiştir.

TABLO 3.5. PARA POLİTİKASI ARACININ M1 OLDUĞU TAHMİN SONUÇLARI

Parantez içindeki değerler t-istatistiğidir.					
	M	R	DEPR	G	INF
M(-1)	0.200	-0.116	-0.170	-0.002	-0.021
	[1.4]	[-1.2]	[-0.7]	[-0.1]	[-0.2]
M(-2)	-0.240	0.232	0.218	0.004	0.308
	[-1.9]	[2.6]	[1.1]	[0.1]	[3.2]
R(-1)	0.358	0.721	0.820	-0.056	0.558
	[1.5]	[4.1]	[2.1]	[-1.1]	[3.0]
R(-2)	-0.109	0.136	-0.537	0.067	-0.268
	[-0.4]	[0.8]	[-1.3]	[1.3]	[-1.4]
DEPR(-1)	-0.011	0.140	0.712	-0.044	0.157
	[-0.1]	[1.4]	[3.1]	[-1.5]	[1.4]
DEPR(-2)	-0.093	0.004	-0.198	-0.035	0.064
	[-0.8]	[0.1]	[-1.1]	[-1.5]	[0.7]
G(-1)	0.215	0.651	2.356	0.504	0.279
	[0.3]	[1.2]	[1.9]	[3.1]	[0.5]
G(-2)	-0.335	0.322	-1.167	0.024	-0.088
	[-0.4]	[0.6]	[-0.9]	[0.1]	[-0.1]
INF(-1)	0.447	-0.302	-1.278	0.087	-0.529
	[1.6]	[-1.4]	[-2.7]	[1.5]	[-2.4]
INF(-2)	-0.108	0.066	1.008	0.013	0.287
	[-0.5]	[0.4]	[2.6]	[0.3]	[1.5]
C	0.279	0.039	-0.029	-0.006	0.127
	[2.1]	[0.4]	[-0.1]	[-0.2]	[1.3]
D1	-0.159	0.084	0.453	-0.010	0.127
	[-1.4]	[1.0]	[2.4]	[-0.4]	[1.4]
R-Kare	0.358	0.694	0.353	0.509	0.454
Düzeltilmiş R-Kare	0.217	0.627	0.210	0.401	0.333
F-İstatistiği	2.532	10.320	2.476	4.714	3.774
Akaike Bilgi Kriteri		-3.685			

3.5. Granger Nedensellik Testleri

Granger tarafından geliştirilen nedensellik kavramında ana tema bir nedenin etkiden sonra gelemeceğidir. Buna göre, eğer x değişkeni z değişkenini etkiliyorsa, x değişkeni aynı zamanda z değişkenine ilişkin öngörülerin geliştirilebilmesine yardımcı olmaktadır (Lutkepohl, 1993). Granger nedensellik testi herhangi bir VAR modelinde yer alan değişkenler hakkında öngörü yapılabilmesini sağlayan bilginin söz konusu değişkenlere ait zaman serilerinin içinde mevcut olduğunu varsaymaktadır. Genel anlamda, gelecek geçmiş öngöremeyeceğine göre, bir x değişkeni y değişkeninin Granger nedeni ise x'deki değişiklikler y'deki değişikliklerin öncüsüdür. Sonuç olarak, y'nin bağımlı değişken, diğer değişkenler ile y'nin kendi geçmiş değerlerinin bağımsız değişken olduğu bir model tahmininde, eğer x'in geçmiş değerleri de modele dahil ediliyor ve bu değerler y'ye ait öngörülerini istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkiliyorsa, x'in y'nin Granger nedeni olduğunu belirtebiliriz. Aynı kural, y'nin x'in Granger nedeni olduğu durumda da geçerlidir (Gujarati, 1995).

Granger nedensellik testinde boş hipotez 'x, y'nin Granger nedeni değildir' ifadesidir. Tablo 3.6'da bu çalışmadaki VAR modelinde kullanılan 2 çeyrek dönem gecikmeli olarak ve logaritması ile birinci farkı alınmış değişkenlere ait Granger nedensellik testlerinin sonuçları yer almaktadır. Para arzındaki büyüme ile enflasyon arasındaki nedensellik ilişkisini incelemek amacıyla boş hipotezi aşağıdaki şekilde belirtiyoruz:

$$H_0: \sum \lambda_i = 0 \quad i = 1, 2 \quad (3.3)$$

Bu hipotezde, λ_i M'nin gecikmeli değerlerini ifade etmektedir. Boş hipotez, M'nin gecikmeli değerlerinin bu regresyona ait olmadığı anlamına gelmektedir. % 5 anlam düzeyinde, kritik değer 3.2'dir. Tablo 3.6'ya göre 5.27506 olarak hesaplanan F değeri kritik değerden büyük olduğundan boş hipotez reddedilmektedir. Buna göre, M, INF'in Granger nedenidir.

Enflasyon ile faiz oranları arasındaki nedensellik ilişkisine bakıldığında, F değeri 4.18182 olarak hesaplanmıştır. F istatistiği kritik değerden büyük olduğu için 'R, INF'in Granger nedeni değildir' hipotezi reddedilmektedir.

Tablo 3.6'dan elde edilen diğer sonuçlara göre, F istatistiğinin kritik değerden küçük olması nedeniyle 'G, INF'in Granger nedeni değildir' ile 'DEPR, INF'in Granger nedeni değildir' boş hipotezleri % 5 anlam düzeylerinde reddedilememektedir.

TABLO 3.6. GRANGER NEDENSELLİK TESTLERİ SONUÇLARI

Boş Hipotez:	F-Istatistiği
R M'nin Granger nedeni değildir	8.17764*
M R'nin Granger nedeni değildir	4.08997*
DEPR M'nin Granger nedeni değildir	4.7872*
M DEPR'nin Granger nedeni değildir	1.03879
G M'nin Granger nedeni değildir	0.35805
M G'nin Granger nedeni değildir	0.16703
INF M'nin Granger nedeni değildir	4.62569*
M INF'in Granger nedeni değildir	5.27506*
DEPR R'nin Granger nedeni değildir	0.10691
R DEPR'nin Granger nedeni değildir	1.90231
G R'nin Granger nedeni değildir	2.58683
R G'nin Granger nedeni değildir	0.56807
INF R'nin Granger nedeni değildir	0.35944
R INF'in Granger nedeni değildir	4.18182*
G DEPR'nin Granger nedeni değildir	1.36876
DEPR G'nin Granger nedeni değildir	1.46461
INF DEPR'nin Granger nedeni değildir	0.97811
DEPR INF'in Granger nedeni değildir	2.17336
INF G'nin Granger nedeni değildir	0.11333
G INF'in Granger nedeni değildir	1.10541

* % 5 anlam düzeyinde boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

3.6. Etki-Tepki Analizi

Etki-tepki fonksiyonları, modeldeki değişkenlerin birine bir standart sapmalık şok uygulandığında diğer değişkenlerin şu anda ve gelecekte bu şoka verdiği tepkiyi göstermektedir. Bu analizde, yapısal VAR analizi kullanılarak, modeldeki değişkenlerin birbiriyle ilişkilerine ilişkin birtakım varsayımlar altında kısıtlamalar konulmuş ve değişkenlerin sıralaması en dışsaldan en içsele doğru yapılmıştır. Uzun yıllar boyunca Türkiye'de bütçe

açıklarının monetizasyon yoluyla finanse edilmesi nedeniyle en dışsal değişken para arzındaki büyüme oranı (M) olarak kabul edilmiştir.

Faiz oranlarının para arzındaki değişikliklerden etkilendiği varsayılmıştır. Uygulanan genişlemeci para politikası sonucu para arzında meydana gelen artış faiz oranlarında düşüşe yol açar. Aynı şekilde, uygulanan sıkı para politikası sonucu para arzında meydana gelen düşüş faiz oranlarında yükselişe yol açar.

Yerli paradaki değer kaybının para arzı ve faiz oranlarındaki değişikliklerden etkilendiği varsayılmıştır. Para arzındaki artış yerli paranın değer kaybetmesine neden olur. Faiz oranlarındaki artış yerli para cinsinden varlıklara talebi artıracığından yerli paranın değer kazanmasına yol açar.

Ekonomik büyüme oranının para arzı, faiz oranları ve yerli paradaki değer kaybından etkilendiği varsayılmıştır. Para arzındaki artış talepte canlanmayı da beraberinde getireceğinden ekonomik büyümenin hızlanmasına katkıda bulunur. Faiz oranlarındaki artış yatırımlarda düşüşe yol açacağından ekonomik faaliyetlerde daralmaya sebep olur. Yerli paradaki değer kaybı ihracatta artışa neden olacağından ekonomik büyüme oranının yükselmesine sebep olur.

Enflasyonun para arzı, faiz oranları ve yerli paradaki değer kaybından etkilendiği varsayılmıştır. Para arzındaki artış fiyatlar genel seviyesinde, dolayısıyla enflasyonda artışa yol açar. Bu, parasal genişlemenin fiyat etkisi olarak adlandırılmaktadır. Faiz oranlarındaki artış, iş dünyasında maliyetleri artıracığından ve firmalar maliyetlerdeki artışı fiyatlara yansıtacağından kısa dönemde enflasyonun yükselmesine sebep olabilir. Buna karşılık, faiz oranlarındaki artış, para arzında daralmayı gerektirdiğinden, talepte düşüşe neden olarak enflasyonun düşmesine yol açabilmektedir. Yerli paranın değer kaybetmesi, enflasyonun yükselmesine neden olabilmektedir.

Sonuç olarak, modelde en dışsal değişken para arzındaki büyüme (M), en içsel değişken ise enflasyon (INF) olmaktadır. Ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiye bakarak etki-tepki analizinde değişkenlerin sıralamasının

şu şekilde olmasına karar verilmiştir: M, R, DEPR, G, INF⁴. Etki-tepki analizinde güven sınırlarının yer alması, etki-tepki fonksiyonlarının istatistiksel olup olmadığının incelenbilmesi açısından önem taşımaktadır.

