

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

**ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE TÜRKİYE'DE PARA
POLİTİKASI KURALI UYGULAMASI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Pakize Eda DOĞAN**

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Mustafa Necat COŞKUN**

Ankara-2011

ONAY

Pakize Eda DOĞAN tarafından hazırlanan “Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Para Politikası Kuralı Uygulaması” başlıklı bu çalışma, 28.10.2011 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı İktisat Politikası Bilim Dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

.....

Prof. Dr. Mustafa Necat COŞKUN (Başkan)

.....

Doç. Dr. Hakan Naim ARDOR

.....

Yrd. Doç. Dr. Yeliz YALÇIN

ÖNSÖZ

Çalışmada 1970li yıllardan itibaren dünyada uygulanan para politikası stratejilerinin temel özelliklerinden ve gelişiminden yola çıkılarak, Türkiye’de uygulanan para politikası stratejileri aktarılmaya çalışılmıştır. Çalışmanın amacı, Türkiye’de 2002 yılından 2005 yılına kadar geçiş süreci yaşanan, 2006 yılından itibaren ise açık bir şekilde uygulanan enflasyon hedeflemesi döneminde, TCMB’nin bu stratejinin temel politika aracı olarak tanımlanan kısa vadeli faiz oranlarına yönelik kararlar alırken bir kural izleyip izlemediğinin ortaya konulmak istenmesidir.

Bu çalışma süresince göstermiş olduğu iyi niyet ve sonsuz anlayış için tez danışmanım Prof. Dr. M. Necat COŞKUN’a ve çalışmamın uygulama aşamasında vermiş olduğu destek için Alper Ali HEKİMOĞLU’na teşekkür ediyorum. Ayrıca bu süreçte motivasyon kaynağım olan aileme ve başta Haluk KAYA olmak üzere tüm dostlarıma minnettarım.

Ankara, 2011

Pakize Eda DOĞAN

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
KISALTMALAR	v
TABLolar	vi
GRAFİKLER	vii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ VE PARA POLİTİKASI KURALI: TEORİK ÇERÇEVE VE KURAMSAL YAPI

1.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ	3
1.1.1. Tanım	3
1.1.2. Ortaya Çıkma ve Gelişme Süreci	5
1.1.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Unsurları	11
1.1.4. Kurumsal ve Ekonomik Önkoşulları	12
1.1.4.1. Fiyat İstikrarı Amacına Sıkı Bir Biçimde Bağlılık	12
1.1.4.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı	14
1.1.4.3. Hesap Verilebilirlik ve Şeffaflık	15
1.1.4.4. Güçlü ve Gelişmiş Finansal Piyasalar	18
1.1.4.5. Düşük Mali Baskınlık	19
1.1.4.6. Teknik Altyapının Sağlanması	21
1.1.5. Avantajları ve Dezavantajları	22
1.2. PARA POLİTİKASI KURALI	23
1.2.1. Kurala Dayalı- İhtiyari Para Politikaları	23
1.2.2. Enflasyon Hedeflemesi- Kural İlişkisi	27
1.2.3. Taylor Kuralı	28
1.2.4. Taylor Tipi Kurallar	36

1.2.5. Taylor Kuralıyla İlgili Amprik Çalışmalar	38
--	----

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ VE PARA POLİTİKASI KURALI

2.1. TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ..... 43

2.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Öncesi Deneyimler	43
---	----

2.1.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Süreci.....	51
---	----

2.1.2.1. Türkiye'de Kurumsal ve Ekonomik Önkoşulların Sağlanması 51	
--	--

2.1.2.1.1. Fiyat İstikrarı Amacına Sıkı Bir Biçimde Bağlılık.....	51
---	----

2.1.2.1.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı	51
--	----

2.1.2.1.3. Hesap Verilebilirlik ve Şeffaflık	52
--	----

2.1.2.1.4. Güçlü ve Gelişmiş Finansal Piyasalar	52
---	----

2.1.2.1.5. Düşük Mali Baskınlık	55
---------------------------------------	----

2.1.2.1.6. Teknik Altyapının Sağlanması	57
---	----

2.1.2.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2002-2005).....	58
--	----

2.1.3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2005 Sonrası)	67
--	----

2.1.3.1. Operasyonel Yapı	67
---------------------------------	----

2.1.3.2. Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi	67
---	----

2.1.3.3. Enflasyon Tahmin Ufku.....	69
-------------------------------------	----

2.1.3.4. Karar Alma Mekanizması.....	70
--------------------------------------	----

2.1.3.5. Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik.....	71
---	----

2.1.3.6. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Dönemi Gelişmeleri	73
--	----

2.2. TÜRKİYE'DE TAYLOR KURALI'NA İLİŞKİN AMPRİK

ÇALIŞMALAR.....	82
-----------------	----

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI KURALI UYGULAMASI

3.1. ANALİZDE KULLANILAN VERİLER	90
--	----

3.2. VERİLERİN ZAMAN SERİSİ ÖZELLİKLERİ	91
3.3. ÇIKTI AÇIĞININ TAHMİNİ	93
3.4. MODEL.....	99
3.5. UYGULAMA SONUÇLARI VE DEĞERLENDİRME.....	101
SONUÇ.....	103
KAYNAKÇA	106
EKLER.....	113
ÖZET	125
ABSTRACT	126

KISALTMALAR

AB: Avrupa Birliği

ADF: Geliştirilmiş (Augmented) Dickey- Fuller

EH: Enflasyon Hedeflemesi

EKK: En Kk Kareler Yöntemi (Least Squares Method)

EMU: Avrupa Para Birliği (European Money Union)

ERM: Dvız Kuru Mekanizması (Exchange Rate Mechanism)

FED: Amerikan Merkez Bankası (Federal Reserve Bank)

GMM: Genelleştirilmiş Momentler Metodu (Generalized Method of Moments)

GSYH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

HP Filtresi: Hodrick Prescott Filtresi

IFS: International Financial Statistics

IMF: Uluslararası Para Fonu

SIC: Schwarz Bilgi Kriteri (Schwarz Info Criterion)

SE: Sanayi retim Endeksi

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TL: Türk Lirası

TÜFE: Tüketicici Fiyat Endeksi

TK: Türkiye İstatistik Kurumu

FE: Üretici Fiyat Endeksi

TABLolar

Tablo 1 Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkeler ve Uygulama Süreci .	10
Tablo 2 Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Uygulayan Ülkelerde Merkez Bankalarının Nihai Hedefleri ve Bağımsızlığı	13
Tablo 3 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hesap Verme Mekanizmaları.....	17
Tablo 4 1986-1987 Yılı Hedefleri ve Gerçekleşmeler.....	44
Tablo 5 1988-1989 Yılı Hedefleri ve Gerçekleşmeler.....	44
Tablo 6 1990 Yılı Hedefleri ve Gerçekleşmeler.....	46
Tablo 7 1992 Yılı Hedefleri ve Gerçekleşmeler.....	47
Tablo 8 1990-2005 Yılları Arası Türkiye’de Uygulanan Çıpalar	50
Tablo 9 Birim Kök Testi Sonuçları.....	92
Tablo 10 Tahmin Sonuçları	101

GRAFİKLER

Grafik 1 İmkansız Üçlü Hipotezi	29
Grafik 2 Taylor Kuralı'nda Faiz Oranı, Enflasyon ve Büyüme	35
Grafik 3 Türk Tahvillerinin Uluslararası Piyasalardaki Getiri Farkı (Bazpuan)	54
Grafik 4 Varlık Dolarizasyon Derecesi (Tem.96-Kas.2005).....	55
Grafik 5 Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2002-2005)	61
Grafik 6 GSYH Büyüme Oranları (1998 fiyatlarıyla).....	61
Grafik 7 AB Tanımlı Genel Yönetim Bütçe Açığı / GSYH (%) - (2002-2005)	62
Grafik 8 AB Tanımlı Borç Stoku / GSYH (%) - (2002-2005).....	63
Grafik 9 Yurtiçi Borçlanmanın Ortalama Vadesi (ay)- (2002-2005)	64
Grafik 10 Toplam Kamu Kesimi Borç Stoku / GSYH (%) –(2002-2005).....	64
Grafik 11 Kamu Sektörünün Faiz Dışı Fazlası (Program Tanımlı, % GSYH)65	
Grafik 12 Enflasyon Hedefleri ve Beklentiler (2002-2005)	67
Grafik 13 Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2006-2010)	74
Grafik 14 Enflasyon Hedefleri ve Beklentiler (2006-2010)	79
Grafik 15 2006-2009 Döneminde Politika ve Piyasa Faizleri	80
Grafik 16 Çıktı Açığı Gelişimi Tahmini (2003-2010)	98
Grafik 17 Reel Efektif Döviz Kurunun Gelişimi (2003-2010)	99

GİRİŞ

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, ilk kez 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanan ve sonrasında bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede uygulama alanı bulan, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik bir para politikası stratejisidir. Tarihsel süreçte yaygın olarak kullanılan parasal büyüklüklerin hedeflenmesi veya döviz kurunun kontrol edilmesine dayalı stratejilerin uygulanmasında yaşanan zorluklar karşısında merkez bankaları, enflasyon hedeflemesi rejimini alternatif bir para politikası stratejisi olarak geliştirmiştir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin gelişmiş ülkelerde başarılı olarak tanımlanabilecek bir performans göstermesine rağmen, gelişmekte olan ülkeler açısından uygulanabilirliği tartışmalı bir konudur. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilirliğini geliştirmekte olan ülkeler açısından tartışmalı kılan husus, stratejinin gerektirdiği önkoşulların sağlanmasının bu ülkelerde zaman almasıdır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Merkez bankaları birincil amacı olan fiyat istikrarını sağlama amacına yönelik olarak kısa vadeli faiz oranlarını artırarak sıkılaştırıcı, azaltarak genişletici politikalar uygulayabilmektedir. Merkez bankalarının para politikalarını uygularken, kararlarını önceden belirlenmiş prensipler çerçevesinde alması durumunda kurala dayalı politikaların varlığından söz edilmektedir. Taylor Kuralı, söz konusu para politikası kurallarından biridir. Kural, kısa vadeli faiz oranları ile potansiyel çıktı ve beklenen enflasyondan sapmaları ilişkilendirmekte, hedeflenen enflasyon oranından ve potansiyel üretim düzeyinden sapma meydana gelmesi durumunda kısa vadeli faiz oranlarının nasıl bir seyir izlediğini öngörmeye çalışmaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde hedeflerin aşılması durumunda merkez bankalarının aldığı faiz kararları, bu kural çerçevesinde analiz edilebilmekte, merkez bankalarının reaksiyon fonksiyonu bu bağlamda tahmin edilebilmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde enflasyon hedeflemesi ve para politikası kurallarının teorik çerçevesi ele alınmıştır. Bu bölümde enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel unsurları, ortaya çıkma ve gelişme süreci ile kurumsal ve ekonomik önkoşulları incelenmiştir. Ayrıca para politikasında kurala dayalı-ihiyari politikalar ayırımından hareketle, para politikası kurallarından biri olan Taylor Kuralı ve Taylor tipi kurallar irdelenmeye çalışılmış, bu alanda yapılmış amprk çalışmalara yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümü, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisi deneyimine ve Türkiye ekonomisi için Taylor Kuralı’na ilişkin yapılmış olan amprk çalışmalara ayrılmıştır. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisi öncesi deneyimler aktarılmış, stratejinin gerektirdiği ekonomik ve kurumsal önkoşulların sağlanma süreci ile operasyonel yapısına değinilmiştir. Türkiye’de 2002 yılına kadar uygulanan parasal taban ve döviz kuru çıpasına dayalı stratejilerin ardından, 2002-2005 yılları arasında bu önkoşulların sağlanmaya çalışıldığı örtük enflasyon hedeflemesi dönemi yaşanmış, 2006 yılından itibaren de resmen açık enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlanmıştır. Bu kapsamda örtük enflasyon hedeflemesi ve açık enflasyon hedeflemesi dönemleri ayrı ayrı ele alınarak değerlendirilmiştir.

Çalışmanın son bölümünde Taylor Kuralı’nın açık ekonomi modelinden yola çıkılarak, örtük ve açık enflasyon hedeflemesi döneminde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın geriye dönük reaksiyon fonksiyonu tahmin edilmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ VE PARA POLİTİKASI KURALI: TEORİK ÇERÇEVE VE KURAMSAL YAPI

1.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ

1.1.1. Tanım

Fiyat istikrarı genel bir tanım çerçevesinde insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade etmektedir. Fiyat istikrarı sadece düşük enflasyon oranına ulaşmayı değil, o oranın sürdürülmesini de kapsamaktadır. Bir ülkede ekonomik ve sosyal istikrar sağlanabilmesi için olmazsa olmaz bir koşuldur.¹

Fiyat istikrarı paranın alım gücünün korunmasıdır. İhmal edilebilir derecede düşük enflasyon fiyat istikrarı olarak nitelendirilebilir.

Yüksek enflasyon ortamının yarattığı belirsizlik;²

- Ekonomik birimlerin orta vadeli yatırım ve tüketimle ilişkin karar alma süreçlerini olumsuz etkilemektedir.
- Ekonomide riski ve dolayısıyla reel faizleri artırmaktadır.
- Yüksek risk ortamıyla birlikte tüm piyasalarda vadeleri kısaltmaktadır.
- Fiyat mekanizmasının bilgi taşıma fonksiyonuna zarar vermekte, piyasaların etkin çalışmasını ve sağlıklı gelişmesini engellemektedir.

¹ TCMB, **Fiyat İstikrarı**, (Erişim)

http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/fiyat_istikrar.pdf, 1 Haziran 2011.

² Süreyya Serdengeçti, **Fiyat İstikrarı ve Büyüme**, ODTÜ’de yaptığı sunum, Eylül 2002, (Erişim)
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/ODTU.pps>, 1 Haziran 2011.