Etki-tepki fonksiyonları oluşturulurken, yapısal VAR analizi çerçevesinde değişkenler arasındaki ilişkiler gözönünde bulundurularak birtakım kısıtlamalar yapılmıştır. Söz konusu kısıtlamalar diyagonal ve alt üçgen matrisler oluşturularak konulmuştur. Etki-tepki fonksiyonları Monte Carlo simülasyonu ile alınmıştır. Dışsal değişken olan para arzının diğer değişkenlerden etkilenmediği, faiz oranlarının yalnız para arzındaki değişimlerden etkilendiği, yerli paradaki değer kaybının ekonomik büyüme ve enflasyondan etkilenmediği, ancak para arzı ile faiz oranlarından etkilendiği, ekonomik büyüme oranının para arzı, faiz oranları ve yerli paradaki değer kaybından etkilenmesine karşılık, enflasyon oranından etkilenmediği ve enflasyon oranının söz konusu değişkenlerin hepsinden etkilendiği farzedilmiştir.

Şekil 3.1'de gelecek 12 çeyrek dönem boyunca modeldeki her bir değişkene uygulanan bir standart sapmalık pozitif şoklar karşısında diğer değişkenlerde meydana gelen değişimler yer almaktadır. Grafiklerdeki koyu renk çizgiler nokta tahminleri, noktalı çizgiler ise bir standart sapmalık güven sınırlarını ifade etmektedir.

Şekil 3.1'e göre, ilk dört çeyrek dönemin sonuna kadar enflasyonun parasal büyümede meydana gelen bir standart sapmalık şoka tepkisi ilk iki çeyrek dönemde negatif, ikinci çeyrek dönemden dördüncü çeyrek döneme kadar pozitif, daha sonra da sıfıra yakın olmaktadır. Ancak bu tepki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu sonuca göre, parasal büyüme ile enflasyon arasında öngörülebilir bir ilişki bulunmamaktadır. Ayrıca söz konusu sonuç, literatür taramasında yer alan Türkiye'de yıllar süren yüksek enflasyonun, kamu açıklarını para basmak yoluyla finansmanından sağlanan senyoraaj gelirlerinden kaynaklandığı sonucuna ters düşmektedir.

⁴ Modelde kullanılan değişkenlerin sıralamasının değiştirilerek alındığı etki-tepki fonksiyonları ile varyans ayrıştırması sonuçlarının fazla değişiklik göstermediği görülmüştür. Değişik sıralamalar ile alınan etki-tepki fonksiyonları ile varyans ayrıştırması sonuçları Ek 1 ve Ek 2'de yer almaktadır.

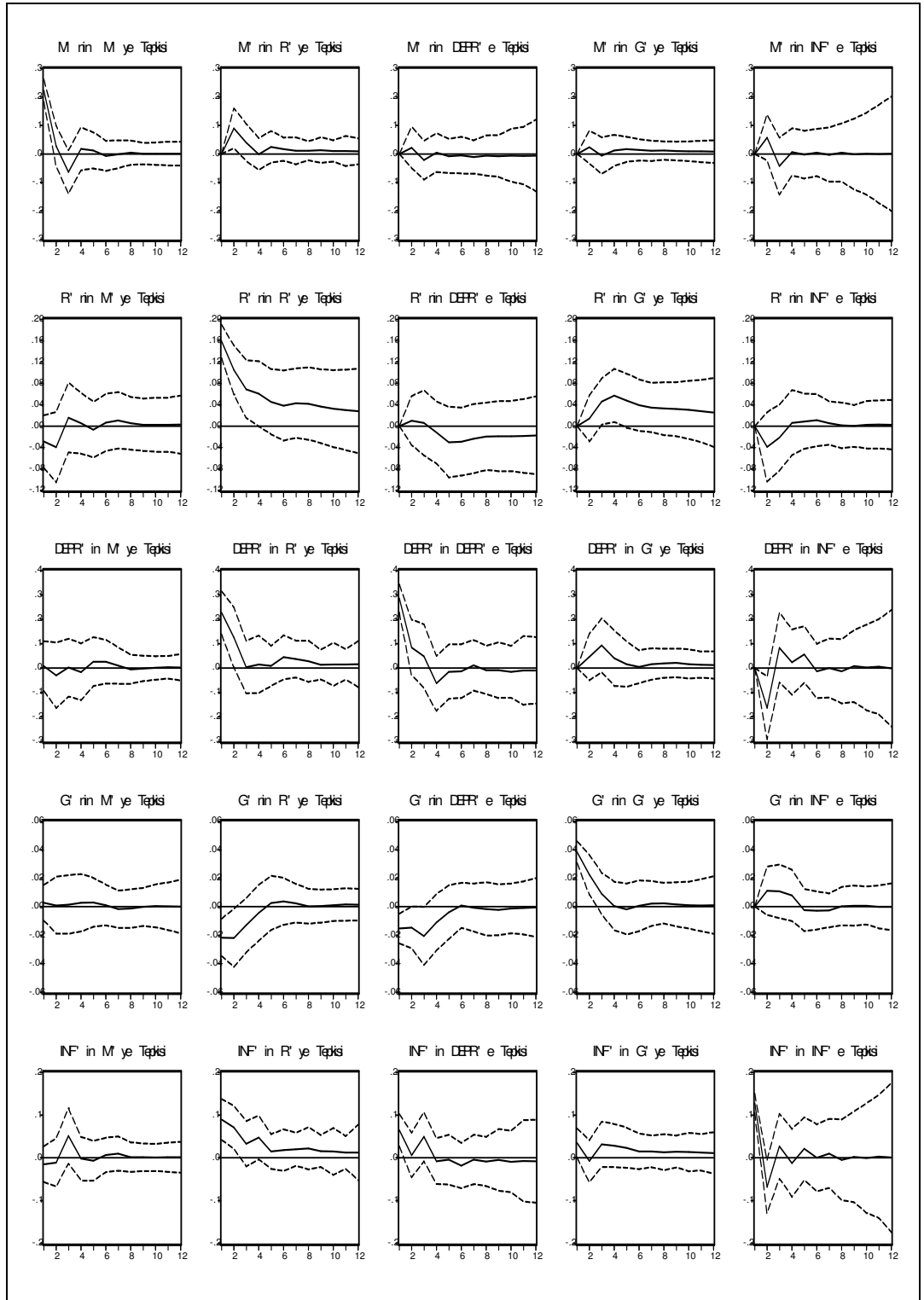
Enflasyonun faiz oranlarında meydana gelen bir standart hatalık pozitif şoka verdiği tepki incelendiğinde, ilk iki çeyreğin sonuna kadar enflasyonun yükseldiği görülmektedir. Enflasyondaki yükselişin kısa dönemli olduğu ve borçlanma maliyetleri artan firmaların maliyetlerdeki artışı tüketiciye yansıtarak enflasyonda yükselişe yol açtığı sonucuna varılabilir. Ayrıca, faiz oranlarındaki artış, kamu borçlarının artmasına sebep olmakta, borçların monetizasyon yoluyla finansmanı enflasyonda artışı beraberinde getirmektedir. Ancak ikinci çeyrekte itibaren, enflasyonun faiz oranlarındaki şoka verdiği tepki istatistiksel olarak anlamını kaybetmektedir. Bu sonuca göre, enflasyon hedeflemesi için önemli olan 2 yıllık dönemin ikinci yarısından itibaren, faiz oranları ile enflasyon arasındaki öngörülebilir bir ilişkinin varlığından söz etmek mümkün olmamaktadır.

Enflasyonun yerli paradaki değer kaybında meydana gelen bir standart hatalık şoka verdiği tepkiye bakıldığında, yerli paradaki değer kaybıyla birlikte enflasyonun yükseldiği ancak ikinci çeyrek dönemden önce bu etkinin istatistiksel olarak anlamsız hale geldiği ve dördüncü çeyrekte itibaren de sifıra çok yakın bir seviyede olduğu görülmektedir.

Şekil 3.1'e göre, enflasyonun ekonomik büyümede meydana gelen bir standart sapmalık şoka verdiği tepki 12 çeyrek dönem boyunca istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Enflasyonun enflasyonda meydana gelen bir standart sapmalık şoka verdiği tepki iki çeyrek döneme yakın bir süre kadar pozitifdir. Ancak, daha sonra istatistiksel olarak anlamını kaybetmektedir.

Bu sonuçlar, para arzındaki büyümenin enflasyon hakkında öngörülebilir bir etki yaratmadığını göstermektedir. Çünkü, 12 çeyrek dönem süresince enflasyonun para arzındaki büyümeye uygulanan şoka verdiği tepki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Enflasyonun faiz oranlarındaki şoka verdiği tepki de ikinci çeyrekte itibaren istatistiksel olarak anlamını kaybetmektedir. Bu sonuçlar, enflasyon ile para politikası araçları arasında enflasyon hedeflemesi için önemli sayılan sekiz çeyrek dönem süresince öngörülebilir bir ilişki bulunmadığına işaret etmektedir.



Şekil 3.1: Etki-Tepki Fonksiyonları

3.7. Varyans Ayrıştırması

Etki-tepki analizi VAR modeli içindeki herhangi bir değişkene uygulanan şokun belirli bir zaman süresince diğer değişkenler üzerindeki etkilerini ölçerken, varyans ayrıştırması belirli bir dönem boyunca değişkenlerdeki değişimlerin diğer değişkenler üzerindeki etkisini yüzde olarak vermektedir. Varyans ayrıştırması, modeldeki değişkenlere uygulanan şokların göreceli önemi hakkında bilgi vermektedir.