- Uygulanan politikalara güvensizlik yaratmakta ve hükümetlerin kapsamlı ve uzun soluklu ekonomik programlar uygulayamamasına yol açmaktadır.
- Uluslararası piyasalarda ekonominin rekabet gücünü azaltmakta ve sermaye piyasalarına erişimini kısıtlamaktadır.
- Gelir dağılımını bozmaktadır.
- Geçmişe endeksleme alışkanlıklarının artmasına yol açmaktadır.

Merkez bankalarının birincil ve öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Enflasyon hedeflemesi ise, fiyat istikrarına ulaşılabilmesi amacıyla uygulanan ve giderek yaygınlaşan bir para politikası stratejisidir. Bir çok farklı tanım bulunsa da, uygulamalara bakıldığında enflasyon hedeflemesi stratejisini diğer stratejilerden ayıran iki ana unsurun bulunduğu görülmektedir:³

- Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan merkez bankaları, enflasyon hedeflerini rakamsal olarak açıklamakta, bu hedeflere ulaşmayı taahhüt etmekte ve açıklanan hedeflere ulaşamaması durumunda kamuoyuna hesap vermekle yükümlü olmaktadır.
- Para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi belli bir süre gerektirdiğinden, merkez bankaları bugünkü enflasyonu değil gelecekteki enflasyonu kontrol edebilmekte, bu amaçla belirli zaman aralıklarıyla enflasyon tahminleri oluşturmakta ve bu tahminleri kamuoyu ile paylaşmaktadırlar. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi stratejisi çoğu zaman “enflasyon tahmini hedeflemesi” olarak da adlandırılabilir. Bu doğrultuda, öngörülerin enflasyon hedefi ile tutarlılığı ve hedeften sapma konusundaki riskler kamuoyuna anlatılmaktadır.

³ TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/DUY2005-56.pdf>, 6 Haziran 2011, s.3.

1.1.2. Ortaya Çıkma ve Gelişme Süreci

Enflasyon hedeflemesi stratejisi fiyat istikrarına ulaşmak amacıyla uygulanan para politikası stratejilerinden bir tanesidir. Ara hedefler, para politikasının yürütülmesinde ekonomik birimlere politikanın işleyişi ile ilgili gerekli sinyalleri veren ve politikanın değerlendirilmesine yönelik enformasyonu sağlayan değişkenlerdir. Ara hedef olarak seçilecek değişkenin nihai hedefle tutarlı ve istikrarlı bir ilişki içinde olması, aynı zamanda para otoritesinin doğrudan ve etkin biçimde kontrolü altında olması gerekmektedir. Döviz kurları, parasal büyüklükler ve faiz oranları nihai hedef olan fiyat istikrarını sağlama yönünde *ara hedef* olarak kullanılmışlardır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi belirtilen ara hedef değişkenlerinin iktisadi birimler üzerindeki güvenilirliği oluşturmada yetersiz kalmaları ve para politikasının yürütülmesinde çıpa özelliğini kaybetmeleri sonucunda önem kazanmıştır.⁴

1970'li yıllarda petrol fiyatlarındaki artış küresel ölçekte enflasyondaki yükselişi tetiklemiş ve takip eden dönemde parasal otoritelerin enflasyonla mücadelede kararlı davranmaması enflasyon beklentilerinin yüksek seviyelerde katılaşmasına yol açmıştır. Bu süreçte yaşanan yüksek enflasyon ve düşük büyüme dönemi (stagflasyon) ve sonrasında yapılan akademik çalışmalar, enflasyonla mücadelede politika yapıcıların taahhütlerine bağlı kalmalarının önemini ortaya çıkarmış ve merkez bankalarının doğrudan enflasyona odaklanmaları gerektiği görüşünü güçlendirmiştir. Bu çerçevede, günümüzde birçok merkez bankasının nihai amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak tanımlanmış ve bunun enflasyona odaklanmış bağımsız bir merkez bankası aracılığıyla sağlanabileceği görüşü yaygınlaşmıştır.

Merkez bankalarının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olması gerektiği hususunda hemfikir olunmasına rağmen, bu amaca ulaşmak için uygulanması gereken stratejinin ne olacağı konusunda kesin bir görüş birliği

⁴ Şükrü Cicioğlu, “Fiyat İstikrarının Sağlanmasına Yönelik Alternatif Bir Para Politikası Stratejisi: Enflasyon Hedeflemesi”, **TÜHİS**, cilt 20, sayı 1-2, Şubat-Mayıs 2006, s.36.

oluşmamıştır. Fiyat istikrarına ulaşma konusunda merkez bankaları birçok alternatif stratejisi uygulamıştır. Bu stratejiler içinde tarihsel olarak en yaygın olanları parasal büyüklüklerin hedeflenmesi ve döviz kurunun kontrol edilmesine dayalı stratejilerdir.⁵

Parasal taban nominal çıpa olarak seçildiğinde parasal taban, M1, M2 veya M3 gibi parasal büyüklükler için hedef büyüme politikası belirlenmektedir. Eğer paranın dolanım hızı göreceli olarak sabit veya tahmin edilebilir ise, parasal büyüklüğün büyüme oranının hedeflenmesi nominal gelirin durağan bir büyüme oranında büyümesine yol açar ki bu da uzun dönem fiyat istikrarını yaratır. Bir parasal büyüklüğünün nominal çıpa olarak seçilmesinin avantajları şu şekilde sıralanabilir:⁶

- Parasal büyüklükler kolaylıkla ve hızlı bir şekilde merkez bankaları tarafından kontrol edilebilir.
- Parasal büyüklükler kısa bir gecikme ile oldukça güvenli bir şekilde ölçülebilir.
- Parasal büyüklüklere ilişkin veriler oldukça kısa bir zaman aralığında elde edilebildiği için şeffaflığı artırır.

Teorik olarak parasal büyüklüklerin hedeflenmesinin önemli avantajları olmasına rağmen, bu avantajlar parasal gelir ve nominal gelir arasında yüksek ve tahmin edilebilir bir ilişki var ise söz konusu olabilir. Parasal büyüklükler ve amaçlanan değişkenler arası ilişkiler paranın dolanım hızında ortaya çıkan dalgalanmalar neticesinde kopmuş, 1970lerde birçok ülkede benimsenen bu strateji 1980lere gelindiğinde terk edilmeye başlanmıştır.⁷

1990lı yıllarda para ve kredi büyüklükleri ile enflasyon arasındaki kısa vadeli ilişki oldukça istikrarsız bir hal almıştır. Finansal araçların hızla

⁵ A. Hakan Kara, Musa Orak, “Enflasyon Hedeflemesi”, **Ekonomik Tartışmalar Konferansı**, Ankara, İstanbul 2008, s.4.

⁶ M. Necat Coşkun, Hakan Naim Ardor, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama”, **İktisat Seçme Yazılar**, Ankara, 2003, s.296-297.

⁷ M. Necat Coşkun, Hakan Naim Ardor, age, s.297.

gelişmesi ve standart bir para tanımının yapılmasının güçleşmesi parasal büyüklüklerin hedeflenmesine dayalı stratejilerin başarı sağlama olasılığını azaltmıştır.⁸

Diğer sıklıkla kullanılan nominal çıpa türü ise yurtiçi paranın değerinin düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına göre sabitlemek veya alternatif olarak sürünen pariteler olarak da bilinen yurtiçi paranın değerinin yabancı bir paranın değerine önceden belirlenmiş bir oranda bağlama şeklinde uygulanan sabit döviz kuru stratejisidir. Döviz kurlarının kontrolüne dayalı bu stratejinin temel avantajları şunlardır: ⁹

- Döviz kuru çıpası, bu stratejiyi uygulayan ülkelerin merkez bankasını döviz kurunun devalüasyonuna sebep olabilecek aşırı genişleyici para politikası uygulayamayacağı konusunda önceden bağlayarak zaman tutarsızlığı problemini önleyebilme avantajına sahiptir.
- Döviz kuru çıpası yurtiçi paranın değerinin bağlandığı düşük enflasyonlu ülkenin enflasyon oranına ulaşılacağı düşüncesiyle enflasyonist beklentilerin zayıflamasına yardımcı olur.
- Toplum tarafından kolaylıkla anlaşılabilir.

Hızla artan uluslararası sermaye akımları ve döviz kurlarını spekülatif hareketlerden korumanın gittikçe zorlaşması gibi unsurlar, sabit döviz kuru stratejisinin enflasyonu kontrol altına almakta gittikçe daha az güvenilir ve daha az başarılı olmasına yol açmaktadır. Bunun yanında, döviz kuru hedeflemesi yapan ülkelerin yerel faiz oranları para birimi çıpa olarak seçilen ülkedeki gelişmelerce belirlendiğinden, bağımsız para politikası uygulama yeteneği ortadan kalkmakta ve dolayısıyla bu ülkelerde dışsal şokları yumuşatacak esnek bir politika aracı bulunmamaktadır. Döviz kuru hedeflemesi ayrıca, son yıllarda, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu birçok ülkede oldukça yıkıcı etkileri olan büyük krizlerle sonuçlanmıştır. Bu nedenle,

⁸ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s.4.

⁹ M. Necat Coşkun, Hakan Naim Ardor, age, s.297-298.

bu tarz bir para politikası stratejisi, giderek daha az sayıda ülke tarafından tercih edilmektedir.¹⁰

Bu çerçevede, enflasyon hedeflemesi stratejisinin oluşturulması ve yaygınlaşması, zaman içinde koşulların değişmesiyle parasal büyüklüklere veya döviz kuruna dayalı stratejilerin etkinliğini kaybetmesine paralel olarak ortaya çıkmıştır. Parasal büyüklüklerin ya da döviz kurunun hedeflenmesinde yaşanan bu zorluklar karşısında merkez bankaları, enflasyon hedeflemesi stratejisini alternatif bir para politikası stratejisi olarak geliştirmiştir. Ülkelerin enflasyon hedeflemesini benimsenmesinin altında yatan temel neden bu olmakla birlikte, bazı ülkeler için farklı gerekçeler de söz konusu olabilmektedir (EK 1).

İlk olarak Yeni Zelanda'da 1989 yılında benimsenen ve 1990 yılında uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi stratejisi, takip eden yıllarda birçok gelişmiş ülkede uygulanmaya başlanmış, son yıllarda ise gelişmekte olan ülkelerde de yaygınlaşmıştır. 1992 yılında yaşanan Döviz Kuru Mekanizması (ERM-Exchange Rate Mechanism) krizi stratejinin Avrupa'da yaygınlaşmasını teşvik etmiş, gelişmekte olan ülkelerde ise daha kademeli bir süreç izlenmiştir. Latin Amerika'da enflasyon hedeflemesine yönelimler 1990'lı yılların başında başlamış, ancak 1998 krizini takiben 1990'lı yılların sonunda ve 2000'li yılların başında uygulanmaya başlamıştır. Orta ve Doğu Avrupa'da 1990'lı yılların sonunda kapsamlı bir ekonomik reform kapsamında uygulanırken, Doğu Asya'da 2000'li yılların başında 1997 Asya krizi sonrası IMF destekli programlar çerçevesinde uygulanma imkanı bulmuştur. 1990'lı yılların başında uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi, zamanla 29 ülke tarafından uygulanmıştır. Bu ülkelerden Finlandiya ve İspanya Avrupa Para Birliği'ne (European Money Union-EMU) giriş sebebiyle 1999 yılında, Slovakya ise ERM II'ye girişle birlikte 2009 yılında uygulamaya son vermiştir. Ayrıca Avrupa Merkez Bankası (ECB), İsviçre Ulusal Bankası (Swiss National Bank) ve Federal Reserve Bank (FED)'in yanı sıra, birçok ülke

¹⁰ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s.4.

merkez bankasının benimsemiş olduğu strateji, enflasyon hedeflemesinin bazı temel özelliklerini taşımaktadır.¹¹ İsviçre parasal hedeflemenin de önem verildiği daha esnek bir uygulamaya sahipken, ABD ve Japonya'da ise büyüme dinamizminin daha ön plana çıktığı melez politikalar uygulanmaktadır.

Roger'a göre, enflasyon hedeflemesi uygulamalarına bakıldığında (Tablo 1), ülkelerin çoğunda öncelikle bir enflasyonla mücadele (dezenflasyon) döneminin yaşanmakta olduğu görölmektedir. Bu dönem enflasyonla mücadele amacıyla konulan yıllık hedeflere ulaşma sürecidir. Filipinler, Endonezya, Guetemala, Romanya, Türkiye, Sırbistan, Ghana ve Kolombiya halen bir enflasyonla mücadele süreci içerisindeyken; İngiltere, İsveç, Avustralya, Güney Afrika, Tayland, Kore, Norveç ve Peru gibi ülkelerde dezenflasyon dönemi yaşanmamış ve enflasyon hedeflemesinin ilk uygulanmaya başladığı dönemden itibaren yıllık hedefler yerine sabit, ortalama bir enflasyon hedefinin benimsendiğı istikrarlı bir hedefleme dönemi sürdürölmüştür. Yeni Zelanda, Kanada, Çek Cumhuriyeti, İsrail, Polonya, Brezilya, Şili, Meksika, İzlanda, Norveç, Macaristan ve Slovakya gibi ülkelerde ise, enflasyonla mücadele sürecinin ardından, çok dönemli ya da belirsiz enflasyon ufkunun ve ortalama %3 seviyelerinde bir enflasyon hedefinin benimsendiğı istikrarlı hedefleme dönemine geçilmiştir. Enflasyonla mücadele sürecinin başlangıcında gelişmiş ülkelerde ortalama %4,8, gelişmekte olan ülkelerde ise ortalama %6,5 seviyelerinde olan enflasyon oranı; istikrarlı hedefleme sürecinin başında gelişmiş ülkelerde ortalama %3,2; gelişmekte olan ülkelerde ise ortalama %3 seviyelerindedir.¹²

¹¹ Scott Roger, Inflation Targeting at 20: Achievements and Challanges, **IMF Working Paper**, WP/09/236, Ekim 2009, s.3-4.