TABLO 3.7. 12 ÇEYREK DÖNEM İÇİN VARYANS AYRIŞTIRMASI

M için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	R	DEPR	G	INF
1	0.22	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2	0.25	80.23	12.86	0.81	0.90	5.20
3	0.27	76.91	13.71	1.38	0.85	7.15
4	0.27	76.78	13.61	1.40	1.04	7.16
5	0.27	75.83	14.26	1.45	1.40	7.06
6	0.27	75.29	14.53	1.46	1.67	7.04
7	0.27	74.91	14.63	1.62	1.83	7.02
8	0.27	74.60	14.72	1.65	2.00	7.02
9	0.27	74.27	14.89	1.72	2.12	6.99
10	0.27	74.04	15.00	1.75	2.24	6.97
11	0.27	73.83	15.09	1.80	2.34	6.95
12	0.27	73.65	15.16	1.83	2.43	6.93
R için varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	R	DEPR	G	INF
1	0.16	3.20	96.80	0.00	0.00	0.00
2	0.20	5.88	89.64	0.27	0.52	3.69
3	0.22	5.48	85.40	0.29	4.77	4.05
4	0.24	4.81	80.95	0.52	10.12	3.60
5	0.25	4.46	77.18	1.97	12.97	3.42
6	0.25	4.26	74.65	3.15	14.55	3.39
7	0.26	4.19	73.26	3.78	15.52	3.25
8	0.27	4.04	72.41	4.12	16.33	3.11
9	0.27	3.90	71.58	4.44	17.09	2.99
10	0.28	3.79	70.76	4.77	17.77	2.91
11	0.28	3.70	70.07	5.08	18.31	2.84
12	0.28	3.63	69.52	5.33	18.73	2.79
DEPR için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	R	DEPR	G	INF
1	0.37	0.05	38.63	61.32	0.00	0.00
2	0.43	0.52	36.21	47.75	1.14	14.37
3	0.45	0.48	33.00	44.67	5.31	16.55
4	0.46	0.58	32.08	45.12	5.91	16.31
5	0.46	0.89	31.46	44.29	5.91	17.45
6	0.47	1.19	31.92	43.76	5.84	17.29
7	0.47	1.23	32.27	43.45	5.92	17.14
8	0.47	1.23	32.41	43.20	6.05	17.11
9	0.47	1.23	32.38	43.08	6.24	17.07
10	0.47	1.23	32.38	43.04	6.33	17.02
11	0.47	1.23	32.41	42.97	6.41	16.99
12	0.47	1.23	32.46	42.90	6.46	16.95
G için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	R	DEPR	G	INF
1	0.05	0.36	21.39	10.62	67.62	0.00
2	0.06	0.25	27.05	12.74	56.38	3.58
3	0.07	0.26	25.97	20.26	47.92	5.60
4	0.07	0.41	25.18	21.96	45.71	6.74
5	0.07	0.61	25.11	22.11	45.37	6.81
6	0.07	0.63	25.28	22.01	45.14	6.93
7	0.07	0.70	25.29	21.93	45.04	7.04
8	0.07	0.74	25.23	21.93	45.07	7.03
9	0.07	0.74	25.19	22.00	45.05	7.03
10	0.07	0.74	25.19	22.01	45.03	7.03
11	0.07	0.74	25.22	22.00	45.00	7.03
12	0.07	0.74	25.25	21.99	45.00	7.02
INF için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	R	DEPR	G	INF
1	0.17	0.75	26.79	13.98	4.02	54.46
2	0.20	0.86	32.81	10.64	3.18	52.52
3	0.22	6.18	29.64	14.02	4.77	45.40
4	0.23	5.79	32.13	13.25	6.03	42.80
5	0.23	5.75	31.76	12.96	6.95	42.58
6	0.23	5.74	31.81	13.36	7.24	41.85
7	0.23	5.83	32.04	13.19	7.55	41.39
8	0.23	5.75	32.49	13.15	7.75	40.86
9	0.24	5.70	32.66	13.08	8.05	40.51
10	0.24	5.65	32.76	13.12	8.30	40.16
11	0.24	5.62	32.82	13.12	8.52	39.91
12	0.24	5.59	32.90	13.16	8.68	39.67
Sıralama: M R DEPR G INF						

Tablo 3.7'de yer alan gelecek 12 çeyrek dönem için varyans ayrıştırması enflasyon, parasal büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişkiye daha çok ışık tutmaktadır. 12 dönem boyunca parasal büyümede meydana gelen şoklar, enflasyondaki değişimin çok düşük bir yüzdesini, yani % 0.7-6.2'sini açıklamaktadır. Enflasyon hedeflemesi için kritik olan sekizinci çeyrek dönemde, enflasyondaki değişimin yalnız % 5.7'si parasal büyüme şoklarıyla açıklanırken, % 40.9'u enflasyon şoklarıyla açıklanmaktadır. Bu sonuç, parasal büyümenin enflasyon hakkında öngörü yapılmasına olanak tanımadığına işaret etmektedir.

Kısa dönemde enflasyondaki değişimlerin % 54.5 gibi önemli bir oranı enflasyon şoklarıyla açıklanırken, uzun dönemde enflasyon şoklarının enflasyondaki değişime katkısı % 39.7'ye gerilemektedir. Diğer yandan, enflasyondaki değişime faiz oranlarının katkısının giderek arttığı görülmektedir. Sekizinci dönemde, enflasyondaki değişimin % 32.5'i faiz oranlarıyla açıklanmaktadır. Enflasyondaki değişimin % 13.0-14.0 arasındaki oranı yerli paranın değer kaybıyla açıklanmaktadır.

Elde edilen sonuçlara göre, 2 yıllık dönem sonunda parasal büyümenin enflasyon hakkında öngörü bilgisine sahip olmadığı görülmektedir. Enflasyondaki değişimin büyük bir bölümü yerli paradaki değer kaybı ve faiz oranları ile açıklanmaktadır. Kısa dönemde, enflasyondaki değişim büyük ölçüde kendi kendini açıklarken, uzun dönemde söz konusu etki düşmektedir. Bu sonuçlar, etki-tepki analizinde olduğu gibi, parasal büyüme, faiz oranları ve enflasyon arasındaki ilişkinin istikrarlı, güçlü ve öngörülebilen olmadığını bir kez daha doğrulamaktadır.

3.8. Para Politikası Aracının Rezerv Para Olduğu Tahmin Sonuçları

Bu bölümde, bir önceki bölümde elde edilen sonuçların farklı para arzı tanımları kullanıldığında farklılık gösterip göstermediğini görmek amacıyla para arzındaki (M1) yıllık büyüme yerine rezerv paradaki yıllık büyüme (RMG) kullanılarak yeniden tahmin yapılmıştır.

Tablo 3.8'de tahmin sonuçları yer almaktadır. Tablo 3.8'e göre INF denkleminde, rezerv paradaki büyümenin her iki gecikmede de katsayıları düşük ve istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Tahmin sonuçları, INF denkleminde, faiz oranlarının kısa dönemde enflasyon üzerinde etkili olduğuna işaret etmektedir. İlk gecikmede, katsayı yüksek ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Ancak, faiz oranlarının enflasyon üzerindeki etkisi ikinci çeyrek dönemde istatistiksel olarak anlamını kaybetmektedir.

INF denkleminde, yerli paradaki değer kaybı ile ekonomik büyümenin bir önceki modeldeki gibi her iki gecikmede de katsayılarının düşük ve istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.8'e göre, INF denkleminde enflasyondaki artışın bir önceki modelde olduğu gibi ilk gecikmede deflasyonist baskı yarattığı görülmektedir. Ancak, enflasyonun enflasyon üzerindeki etkisi ikinci gecikmede, istatistiksel olarak anlamını kaybetmektedir.

Bu bölümdeki tahmin sonuçları, bir önceki modelden elde edilen sonuçlardan fazla bir değişiklik göstermemiştir. Özellikle yine kısa dönemde enflasyon ve faiz oranlarının enflasyonun belirleyicisi olduğuna, ancak ikinci gecikmede, bu etkilerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığına işaret etmiştir. Diğer yandan, bu bölümdeki tahmin sonuçları, rezerv paradaki büyümenin enflasyon üzerinde her iki gecikmede de etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermiştir.

TABLO 3.8. PARA POLİTİKASI ARACININ REZERV PARA OLDUĞU TAHMİN SONUÇLARI

Parantez içindeki değerler t-istatistiğidir.					
	RMG	R	DEPR	G	INF
RMG(-1)	-0.237 [-1.7]	-0.058 [-0.4]	-0.395 [-1.4]	0.023 [0.6]	0.091 [0.6]
RMG(-2)	-0.112 [-0.8]	0.228 [1.7]	0.123 [0.4]	-0.022 [-0.6]	0.249 [1.7]
R(-1)	0.195 [1.0]	0.754 [4.2]	0.833 [2.2]	-0.051 [-1.0]	0.568 [2.9]
R(-2)	0.074 [0.4]	0.084 [0.5]	-0.451 [-1.2]	0.062 [1.3]	-0.304 [-1.5]
DEPR(-1)	0.066 [0.6]	0.135 [1.3]	0.696 [3.0]	-0.048 [-1.6]	0.157 [1.3]
DEPR(-2)	0.017 [0.2]	-0.009 [-0.1]	-0.149 [-0.8]	-0.037 [-1.5]	0.040 [0.4]
G(-1)	0.480 [0.8]	0.625 [1.1]	2.255 [1.8]	0.500 [3.1]	0.282 [0.4]
G(-2)	-0.186 [-0.3]	0.302 [0.5]	-1.014 [-0.8]	0.023 [0.1]	-0.136 [-0.2]
INF(-1)	0.421 [1.8]	-0.280 [-1.3]	-1.249 [-2.7]	0.086 [1.4]	-0.526 [-2.2]
INF(-2)	0.004 [0.0]	0.029 [0.2]	0.932 [2.4]	0.019 [0.4]	0.255 [1.3]
C	0.257 [2.4]	0.049 [0.5]	0.078 [0.4]	-0.007 [-0.3]	0.148 [1.4]
D1	-0.173 [-1.7]	0.061 [0.6]	0.395 [1.9]	0.002 [0.1]	0.136 [1.3]
R-Kare	0.447	0.671	0.359	0.515	0.386
Düzeltilmiş R-Kare	0.326	0.598	0.218	0.409	0.251
F-İstatistiği	3.677	9.253	2.542	4.832	2.861
Akaike Bilgi Kriteri		-4.033			

3.9. Rezerv Para Kullanılarak Elde Edilen Granger Nedensellik Testleri Sonuçları

Tablo 3.9'da RMG R DEPR G ve INF değişkenleri için yapılmış Granger nedensellik testleri sonuçları yer almaktadır. % 5 anlam düzeyinde, kritik değer 3.2'dir. Tablo 3.9'a göre 'RMG INF'in Granger nedeni değildir' boş hipotezi için 2.2 olarak hesaplanan F değeri kritik değerden küçük olduğundan boş hipotez reddedilememektedir. Buna göre, M, INF'in Granger nedeni değildir.

Enflasyon ile faiz oranları arasındaki nedensellik ilişkisine bakıldığında, F değeri 4.18182 olarak hesaplanmıştır. F istatistiği kritik değerden büyük olduğu için 'R, INF'in Granger nedeni değildir' hipotezi reddedilmektedir.

Tablo 3.9'dan elde edilen diğer sonuçlara göre, F istatistiğinin kritik değerden küçük olması nedeniyle 'G, INF'in Granger nedeni değildir' ile 'DEPR, INF'in Granger nedeni değildir' boş hipotezleri % 5 anlam düzeylerinde reddedilememektedir.

TABLO 3.9. RMG R DEPR G INF DEĞİŞKENLERİ İÇİN ALINMIŞ GRANGER NEDENSELLİK TESTLERİ SONUÇLARI

Boş Hipotez:	F-İstatistiği
R RMG'nin Granger nedeni değildir	13.9544*
RMG R'nin Granger nedeni değildir	2.17983
DEPR RMG'nin Granger nedeni değildir	9.07959*
RMG DEPR'in Granger nedeni değildir	1.34467
G RMG'nin Granger nedeni değildir	0.30921
RMG G'nin Granger nedeni değildir	0.00628
INF RMG'nin Granger nedeni değildir	11.0818*
RMG INF'in Granger nedeni değildir	2.2443
DEPR R'nin Granger nedeni değildir	0.10691
R DEPR'nin Granger nedeni değildir	1.90231
G R'nin Granger nedeni değildir	2.58683
R G'nin Granger nedeni değildir	0.56807
INF R'nin Granger nedeni değildir	0.35944
R INF'in Granger nedeni değildir	4.18182*
G DEPR'nin Granger nedeni değildir	1.36876
DEPR G'nin Granger nedeni değildir	1.46461
INF DEPR'nin Granger nedeni değildir	0.97811
DEPR INF'in Granger nedeni değildir	2.17336
INF G'nin Granger nedeni değildir	0.11333
G INF'in Granger nedeni değildir	1.10541

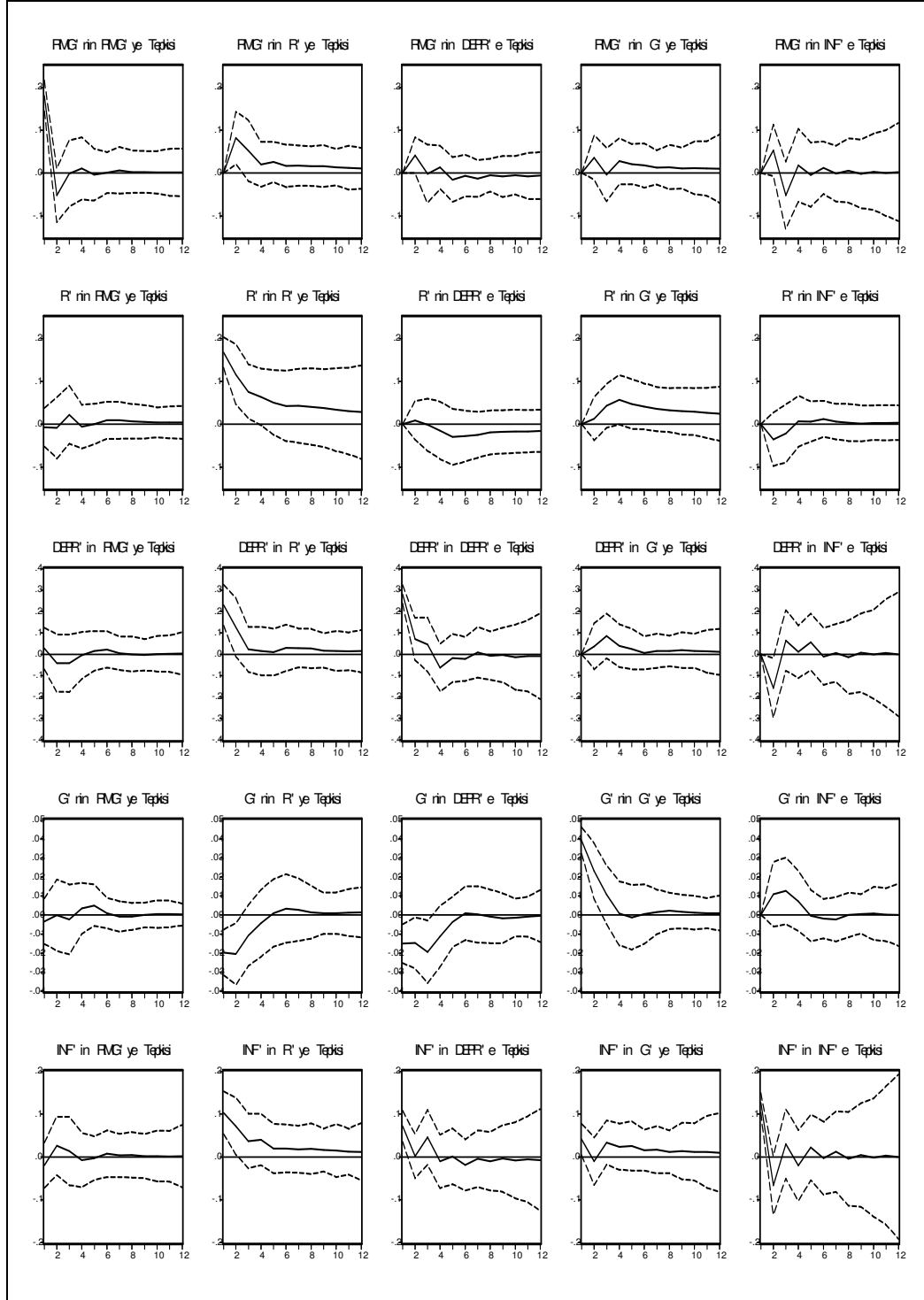
* % 5 anlam düzeyinde boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

3.10. Rezerv Para Kullanılarak Alınan Etki-Tepki Fonksiyonları

Şekil 3.2'de RMG R DEPR G INF sıralaması ile alınmış etki-tepki fonksiyonları yer almaktadır. Şekil 3.2'ye göre 12 çeyrek dönem süresince enflasyonun rezerv paradaki büyümede meydana gelen şoklara tepkisi çok küçük ve istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu sonuç da, bir önceki bölümde parasal büyüme ile alınmış etkiütepki fonksiyonlarından elde edilen sonuçlarla farklılık göstermemektedir.

Şekil 2, enflasyonun faiz oranları, yerli paradaki değer kaybı, ekonomik büyüme ve enflasyonda meydana gelen şoklara gösterdiği tepkinin bir önceki modeldeki ile aynı olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlar da, para

politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkilerin öngörülebilir ve güçlü olmadığına işaret etmektedir.



Şekil 3.2: RMG R DEPR G INF Sıralaması ile Alınmış Etki-Tepki Fonksiyonları

3.11. Rezerv Para Kullanılarak Alınan Varyans Ayırıştırması Sonuçları

Tablo 3.10'da RMG R DEPR G INF değişkenleri için alınmış Varyans Ayırıştırması sonuçları yer almaktadır. 12 dönem boyunca rezerv paradaki büyümede meydana gelen şoklar, enflasyondaki değişimin çok düşük bir yüzdesini, yani % 1.1-2.5'ini açıklamaktadır.

Kısa dönemde enflasyondaki değişimlerin % 47.2'si enflasyon şoklarıyla açıklanırken, uzun dönemde enflasyon şoklarının enflasyondaki değişime katkısı % 38.5'e gerilemektedir. Enflasyondaki değişime faiz oranlarının katkısı %31.5 ile %36.1 arasında değişmektedir. Enflasyondaki değişimin % 11.7-15.3 arasındaki oranı yerli paradaki değer kaybıyla açıklanmaktadır.

Elde edilen sonuçlar M R DEPR G INF değişkenleri ile elde edilen sonuçlardan farklılık göstermemektedir. Yeni model de enflasyon ile para politikası araçları arasındaki ilişkinin öngörülebilir ve güçlü olmadığına işaret etmektedir.