¹² Scott Roger, age, s.5.

Tablo 1 Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkeler ve Uygulama Süreci ¹³

Ülke	EH'nin Uygulanma Tarihi	Dezenflasyon Dönemi Başındaki TÜFE	Dezenflasyon Dönemi	İstikrarlı Hedeflemenin Başındaki TÜFE	İstikrarlı EH Dönemi
Yeni Zelanda ¹	1990 1. Çeyrek	3,3	Ocak 1990-Nisan 1992	1,8	1993 1.Çeyrek-Devam ediyor
Kanada ¹	Şubat 1991	6,9	Şubat 1991-Aralık 1994	0,2	Ocak 1995-Devam ediyor
İngiltere ¹	Ekim 1992			4	Ekim 1992-Devam ediyor
İsveç ¹	Ocak 1993			1,8	Ocak 1993-Devam ediyor
Finlandiya ¹	Şubat 1993			2,6	Şubat 1993-Aralık 1998
Avustralya ¹	Nisan 1993			2	1993 2.çeyrek-Devam ediyor
İspanya ¹	Ocak 1995	4,2	Ocak 1995-Aralık 1997		Ocak 1998- Aralık 1998
Çek Cumhuriyeti ¹	Aralık 1997	6,8	Aralık 1997-Aralık 2001	4,1	Ocak 2002-Devam ediyor
İsrail ¹	Haziran 1997	8,1	Haziran 1997-Aralık 2002	6,5	Ocak 2003-Devam ediyor
Polonya ²	Ekim 1998	10,6	Ekim 1998-Aralık 2003	1,7	Ocak 2004-Devam ediyor
Brezilya ²	Haziran 1999	3,3	Haziran 1999-Aralık 2005	5,7	Ocak 2006-Devam ediyor
Şili ²	Eylül 1999	3,2	Eylül 1999-Aralık 2000	4,5	Ocak 2001-Devam ediyor
Kolombiya ²	Eylül 1999	9,3	Eylül 1999-Devam ediyor		
Güney Afrika ²	Şubat 2000			2,6	Şubat 2000-Devam ediyor
Tayland ²	Mayıs 2000			0,8	Mayıs 2000-Devam ediyor
Kore ¹	Ocak 2001			2,8	Ocak 2001-Devam ediyor
Meksika ²	Ocak 2001	9	Ocak 2001-Aralık 2002	5,7	Ocak 2003-Devam ediyor
İzlanda ¹	Mart 2001	4,1	Mart 2001-Aralık 2003	2,7	Ocak 2004-Devam ediyor
Norveç ¹	Mart 2001			3,6	Mart 2001-Devam ediyor
Macaristan ¹	Haziran 2001	10,8	Haziran 2001-Aralık 2006	6,5	Ocak 2007-Devam ediyor
Peru ²	Ocak 2002			-0,1	Ocak 2002-Devam ediyor
Filipinler ²	Şubat 2002	4,5	Şubat 2002-Devam ediyor	1,8	
Guatemala ²	Ocak 2005	9,2	Ocak 2005-Devam ediyor	0,2	
Slovakya ¹	Ocak 2005	5,8	Ocak 2005-Aralık 2008		Ocak 2008'de sona erdi
Endonezya ²	Temmuz 2005	7,4	Temmuz 2005-Devam ediyor		
Romanya ²	Ağustos 2005	9,3	Ağustos 2005-Devam ediyor		
Türkiye ²	Ocak 2006	7,7	Ocak 2006-Devam ediyor		
Sırbistan ²	Eylül 2006	10,8	Eylül 2006-Devam ediyor		
Gana ²	Mayıs 2007	10,5	Mayıs 2007-Devam ediyor		
Tüm Ülkeler		5,7		3,1	
14 Yüksek Gelirli Ülke¹		4,8		3,2	
15 Düşük Gelirli Ülke²		6,5		3	

*EH uygulayan ülkeler, Dünya Bankası Kalkınma Göstergeleri sınıflamasına göre, "1-Yüksek Gelirli Ülkeler" ve "2- Düşük Gelirli Ülkeler" şeklinde sınıflandırılmıştır.

¹³ Scott Roger, age, s.6.

1.1.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Unsurları

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel unsurları aşağıdaki gibi sıralanabilir:¹⁴

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinde sayısal bir enflasyon hedefi belirlenir ve hedef kamuoyuna duyurulur. Merkez bankası belirli bir süre sonunda bu hedefe ulaşacağını taahhüt eder.
- Merkez bankası, tüm para politikası araçlarını belirlenen enflasyon hedefine ulaşmaya yönelik olarak kullanır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi altında Merkez bankasının temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi sadece bir enflasyon hedefini saptamak ve bunu kamuoyuna açıklamaktan ibaret değildir. Bu strateji, aynı zamanda karar alma sürecinin kurumlaşmasını sağlamaktadır. Karar alma sürecinin kurumsallaşması politika kararlarının şeffaf bir yapıya kavuşması, kararların alınacağı tarihlerin belli bir takvime bağlanması ve önceden açıklanması, kararların gerekçelerinin açıklanması ile bu açıklamalarda gelecekteki kararlara ilişkin eğilimlere yer verilmesini kapsar. Gelecekteki enflasyona ilişkin öngörülerine enflasyon hedefinden önemli ölçüde sapması halinde, bu sapmanın nedenine bağlı olarak Merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin aldığı kararlar bu ikisi arasındaki uyumu yeniden sağlamaya çalışır.
- Merkez bankası enflasyonun gelecekte izleyeceği seyri öngörebilmek ve faiz kararlarını alabilmek için çok geniş bir bilgi setinden yararlanır. Bu bilgi setinin içinde toplam talep ve toplam arz gelişmeleri, parasal göstergeler, kamu maliyesi gelişmeleri, beklentiler, fiyatlama davranışları, iç ve dış şoklar, verimlilik, istihdam ve ücretler, döviz

¹⁴ TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesiRejimi.pdf>, 10 Haziran 2011, s.3.

kurları ve ödemeler dengesi gelişmeleri gibi çeşitli unsurlar bulunmaktadır.

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasında öne çıkan diğer unsurlar beklentilerin iyi yönetilmesi ve etkin iletişim politikasıdır. Özellikle enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde insanlar beklentilerini geçmişteki enflasyona bakarak oluştururlar. Bu da yüksek enflasyon oranlarının zaman içinde süreklilik kazanmasına; bir başka deyişle enflasyon ataletine neden olur. Ancak enflasyon hedeflemesi stratejisi altında, diğer para politikası stratejilerinden farklı olarak geleceğe yönelik enflasyon hedefleri konulması ve bu hedeflere ulaşılabileceğinin Merkez bankası tarafından taahhüt edilmesi, ekonomik birimlere geçmiş enflasyon dışında referans alabilecekleri bir başka enflasyon oranı daha sunmaktadır.