TABLO 3.10. RMG R DEPR G INF SIRALAMASINA GÖRE 12 ÇEYREK DÖNEM İÇİN VARYANS AYRIŞTIRMASI

RMG için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	RMG	R	DEPR	G	INF
1	0.18	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2	0.22	73.81	14.00	3.61	2.68	5.90
3	0.23	66.25	17.66	3.25	2.44	10.41
4	0.23	64.34	17.83	3.46	3.73	10.64
5	0.24	62.81	18.58	3.79	4.40	10.41
6	0.24	61.95	18.82	3.80	4.89	10.54
7	0.24	61.30	19.11	4.05	5.12	10.42
8	0.24	60.78	19.39	4.06	5.40	10.38
9	0.24	60.32	19.67	4.14	5.57	10.31
10	0.24	59.96	19.85	4.15	5.78	10.26
11	0.24	59.64	20.00	4.22	5.93	10.21
12	0.24	59.39	20.12	4.25	6.07	10.17
R için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	RMG	R	DEPR	G	INF
1	0.17	0.18	99.82	0.00	0.00	0.00
2	0.21	0.30	96.26	0.16	0.39	2.89
3	0.23	1.19	91.43	0.14	3.91	3.34
4	0.24	1.09	86.54	0.48	8.90	2.99
5	0.26	1.00	82.92	1.81	11.49	2.78
6	0.26	1.06	80.14	2.82	13.17	2.81
7	0.27	1.11	78.46	3.51	14.20	2.72
8	0.28	1.13	77.40	3.85	15.00	2.62
9	0.28	1.13	76.54	4.12	15.67	2.54
10	0.29	1.11	75.78	4.35	16.27	2.48
11	0.29	1.11	75.13	4.59	16.74	2.43
12	0.29	1.11	74.60	4.78	17.11	2.40
DEPR için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	RMG	R	DEPR	G	INF
1	0.36	0.55	39.94	59.51	0.00	0.00
2	0.43	1.36	37.91	46.21	0.77	13.75
3	0.44	2.14	35.12	43.51	4.45	14.78
4	0.45	2.09	34.20	44.20	5.09	14.41
5	0.46	2.17	33.51	43.39	5.26	15.67
6	0.46	2.38	33.61	43.20	5.23	15.58
7	0.46	2.38	33.82	42.98	5.31	15.50
8	0.46	2.37	33.97	42.76	5.40	15.51
9	0.46	2.36	33.99	42.61	5.56	15.47
10	0.46	2.36	34.00	42.57	5.65	15.43
11	0.46	2.36	34.01	42.50	5.72	15.41
12	0.46	2.36	34.04	42.46	5.77	15.38
G için varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	RMG	R	DEPR	G	INF
1	0.05	0.52	18.01	10.57	70.90	0.00
2	0.06	0.33	23.55	12.91	59.81	3.41
3	0.06	0.41	21.98	19.50	51.51	6.59
4	0.07	0.65	21.37	21.43	49.08	7.47
5	0.07	1.21	21.19	21.53	48.66	7.40
6	0.07	1.23	21.36	21.47	48.47	7.46
7	0.07	1.24	21.46	21.39	48.35	7.56
8	0.07	1.25	21.46	21.37	48.37	7.55
9	0.07	1.25	21.44	21.40	48.36	7.54
10	0.07	1.25	21.44	21.42	48.34	7.55
11	0.07	1.26	21.46	21.42	48.32	7.54
12	0.07	1.26	21.49	21.41	48.30	7.54
INF için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	RMG	R	DEPR	G	INF
1	0.18	1.13	31.54	15.27	4.88	47.18
2	0.21	2.39	35.74	11.71	3.98	46.17
3	0.22	2.50	34.40	14.64	5.78	42.69
4	0.23	2.47	35.68	14.08	6.54	41.23
5	0.23	2.42	35.38	13.69	7.55	40.96
6	0.23	2.47	35.42	14.07	7.84	40.20
7	0.24	2.45	35.48	13.91	8.22	39.93
8	0.24	2.46	35.72	13.95	8.37	39.51
9	0.24	2.45	35.86	13.85	8.63	39.22
10	0.24	2.43	35.97	13.87	8.80	38.93
11	0.24	2.42	36.03	13.84	8.98	38.72
12	0.24	2.41	36.09	13.86	9.11	38.52
Sıralama: RMG R DEPR G INF						

3.12. Özet

Bu bölümde, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesinin önkoşullarını sağlayıp sağlamadığı konusundaki değerlendirmenin bir parçası olarak VAR modelleri kullanılarak, enflasyon, parasal büyüme, faiz oranları, yerli paradaki değer kaybı ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler istatistiksel olarak incelenmiştir. Modelde kullanılan değişkenlere ait veriler 1987:1-2003:4 dönemini kapsamaktadır. VAR modellerinden elde edilen sonuçlara göre, Türkiye'de enflasyon sarmal ve kronik bir hal almıştır, enflasyon şokları enflasyonun en önemli belirleyicisi olurken, parasal şoklar istatistiksel olarak enflasyonun önemli bir belirleyicisi değildir. Enflasyondaki değişim büyük oranda kendi şokları ve yerli paradaki değer kaybında meydana gelen şoklarla açıklanmaktadır. Parasal büyüme veya faiz oranları gibi para politikası araçlarının fiyatlar üzerindeki etkisi çok sınırlı kalmaktadır. Buna göre, para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişki güçlü ve öngörülebilir değildir. Literatür taraması Türkiye'de kamu açıklarının monetizasyon yoluyla finansmanının para arzında artışa yol açarak enflasyonun temel nedeni haline geldiğine işaret etse de, ampirik çalışmanın sonucunda, parasal büyüme ve faiz oranları şoklarının enflasyon üzerinde fazla etkili olmadığı görülmektedir. Ek 1'de M1 yerine rezerv para kullanılarak elde edilen Etki-tepki fonksiyonu ile Varyans Ayrıştırması sonuçları da Türkiye'de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin güçlü ve öngörülebilir olmadığına işaret etmiştir. Ek 2 ile Ek 3'de modelde kullanılan değişkenlerin sıralaması değiştirilerek alınan Etki-tepki fonksiyonları ile Varyans Ayrıştırması da söz konusu sonuçları desteklemiş ayrıca, faiz oranlarında meydana gelen şokların enflasyon üzerindeki etkisinin daha da azaldığını göstermiştir. Başarılı bir enflasyon hedeflemesi uygulaması için para politikası araçlarının enflasyonun gelecekteki yönü hakkında öngörülebilir bilgi sahibi olması gerektiği gözönünde bulundurulduğunda, ampirik çalışmada varılan sonuçlar, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi için söz konusu ön koşulun henüz sağlanmadığını göstermektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

Uzun yıllardan bu yana süregelen yüksek enflasyonun Türkiye ekonomisi için en önemli sorunlardan biri olması nedeniyle Türkiye’de para otoritesi enflasyon hedeflemesi rejimine geçmeyi planlamaktadır. Bu çalışma esas olarak enflasyon hedeflemesinin önkoşullarını belirlemektedir. Enflasyon hedeflemesi ile ilgili geniş literatüre konuyu Türkiye açısından inceleyerek katkıda bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi için belirlenen önkoşulların Türkiye’de sağlanıp sağlanmadığını değerlendirmekte ve asıl olarak VAR modellerini kullanarak Türkiye’de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi analiz etmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin önkoşulları; merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olması, merkez bankasının tek bir hedefe ulaşmaya yönelik bir taahhüdünün bulunması, para politikası uygulamasında hesap verebilirlik ve şeffaflığın sağlanması, mali baskınlığın ortadan kaldırılması, istikrarlı bir mali sistemin varlığı, gelişmiş mali piyasaların varlığı ve para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin bulunması gerektiği şeklinde belirlenmektedir.

Çalışmada, enflasyon hedeflemesinin Türkiye’de uygulanabilirliğini değerlendirmek amacıyla belirlenen önkoşulların Türkiye’de oluşup oluşmadığı incelenmiştir. İlk olarak, TCMB Kanunu yardımıyla merkez bankası bağımsızlığı ele alınmış, TCMB’nin araç bağımsızlığına sahip olduğu ve fiyat istikrarını öncelikli hedef olarak belirlediği anlaşılmıştır. İkinci olarak, tek bir hedefe yönelik taahhüdün bulunması önkoşulu incelenmiş, fiyat istikrarına öncelik verildiği ve fiyat istikrarı ile uyumlu olduğu sürece başka hedeflere ulaşılmasının da destekleneceği görülmüştür. Ayrıca, 2001 yılının Şubat ayında dalgalı döviz kuru sistemine geçildiği vurgulanmıştır. Üçüncü olarak, para politikası uygulamasında hesap verebilirlik ve şeffaflık konusuna değinilmiş, TCMB’nin kamuoyunu para politikası hakkında bilgilendirmek

yoluyla para politikası uygulamasında daha şeffaf bir tutum içerisinde girdiği görülmüştür. Dördüncü olarak, Türkiye’de mali baskınlık değerlendirilmiş, bu çerçevede yapılan araştırma sonucunda, yeni TCMB Kanunu ile merkez bankasının kamu sektörüne kullandırılan kredilerin yasaklandığına dikkat çekilmiş ve milli gelir ile kamu açıklarına ilişkin bir takım oranlar verilmiştir. Yeni TCMB Kanunu ile mali baskınlığın ortadan kaldırılmasına çalışılmış ancak, kamu sektörü borçlarının milli gelir içindeki payının çok yüksek olmasının enflasyon hedeflemesinin Türkiye’de başarısını olumsuz etkileyebileceği sonucuna varılmıştır. Daha sonra, Türkiye’de mali derinliğin yeterli olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla mali sektör incelenmiştir. Mali liberalizasyon döneminde mali derinleşme bir dereceye kadar sağlanmış olsa da, söz konusu dönemin başlıca özelliklerinin kamu açıklarının finansmanına yarayan mali enstrüman sayısının artması, yüksek seviyedeki dolarizasyon ve mali piyasalarda istikrarsızlığa yol açan spekülasyon sermaye hareketleri olduğu görülmüştür.

Son olarak, VAR modelleri yardımıyla Türkiye’de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişki incelenmiştir. Ampirik sonuçlar, Türkiye’de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin öngörülebilir, güçlü ve istikrarlı olmadığını göstermiştir. Başka bir ifadeyle, faiz oranları ve parasal büyüme gibi para politikası araçlarının enflasyon hakkında öngörülebilir bir bilgi içermediği, enflasyonla öngörülebilir ve istikrarlı bir ilişki içinde olmadıkları sonucuna varılmıştır. Ampirik bulgular, enflasyonist beklentilerin Türkiye’de yüksek enflasyonun başlıca sebebi olduğuna işaret etmiştir. Bunun için, enflasyonist beklentilerin etkilerini hafifletmek amacıyla enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasına geçmeden önce Türkiye ekonomisinin dezenflasyon sürecinden geçmesi gerekmektedir. Bu şekilde, para otoritelerinin güvenilirliği artarak, enflasyonist beklentiler azalabilir. Ayrıca, merkez bankasının güvenilir enflasyon öngörülleri yapabilmesi için güçlü enflasyon modelleri oluşturması gerekmektedir. Türkiye’de enflasyonun asıl nedenlerinden biri enflasyonist beklentiler olduğu için, bu modellerin yoğun bir şekilde enflasyon beklentilerine odaklanması kaçınılmazdır.

Sonuç olarak, Türkiye’de merkez bankası araç bağımsızlığı, tek bir hedefin ulaşılmasına yönelik taahhüdün bulunması ve para politikası uygulamasında hesap verebilirlik ve şeffaflığın sağlanması konusunda önemli adımlar atılmış olmasına rağmen, mali baskınlık devam etmekte, mali derinlik yetersiz kalmakta ve para politikası araçları ile enflasyon arasındaki istatistiksel ilişkilerin güçlü, öngörülebilir ve istikrarlı olmadığı görülmektedir. Başka bir ifadeyle, enflasyon hedeflemesi için Türkiye’nin aday bir ülke olma olasılığının zayıf olduğu gözükmektedir.

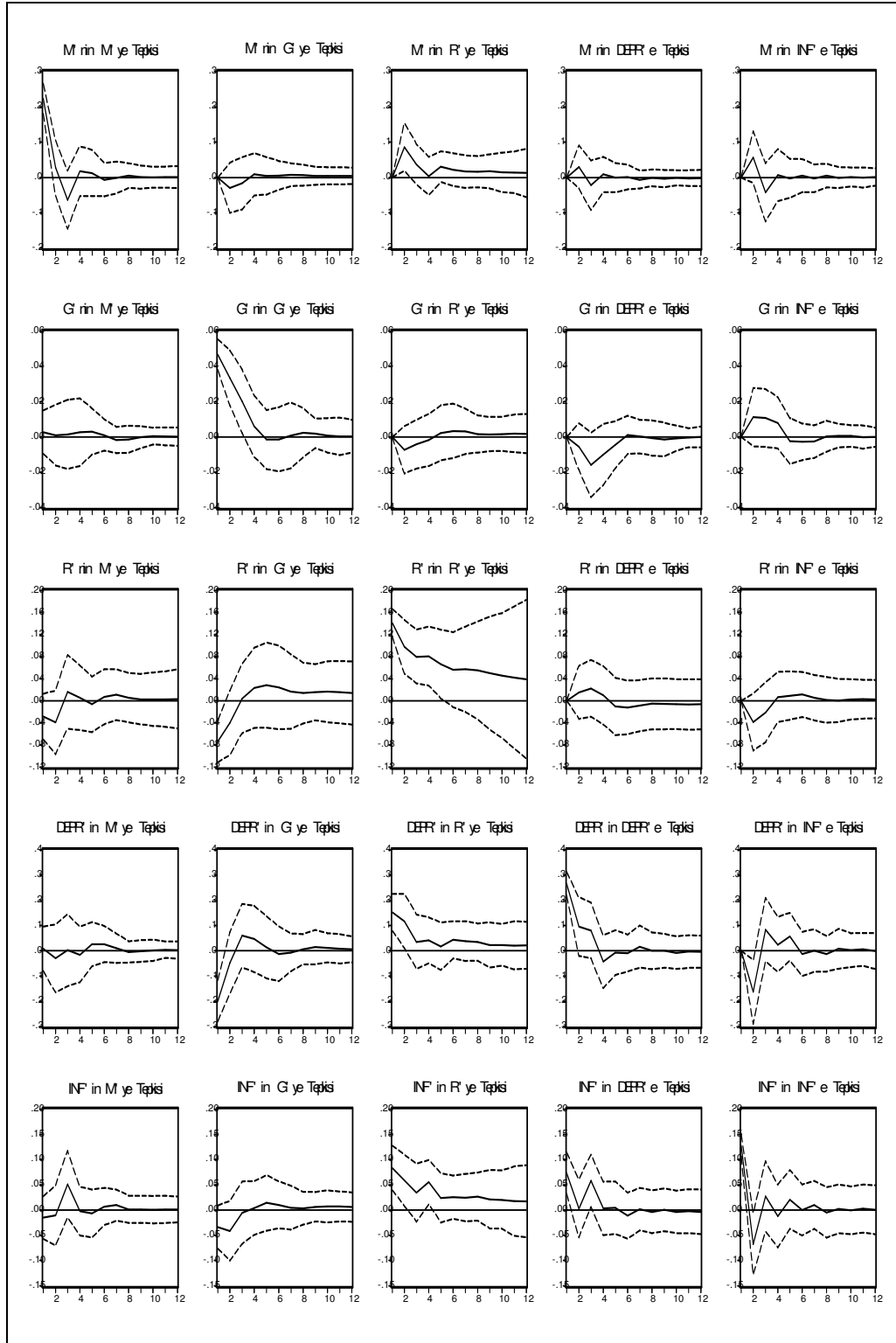
KAYNAKÇA

- Atiyas, I. ve H. Ersel (Aralık, 1992). The Impact of Financial Reform: The Turkish Experience. The World Bank Industry and Energy Department Working Paper, No: 65
- Bayazıtöğlu, Y., H. Ersel ve E. Öztürk (Mayıs 1991). Financial Market Reforms in Turkey between 1980-1990. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Tartışma Tebliği No. 9102.
- Bernanke, B. S. ve Mishkin F. S. (Ocak 1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?. *NBER Working Papers*, No: 5893.
- Binay, Ş. ve K. Kunter (Aralık, 1998). Türkiye'de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez bankasının Rolü: 1980-1997. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Tartışma Tebliği No. 9803.
- Carare, A., A. Schaechter, M. Stone ve M. Zelmer. (Haziran 2002). Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting. *IMF Working Paper*, WP/02/102, Washington, D.C.
- Christoffersen, P., T. Slok ve R. Wescott. (2001). Is Inflation Targeting Feasible in Poland?. *Economics of Transition* Vol. 9, No. 1.
- Çolakoğlu, B. (2002). Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında T.C. Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4.
- Debelle, G. (Mart 1997). Inflation Targeting in Practice. *IMF Working Paper*, WP/97/35, Washington D.C.
- Dibooğlu, S. ve A. Kibritçioğlu. (Nisan 2001). Inflation, Output, and Stabilization in a High Inflation Economy: Turkey, 1980-2000. University of Illinois at Urbana-Champaign, Office of Research Working Paper No. 01-0112.
- Erçel, G. (Ocak 1999). Central Banking in Turkey. T.C. Merkez Bankası, Konuşma.
- Erçel, G. (Aralık 1999). The Relationship between Inflation and Growth. T.C. Merkez Bankası, Konuşma.
- Ersel, H. ve E. Öztürk (Aralık, 1990). Liberalization Attempts and the Financial Structure of Turkish Corporations. The Central Bank of the Republic of Turkey, Discussion Paper No. 9005.

- Gottschalk, J. ve D. Moore. (Mart 2001). Implementing Inflation Targeting Regimes: The Case of Poland. *Journal of Comparative Economics* Vol. 29, No. 1.
- Gökbudak, N. (Mart 1996). Central Bank Independence, the Bundesbank Experience and the Central Bank of the Republic of Turkey. The Central Bank of the Republic of Turkey, Discussion Paper No. 9610.
- Hazırolan, U. (1999). Inflation Targeting: Japanese Case and Prospects for Turkey. Hazine Müsteşarlığı, Ankara, Türkiye, Mimeo.
- Hoffmaister, A. W. (Ağustos 1999). Inflation Targeting in Korea: An Empirical Exploration. *IMF Working Paper*, WP/99/7, Washington D.C.
- Jonsson, G. (Ağustos 1999). The Relative Merits and Implications of Inflation Targeting for South Africa. *IMF Working Paper*, WP/99/116, Washington D.C.
- Kadıoğlu, F., N. Özdemir ve G. Yılmaz. (Eylül 2000). Inflation Targeting in Developing Countries. T.C. Merkez Bankası, Discussion Paper.
- Khan, M. S. (Mart 2003). Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy. *IMF Working Paper*, WP/03/56, Washington, D.C.
- Kibrıççioğlu, A. (Ekim2001). Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation. University of Illinois at Urbana-Champaign, Office of Research Working Paper No. 01-0115.
- Lim, C. H. ve L. Papi. (Aralık 1997). An Econometric Analysis of the Determinants of Inflation in Turkey. *IMF Working Paper*, WP/97/170, Washington, D.C.
- Masson, P. R., M. A. Savastano ve S. Sharma. (Ekim 1997). The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries. *IMF Working Paper*, WP/97/130, Washington, D.C.
- Mishkin, F. S. (Şubat 1999). International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. NBER Working Papers, No. 6965.
- Mishkin, F. S. ve K. Schmidt-Hebbel. (Temmuz 2001). One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need To Know?. NBER Working Papers, No.8397.
- Özatay, F. (Mayıs, 2005). Monetary Policy Challenges for Turkey in European Union Accession Process. The Central Bank of the Republic of Turkey, Researc Department Working Paper No. 05/10.