1.1.4. Kurumsal ve Ekonomik Önkoşulları

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi ve başarılı olabilmesi ekonomide bazı önkoşulların sağlanmış olması gerekmektedir.

1.1.4.1. Fiyat İstikrarı Amacına Sıkı Bir Biçimde Bağlılık

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan bir merkez bankasının uzun vadede birincil amacı enflasyon hedefine ulaşmak olmalıdır. Diğer amaçlar ancak fiyat istikrarı hedefi ile çelişmediği takdirde merkez bankası tarafından gözetilmelidir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin bazı ülke uygulamalarına bakıldığında (Tablo 2), çoğu ülkenin merkez bankalarının nihai hedeflerinin fiyat istikrarını sağlamak iken, bazı ülkelerde nihai hedeflerin enflasyon hedefleri, parasal istikrar, finansal istikrar ya da çoklu hedefler olduğu görülmektedir. Türkiye'nin yanı sıra, İngiltere, İsrail, Çek Cumhuriyeti,

Filipinler, İzlanda, Kore, Macaristan, Romanya ve Yeni Zelanda Merkez Bankalarının nihai hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır.

Tablo 2 Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Uygulayan Ülkelerde Merkez Bankalarının Nihai Hedefleri ve Bağımsızlığı¹⁵

Ülke Adı	Yasadaki Nihai Hedef	Politika Araçlarını Belirleyen Taraf
I. Hedefin Hükümet Tarafından Belirlendiği Ülkeler		
Brezilya	Enflasyon hedefi	Merkez Bankası
İngiltere	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
İsrail	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
Norveç	Düşük-istikrarlı enflasyon	Merkez Bankası
II. Hedefin Hükümet ve Merkez Bankası Tarafından Ortak Belirlendiği Ülkeler		
Avustralya ⁽¹⁾	Çoklu amaç	Merkez Bankası ⁽²⁾
Çek Cumhuriyeti ⁽¹⁾	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
Endonezya	Paranın istikrarı	Merkez Bankası
Filipinler	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası ⁽²⁾
Güney Afrika	Paranın istikrarı	Merkez Bankası
İzlanda ⁽¹⁾	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
Kanada ⁽¹⁾	Çoklu amaç	Merkez Bankası
Kore	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
Macaristan	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
Romanya	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
Türkiye	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
Yeni Zelanda ⁽¹⁾	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
Gana	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası ⁽²⁾
Sırbistan	Düşük-istikrarlı enflasyon	Merkez Bankası
III. Hedefin Merkez Bankası Tarafından Belirlendiği Ülkeler		
İsveç	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
Kolombiya	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası ⁽²⁾
Meksika	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
Peru	Parasal istikrar	Merkez Bankası ⁽²⁾
Polonya	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
Şili	Fiyat istikrarı ve Finansal istikrar	Merkez Bankası
Slovakya	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası
Tayland	Parasal istikrar	Merkez Bankası
Guatemala	Fiyat istikrarı	Merkez Bankası ⁽²⁾

¹⁵ Heenan (2006), Tuladhar (2005) ve merkez bankaları internet sitelerinden aktaran: A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s.12.

- (1) Hedef, kamuya açıklanan bir anlaşma ya da hükümet direktifi ile belirlenmektedir.
- (2) Hükümet, para politikası kurulunda yer alan ve oy verme hakkı bulunan temsilci ya da temsilcileri aracılığıyla karar alma sürecine dahil olmaktadır.

1.1.4.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Enflasyon hedeflemesinin önkoşullarından biri de merkez bankası bağımsızlığıdır. Merkez Bankası bağımsızlığının çeşitli unsurları bulunmakla birlikte; enflasyon hedeflemesi stratejisi açısından öne çıkan temel unsur, hedeflenen enflasyon oranına ulaşabilme yolunda kullanacağı araçları serbestçe belirleyebilmesi anlamına gelen araç bağımsızlığıdır. Tablo 2’de verilen ülkelerin hepsinde para politikası araçlarını belirleyen taraf merkez bankası iken; Avustralya, Filipinler, Kolombiya ve Peru’da hükümet para politikası kurulunda yer alan ve oy verme hakkı bulunan temsilcileri aracılığıyla para politikası araçlarına ilişkin karar alma süreçlerine dahil edilmektedir.

Merkez bankası bağımsızlığının diğer unsurları amaç ve hedef bağımsızlığı ile finansal bağımsızlıktır.¹⁶

- Amaç Bağımsızlığı: Merkez bankasının, tam istihdam, fiyat istikrarı, büyüme gibi seçenekler arasından hedefleyeceği amacı kendisinin belirleme yetkisine sahip olmasıdır.
- Hedef Bağımsızlığı: Merkez bankasının temel amacı doğrultusunda amacına yönelik rakamsal hedefini kendisinin belirleyebilmesidir.
- Finansal Bağımsızlık: Merkez bankasının görevlerini yerine getirebilmek için yeterli mali kaynağa sahip olmasıdır.

Kamuya kredi vererek hükümetin açıklarını finanse etmek gibi fiyat istikrarı ile çelişen görevlerinin olmaması stratejinin başarılı olabilmesi için şarttır. Bu şekilde merkez bankası mali ve siyasi baskılara maruz kalmadan enflasyon hedefine odaklanabilecektir. Aynı zamanda bağımsızlık sayesinde

¹⁶ TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, s.7.

merkez bankasına olan güvenin artması ile beklentiler daha iyi yönetilebilecek ve hedeflere ulaşmak kolaylaşacaktır.

1.1.4.3. Hesap Verilebilirlik ve Şeffaflık

Para politikasının yürütülmesi ve performansı ile ilgili olarak kamuoyunun, hükümetin ya da parlamentonun zamanında ve doğru bir biçimde bilgilendirilmesi, enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel gerekliliklerinden biridir. Hesap verilebilirlik, bağımsızlığı tamamlayan bir unsur olup, merkez bankasının bağımsız olmasının bir gereği olarak, uyguladığı politikalar ve sonuçlarına ilişkin toplumun her kesimine karşı sorumlu olması anlamına gelir. Etkin bir iletişim politikası ve şeffaflıkla birlikte, para politikası uygulamaları ve enflasyon görünümüne ilişkin belirsizlikleri azaltarak ekonomik birimlerin beklentilerini hedefler doğrultusunda şekillendirilmesini sağlamaktadır. Bu kapsamda şeffaflık ve etkin iletişim politikası hesap verilebilirlik ile sıkı sıkıya bağlantılıdır.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere bakıldığında, hesap verme mekanizmasının işleyişinin, gerek sıklığı gerekse içeriği bakımından farklılıklar gösterdiği görülmektedir (Tablo 3). En yaygın hesap verme araçları şu şekilde sıralanabilir:¹⁷

- Hükümetin, ilgili bakanların, parlamentonun ve/veya parlamentodaki ilgili komitelerin özel raporlar ya da sözlü sunumlar yoluyla bilgilendirilmesi
- Periyodik enflasyon /para politikası raporu
- Yıllık rapor
- Para politikası karar toplantılarına ilişkin toplantı tutanakları
- Enflasyon hedefinden önemli bir sapma olması durumunda açıklama yapmaya yönelik özel raporlar

¹⁷ Olcay Yücel Çulha, Neslihan Kaya, “Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hesap Verme Araçları”, TCMB, **Ekonomi Notları**, Sayı:09-01, 23.11.2009, s.2-3.