- Phillips, P.C.B. (1990). Time Series Regression with a Unit Root and Infinite-Variance Errors. Cowles Foundation for Research in Economics.
- Soydan, A. (Mayıs 2003). Financial Liberalisation, Currency Substitution and Seigniorage Evidence from Turkey. Middlesex University Business School.
- Svensson, L. E. O. (Mayıs 2002). Inflation Targeting: Should It Be Modeled As An Instrument Rule or a Targeting Rule?. NBER Working Papers, No: 8925.
- Thenuwara, H. N. (1997 – 1998) The Scope for Inflation Targeting in Sri Lanka; A Focus on the Transmission Mechanism. Central Bank of Sri Lanka, Staff Studies, Vol. 27-28.
- T.C. Merkez Bankası. (Haziran, 2002). The Impact of Globalization on the Turkish Economy.
- T.C. Merkez Bankası Kanunu.
- Woglom, G. (Ağustos 2000). Inflation Targeting in South Africa: A VAR Analysis. *Journal for Studies in Economics and Econometrics* Vol. 24, No. 2.
- Yeldan, E. (2002). Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi. İletişim Yayınları, Araştırma-İnceleme Dizisi 109.

EKLER



M G R DEPR INF Sıralaması ile Alınan Etki-Tepki Fonksiyonları

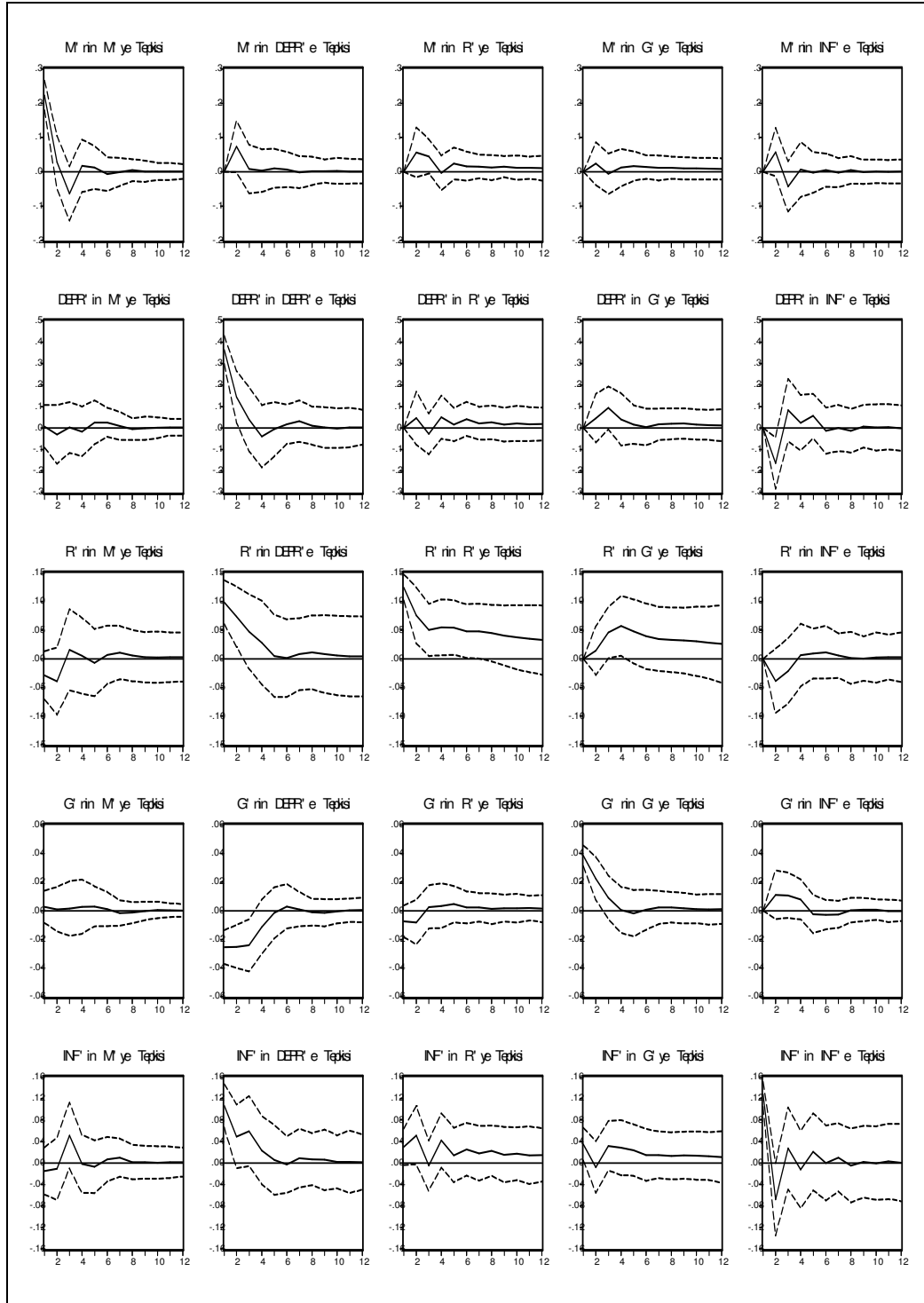
M G R DEPR INF SIRALAMASINA GÖRE VARYANS AYRIŞTIRMASI

M için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	G	R	DEPR	INF
1	0.22	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2	0.25	80.23	1.38	11.78	1.41	5.20
3	0.27	76.91	1.60	12.38	1.95	7.15
4	0.27	76.78	1.70	12.31	2.04	7.16
5	0.27	75.83	1.70	13.40	2.01	7.06
6	0.27	75.29	1.73	13.94	2.00	7.04
7	0.27	74.91	1.79	14.24	2.04	7.02
8	0.27	74.60	1.84	14.51	2.03	7.02
9	0.27	74.27	1.86	14.84	2.04	6.99
10	0.27	74.04	1.88	15.08	2.03	6.97
11	0.27	73.83	1.90	15.29	2.04	6.95
12	0.27	73.65	1.93	15.46	2.03	6.93
G için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	G	R	DEPR	INF
1	0.05	0.36	99.64	0.00	0.00	0.00
2	0.06	0.25	93.83	1.52	0.83	3.58
3	0.07	0.26	86.05	1.62	6.47	5.60
4	0.07	0.41	82.88	1.61	8.36	6.74
5	0.07	0.61	82.18	1.71	8.70	6.81
6	0.07	0.63	81.80	1.96	8.68	6.93
7	0.07	0.70	81.45	2.17	8.64	7.04
8	0.07	0.74	81.38	2.22	8.63	7.03
9	0.07	0.74	81.31	2.27	8.66	7.03
10	0.07	0.74	81.24	2.33	8.66	7.03
11	0.07	0.74	81.16	2.41	8.66	7.03
12	0.07	0.74	81.10	2.48	8.65	7.02
R için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	G	R	DEPR	INF
1	0.16	3.20	20.78	76.02	0.00	0.00
2	0.20	5.88	17.37	72.50	0.56	3.69
3	0.22	5.48	14.67	74.31	1.50	4.05
4	0.24	4.81	13.73	76.37	1.48	3.60
5	0.25	4.46	13.81	76.79	1.53	3.42
6	0.25	4.26	13.84	76.83	1.67	3.39
7	0.26	4.19	13.48	77.38	1.70	3.25
8	0.27	4.04	13.14	78.04	1.67	3.11
9	0.27	3.90	12.96	78.49	1.65	2.99
10	0.28	3.79	12.90	78.75	1.65	2.91
11	0.28	3.70	12.86	78.93	1.67	2.84
12	0.28	3.63	12.81	79.09	1.68	2.79
DEPR için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	G	R	DEPR	INF
1	0.37	0.05	29.56	17.40	53.00	0.00
2	0.43	0.52	22.41	19.84	42.86	14.37
3	0.45	0.48	22.13	18.68	42.16	16.55
4	0.46	0.58	22.46	18.92	41.73	16.31
5	0.46	0.89	22.09	18.67	40.90	17.45
6	0.47	1.19	21.85	19.28	40.39	17.29
7	0.47	1.23	21.69	19.77	40.17	17.14
8	0.47	1.23	21.57	20.18	39.91	17.11
9	0.47	1.23	21.58	20.35	39.77	17.07
10	0.47	1.23	21.56	20.52	39.67	17.02
11	0.47	1.23	21.53	20.67	39.57	16.99
12	0.47	1.23	21.50	20.84	39.49	16.95
INF için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	G	R	DEPR	INF
1	0.17	0.75	3.87	23.16	17.77	54.46
2	0.20	0.86	7.19	26.03	13.41	52.52
3	0.22	6.18	6.06	24.18	18.18	45.40
4	0.23	5.79	5.70	28.66	17.04	42.80
5	0.23	5.75	5.94	29.07	16.66	42.58
6	0.23	5.74	6.03	29.77	16.62	41.85
7	0.23	5.83	5.97	30.43	16.37	41.39
8	0.23	5.75	5.91	31.31	16.17	40.86
9	0.24	5.70	5.93	31.84	16.02	40.51
10	0.24	5.65	5.97	32.31	15.91	40.16
11	0.24	5.62	6.01	32.65	15.81	39.91
12	0.24	5.59	6.03	32.97	15.74	39.67
Sıralama: M G R DEPR INF						

Ek 1'de M G R DEPR INF sıralaması ile alınmış etki-tepki fonksiyonu ile Varyans Ayırıştırması sonuçları yer almaktadır. Bu sıralamayı yaparken ekonomik büyümenin parasal büyümenin artmasıyla hızlanacağı düşünülmüştür. Parasal büyümedeki artış talepte canlanmayı sağlayarak ekonomik büyümenin hızlanmasına katkıda bulunacaktır. Faiz oranlarının para arzı ve ekonomik büyümeden etkilendiği varsayılmıştır. Para arzındaki düşüş faiz oranlarında artışa, para arzındaki artışın faiz oranlarında düşüşe yol açacağı varsayılmıştır. Ekonomik büyümenin hızlanması durumunda vergiler artacağından kamu sektörünün borçlanma ihtiyacının düşeceği ve faiz oranlarının gerileyeceği düşünülmüştür. Yerli paradaki değer kaybının parasal büyüme, ekonomik büyüme ve faiz oranlarından etkilendiği varsayımı yapılmıştır. Para arzı arttığında yerli paradaki değer kaybının hızlanacağı, ekonomik büyüme hızlandığında ekonomiye yönelik iyimser beklentilerle birlikte yerli paraya olan talebin artacağı ve yerli paranın değer kazanacağı, faiz oranlarının artmasının yerli paraya olan talebi destekleyeceği düşünülmüştür. Enflasyonun yine tez içinde belirtilen sebeplere dayanarak, diğer değişkenlerin tümünden etkilendiği varsayılmış ve en içsel değişken olarak kabul edilmiştir. Ek 1'de yer alan etki-tepki fonksiyonlarında, 12 çeyrek dönem boyunca enflasyonun parasal büyüme ekonomik büyüme şokuna verdiği tepki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Enflasyonun faiz oranlarında meydana gelen şoka verdiği tepki ilk iki çeyrek dönem boyunca istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir. Ancak ikinci çeyrek dönemden itibaren bu etki istatistiksel olarak anlamını kaybetmektedir. Yerli paradaki değer kaybının iki çeyrek dönemden kısa bir süre boyunca enflasyonist etkilerinin bulunduğu ancak, bu etkinin ikinci çeyrek dönemden itibaren istatistiksel olarak anlamını kaybettiği görülmektedir. Enflasyonun kendi şokuna verdiği tepki ilk iki çeyrek dönem süresince pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı iken, bu tepki ikinci çeyrek dönemden itibaren istatistiksel olarak anlamını kaybetmektedir.

Ek 1'de aynı verilerle ve aynı sıralama ile alınmış Varyans Ayırıştırması sonuçları çalışmada daha önce elde edilen sonuçlardan fazla farklılık göstermemektedir. 12 çeyrek dönem süresince parasal büyüme şokları enflasyondaki değişimin çok düşük bir yüzdesini, yani %0.7-6.2'sini açıklamaktadır. Enflasyondaki değişimin önemli bir oranı yerli paradaki değer kaybı, enflasyon ve faiz oranları şoklarıyla açıklanırken, faiz oranlarındaki

şokların enflasyona katkısının çalışmada yer alan sıralamaya göre azaldığı görülmektedir.



M DEPR R G INF Sıralaması ile Alınan Etki-Tepki Fonksiyonları

M DEPR R G INF SIRALAMASINA GÖRE VARYANS AYRIŞTIRMASI

M için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	DEPR	R	G	INF
1	0.22	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2	0.25	80.23	8.62	5.05	0.90	5.20
3	0.27	76.91	7.75	7.34	0.85	7.15
4	0.27	76.78	7.70	7.31	1.04	7.16
5	0.27	75.83	7.72	7.98	1.40	7.06
6	0.27	75.29	7.73	8.26	1.67	7.04
7	0.27	74.91	7.70	8.55	1.83	7.02
8	0.27	74.60	7.67	8.71	2.00	7.02
9	0.27	74.27	7.64	8.97	2.12	6.99
10	0.27	74.04	7.63	9.12	2.24	6.97
11	0.27	73.83	7.61	9.28	2.34	6.95
12	0.27	73.65	7.59	9.40	2.43	6.93
DEPR için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	DEPR	R	G	INF
1	0.37	0.05	99.95	0.00	0.00	0.00
2	0.43	0.52	82.81	1.15	1.14	14.37
3	0.45	0.48	76.25	1.41	5.31	16.55
4	0.46	0.58	74.60	2.59	5.91	16.31
5	0.46	0.89	73.09	2.66	5.91	17.45
6	0.47	1.19	72.23	3.45	5.84	17.29
7	0.47	1.23	72.08	3.64	5.92	17.14
8	0.47	1.23	71.67	3.94	6.05	17.11
9	0.47	1.23	71.42	4.04	6.24	17.07
10	0.47	1.23	71.18	4.24	6.33	17.02
11	0.47	1.23	71.01	4.37	6.41	16.99
12	0.47	1.23	70.84	4.52	6.46	16.95
R için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	DEPR	R	G	INF
1	0.16	3.20	37.41	59.39	0.00	0.00
2	0.20	5.88	37.43	52.48	0.52	3.69
3	0.22	5.48	36.21	49.49	4.77	4.05
4	0.24	4.81	32.94	48.53	10.12	3.60
5	0.25	4.46	30.05	49.10	12.97	3.42
6	0.25	4.26	28.18	49.62	14.55	3.39
7	0.26	4.19	26.74	50.29	15.52	3.25
8	0.27	4.04	25.71	50.82	16.33	3.11
9	0.27	3.90	24.85	51.17	17.09	2.99
10	0.28	3.79	24.12	51.41	17.77	2.91
11	0.28	3.70	23.52	51.63	18.31	2.84
12	0.28	3.63	23.02	51.84	18.73	2.79
G için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	DEPR	R	G	INF
1	0.05	0.36	29.47	2.55	67.62	0.00
2	0.06	0.25	36.35	3.45	56.38	3.58
3	0.07	0.26	43.25	2.98	47.92	5.60
4	0.07	0.41	44.04	3.10	45.71	6.74
5	0.07	0.61	43.69	3.52	45.37	6.81
6	0.07	0.63	43.67	3.62	45.14	6.93
7	0.07	0.70	43.50	3.72	45.04	7.04
8	0.07	0.74	43.42	3.75	45.07	7.03
9	0.07	0.74	43.38	3.81	45.05	7.03
10	0.07	0.74	43.34	3.86	45.03	7.03
11	0.07	0.74	43.30	3.93	45.00	7.03
12	0.07	0.74	43.27	3.97	45.00	7.02
INF için Varyans Ayrıştırması						
Dönem	S.E.	M	DEPR	R	G	INF
1	0.17	0.75	37.78	2.99	4.02	54.46
2	0.20	0.86	34.51	8.93	3.18	52.52
3	0.22	6.18	36.14	7.52	4.77	45.40
4	0.23	5.79	34.90	10.48	6.03	42.80
5	0.23	5.75	34.10	10.62	6.95	42.58
6	0.23	5.74	33.53	11.64	7.24	41.85
7	0.23	5.83	33.17	12.06	7.55	41.39
8	0.23	5.75	32.79	12.85	7.75	40.86
9	0.24	5.70	32.56	13.17	8.05	40.51
10	0.24	5.65	32.29	13.59	8.30	40.16
11	0.24	5.62	32.08	13.87	8.52	39.91
12	0.24	5.59	31.89	14.17	8.68	39.67
Sıralama: M DEPR R G INF						

Ek 2'de M DEPR R G INF sıralaması ile alınmış etki-tepki fonksiyonu ile Varyans Ayırıştırması sonuçları yer almaktadır. Bu sıralamayı yaparken yerli paradaki değer kaybının parasal büyümenin artmasıyla hızlanacağı düşünülmüştür. Faiz oranlarının para arzı ve yerli paradaki değer kaybından etkilendiği varsayılmıştır. Para arzındaki düşüşün faiz oranlarında artışa, para arzındaki artışın faiz oranlarında düşüşe yol açacağı varsayılmıştır. Yerli paradaki değer kaybı satın alma gücünü düşürerek, para talebini artırmakta ve faiz oranları üzerinde etkili olmaktadır. Ekonomik büyümenin parasal büyüme yerli paradaki değer kaybı ve faiz oranlarından etkilendiği düşünülmüştür. Parasal büyümedeki artış talepte canlanmayı sağlayarak ekonomik büyümenin hızlanmasına yol açacaktır. Yerli paradaki değer kaybı ihracatta canlanmayı sağlayarak ekonomik büyümeyi olumlu etkileyecektir. Faiz oranlarındaki artış yatırımların düşmesine yol açarak ekonomik durgunluğa sebep olacaktır. Enflasyonun yine tez içinde belirtilen sebeplere dayanarak, diğer değişkenlerin tümünden etkilendiği varsayılmış ve en içsel değişken olarak kabul edilmiştir.

Ek 2'de yer alan etki-tepki fonksiyonlarında, 12 çeyrek dönem boyunca enflasyonun parasal büyümeye verdiği tepki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Yerli paradaki değer kaybının ilk iki çeyrek dönem süresince enflasyonist etkilerinin bulunduğu ancak, bu etkinin ikinci çeyrek dönemden itibaren istatistiksel olarak anlamını kaybettiği görülmektedir. Enflasyonun faiz oranlarında ve ekonomik büyümede meydana gelen şoka verdiği tepkinin 12 çeyrek dönem boyunca istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Enflasyonun kendi şokuna verdiği tepki ilk iki çeyrek dönem süresince pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı iken, bu tepki ikinci çeyrek dönemden itibaren istatistiksel olarak anlamını kaybetmektedir.

Ek 2'de aynı verilerle ve aynı sıralama ile alınmış Varyans Ayırıştırması sonuçları, parasal büyüme şoklarının 12 çeyrek dönem boyunca yine enflasyondaki değişimlerin çok düşük bir yüzdesini açıkladığına işaret etmektedir. Enflasyondaki değişimin yine yüksek bir oranı yerli paradaki değer kaybı ve enflasyon şoklarıyla açıklanırken, faiz oranlarındaki şokların enflasyona katkısının çalışmada yer alan sıralama ve Ek 1'de yapılan sıralamaya göre daha da azaldığı görülmektedir.