Çulha ve Kaya tarafından yapılan çalışmada incelenen 22 ülkede hesap verme sorumluluğunun yasal olarak genellikle dönemsel rapor ve sunumlar ile yerine getirilmesi beklenmekte, uygulamada da para politikası performansının ve görünümünün değerlendirildiği dönemsel rapor ya da sunumlar yoluyla hükümetin ve kamuoyunun bilgilendirildiği görülmektedir. İncelenen ülkelerin çoğunda enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel iletişim aracı üçer aylık dönemler itibarıyla yayımlanan ve enflasyon gelişmeleri, para politikası tepkisiyle ileriye yönelik tahminlerin yer aldığı enflasyon/para politikası raporlarıdır. Diğer taraftan, incelenen ülkelere sadece 6 tanesinde (Brezilya, Endonezya, Filipinler, İngiltere, İzlanda ve Türkiye) enflasyonun hedeften belirli bir oranda sapması durumunda ayrı bir rapor yayımlama yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu rapor genel olarak hükümete hitaben yazılan ve kamuoyu ile de paylaşılan bir açık mektup niteliğinde olmakta ve enflasyonun hedeften sapmasının nedenleri, para politikası tepkisi, enflasyonun hedefe tekrar yakınsaması için alınan ve alınması gereken önlemlere ilişkin bilgileri içermektedir. Diğer ülkeler ise konuya ilişkin açıklamayı enflasyon/para politikası raporlarında ya da yıllık raporlarında yapmaktadır. Politika hedeflerine ulaşamaması durumunda merkez bankası başkanının görevden alınmasının mümkün olduğu bir yasal çerçeve ise sadece Yeni Zelanda'da mevcuttur. Ancak bu ülkede enflasyon hedeflemesine geçildiği 1990 yılından bugüne kadar, enflasyonun zaman zaman hedef aralığının üzerinde ya da altında seyretmesine rağmen, hiçbir dönemde bu yola başvurulmadığı görülmektedir.¹⁸

¹⁸ Olcay Yücel Çulha, Neslihan Kaya, age, s.1-2.

Tablo 3 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hesap Verme Mekanizmaları¹⁹

Ülkeler	Enflasyon Raporu/Para Politikası Raporu	Hükümetin / Parlamentonun Bilgilendirilmesi	Para Politikası Karar Alma Toplantısı Özetlerinin Açıklanması	Yıllık Rapor	Hedefin Aşılması Durumunda Özel Rapor Hazırlanması
Avustralya	Yılda 4 kez	Bilgilendirme yükümlülüğü var	✓	✓	-
Brezilya	Yılda 4 kez	Bilgilendirme yükümlülüğü var	✓	✓	Hedef aşıldığında takip eden yılın Ocak veya Şubat ayında Maliye Bakanı'na mektup yazılıyor.
Çek Cumhuriyeti	Yılda 4 kez	Yılda en az 2 kez	✓	✓	-
Endonezya	Yılda 4 kez	Yılda 1 kez	Açıklanmıyor	✓	Hedef aşıldığında takip eden yılın Şubat ayına kadar Hükümet'e açıklayıcı bir rapor veriliyor. Daha sonra Hükümet ve Banka bir açık oturum düzenleyerek Parlamento'ya bu konuda sunuş yapıyor.
Filipinler	Yılda 4 kez	Yılda 4 kez	✓	✓	Hedef aşıldığında takip eden yılın Ocak ayı içerisinde Devlet Başkanı'na mektup yazılıyor.
Güney Afrika	Yılda 2 kez	Yılda 1 kez	✓	✓	-
İngiltere	Yılda 4 kez	Yılda 3 kez	✓	✓	Hedef aşıldığında o ay Maliye Bakanı'na açık mektup yazılıyor. Birbirini izleyen aylarda hedef aşılsa bile, yeni bir mektubun yazılması için en az 3 ay geçmesi gerekiyor.
İsrail	Yılda 4 kez	Gerekli görüldüğünde	✓	✓	-
İsveç	Yılda 3 kez ¹	Yılda 2 kez	✓	✓	-
İzlanda	Yılda 2 kez ²	-	✓	✓	Hedef aşıldığında o ay Hükümet'e rapor yazılıyor.
Kanada	Yılda 2 kez ²	Yılda 2 kez	Açıklanmıyor	✓	-
Kolombiya	Yılda 4 kez	Yılda 2 kez	✓	-	-
Güney Kore	Yılda 2 kez	Yılda en az 2 kez	✓	✓	-
Macaristan	Yılda 2 kez ²	Yılda 1 kez	✓	✓	- ³
Meksika	Yılda 4 kez	Yılda 3 kez	Açıklanmıyor	✓	-
Norveç	Yılda 3 kez	Gerekli görüldüğünde	Açıklanmıyor	✓	-
Peru	Yılda 4 kez	Bilgilendirme yükümlülüğü var	Açıklanmıyor	✓	-
Polonya	Yılda 3 kez	Yılda 1 kez	✓	✓	-
Romanya	Yılda 4 kez	-	Açıklanmıyor	✓	-
Şili	Yılda 3 kez	Bilgilendirme yükümlülüğü var	✓	✓	-
Tayland	Yılda 4 kez	Yılda 2 kez	Açıklanmıyor	✓	-
TÜRKİYE	Yılda 4 kez	Yılda 2 kez	✓	✓	Hedef aşıldığında takip eden yılın Ocak ayı içerisinde Hükümete bir mektup yazılıyor.
Yeni Zelanda	Yılda 4 kez	Yılda 4 kez	Açıklanmıyor	✓	-

1. Ek olarak yılda üç kez raporun güncellemesi yayımlanıyor.
2. Ek olarak yılda iki kez raporun güncellemesi yayımlanıyor.
3. Hükümet ve Merkez Bankası arasında yapılan anlaşmaya göre, Merkez Bankası her yıl Şubat ayında önceki yılın enflasyon performansına ilişkin bir basın duyurusu yayımlamakla yükümlüdür.

¹⁹ Ülke Merkez Bankaları sayfalarından aktaran: Olcay Yücel Çulha, Neslihan Kaya, age, s.3.

1.1.4.4. Güçlü ve Gelişmiş Finansal Piyasalar

Aktarım mekanizmasının iyi çalışabilmesi, diğer bir ifadeyle merkez bankası faiz kararlarının enflasyonu istenildiği düzeyde ve istikrarlı bir şekilde etkileyebilmesi için finansal sistemin temellerinin güçlü olması, sağlam bir bankacılık sektörü ile gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının bulunması gerekmektedir. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerin, enflasyon hedeflemesi stratejisini tasarlarken sağlam finansal kurumların oluşturulması ile finansal piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesine yönelik gerekli reformları yapması önem taşımaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde para politikasının karşılaşmakta olduğu zorluklardan birisi de olası bir parasal sıkılaştırma sonrasında bunun finansal sistemdeki sorunları derinleştirme kaygısıdır. Özellikle bankacılık sisteminin zayıf olması halinde, merkez bankası kısa vadeli faizlere ilişkin kararlarını alırken, bu kararın bankacılık sektörü ve finansal sistemin tümü üzerindeki etkilerini de hesaba katmak durumunda kalabilmektedir. Bir diğer ifadeyle, merkez bankası, fiyat istikrarı hedefi ile finansal istikrar arasında bir ikilem yaşayabilmektedir. Bu nedenle, merkez bankası enflasyonu kontrol altına almak için ihtiyaç duyulan faiz değişikliklerine gidemeyebilmektedir. Fraga, Goldfajn ve Minella bu durumu “finansal baskınlık” olarak adlandırmaktadır. Buna göre, güçsüz ve kırılgan bir finansal yapının varlığı, para politikasının nominal çıpa olan enflasyon hedefine ulaşılması amacına yönelik olarak uygulanamayacağı beklentisinin oluşmasına ve ekonomik birimlerin kararlarını bu yönde almalarına neden olabilmektedir. Nitekim, Goldfajn ve Gupta bankacılık kriziyle karşı karşıya kalan bir merkez bankasının, sıkı bir para politikası izlemeyi tercih etmesinin daha düşük bir olasılık olduğunu, sıkı para politikası izlemesi halinde başarılı olma şansının daha az olduğunu ortaya koymaktadır.²⁰

²⁰ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s. 27.

Finansal piyasaların sıkı olması risk primindeki dalgalanmaları artıran bir diğer unsur olmakta ve finansal varlıkların fiyatlanmasında güçlük yaratmaktadır. Bu ve benzeri nedenlerden dolayı, gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları ile iktisadi birimlerin kararlarında etkili olan uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişki yeterince güçlü olmayabilmektedir. Bu da, merkez bankasının iktisadi birimlerinin harcama, tüketim, yatırım gibi kararlarını etkileme gücünü sınırlayarak aktarım mekanizmasını zayıflatmaktadır.²¹

Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların yeterince derinleşmemiş olması, hükümetlerin de yerel piyasalardan borçlanmasını zorlaştırabilmektedir. Özellikle düşük gelirli ülkelerde yurt içi servet birikiminin sınırlı olması ve finansal piyasaların küçüklüğü, kamu finansmanının esnekliğini azaltmakta ve kamunun senyoraj gibi gelir kaynaklarına bağımlılığını artırmaktadır. Bu da mali baskınlık sorununun bir boyutunu oluşturmaktadır. Diğer bir ifadeyle, finansal baskınlık ve mali baskınlık birbirleri ile etkileşim halinde olan unsurlar olarak ortaya çıkmaktadır.²²

1.1.4.5. Düşük Mali Baskınlık

Mali baskınlık yüksek düzeydeki kamu borcunun merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak aktarım mekanizmasının istenildiği gibi çalışmasını engellemesi ve böylece para politikasının etkinliğini azaltmasını anlamına gelmektedir.

Geleneksel aktarım mekanizmasına göre merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek toplam talep koşullarını ve dolayısıyla enflasyonu etkilemeyi amaçlamaktadır. Bunun yanı sıra, açık ekonomilerde merkez bankasının faiz oranlarını artırmasının, yerli para cinsinden varlıklara talebi artıracığı için, döviz kurunun değerlenmesine yol açacağı ve böylece

²¹ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s. 27-28.

²² A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s. 28.

enflasyonda düşüşe neden olacağı öngörülmektedir. Ancak, borç stokunun önemli bir bölümünün döviz cinsinden ya da dövize endeksli olduğu veya yatırımcıların riskten kaçınma eğilimlerinin yüksek olduğu bir ortamda faiz oranlarının artması, borç yükünün daha da ağırlaşmasına yol açarak borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları artırabilmektedir. Bu durumda, olası bir faiz artışı, risk primini yükseltebilmekte ve iktisadi birimlerin yerel hükümete borç verme isteğini azaltarak sermaye çıkışlarına neden olabilmektedir. Bu da yerli paranın değer kaybına yol açarak enflasyonun yükselmesine neden olabilmektedir. Dolayısıyla, yüksek borç yüküne sahip olan bir ekonomide, enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde kullanılan politika araçları, öngörülenin tam aksi yönde sonuçlara yol açabilmektedir. Örneğin, böyle bir ekonomide, merkez bankası enflasyonun hedeflerin üzerine çıkmasına tepki olarak faiz oranlarını yükselttiğinde, maliye politikalarının faiz dışı bütçe fazlasını yeterince artıramaması durumunda, kamu borç stoku kontrolden çıkabilmekte ve nihayetinde daha fazla fiyat artışı gerekebilmektedir. Sonuç olarak, uygulanmakta olan para politikasının etkilerini en iyi şekilde öngörebilmek için, faiz kanalının hangi yönden daha baskın olacağına dair bilgi sahibi olunması son derece önemlidir.²³

Mali baskınlığın aktarım mekanizması üzerindeki bir diğer etkisi, risk priminde keskin dalgalanmalara yol açarak temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları ile piyasalardaki orta ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkiyi zayıflatmasıdır. Normal şartlar altında, piyasa faizlerinin merkez bankasının belirlediği faiz oranlarına ilişkin beklentilere göre belirlenmesi gerekmektedir. Ancak kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların sürekli gündemde olduğu bir ekonomide, risk primi bu duruma çok duyarlı olmakta ve merkez bankasının uzun vadeli faizler üzerindeki etkinliği azalmaktadır. Böyle ekonomilerde, uzun vadeli faiz oranları ve fiyat seviyesi daha çok bireylerin gelecekteki maliye politikalarına, hükümet bütçesine ve borcun sürdürülebilirliğine ilişkin beklentileri ile şekillenmektedir. Dolayısıyla, kamu borç stokunun yüksek olduğu ülkelerde, kısa dönemli faiz oranlarını

²³ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s. 25-26.

değiştirerek toplam talebi ve dolayısıyla enflasyonu kontrol etmek oldukça zorlaşmakta ve bahsedilen ilişkiler büyük ölçüde zayıflamaktadır.²⁴

Bu nedenlerle mali disiplinin sağlanması ve mali baskınlığın düşük olması enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olabilmesi için bir önkoşuldur. Dolayısıyla mali baskınlığın ciddi sorun teşkil ettiği ülkelerde, enflasyonla mücadelede para politikasının yanı sıra, etkin maliye politikaları da önem kazanmaktadır.

1.1.4.6. Teknik Altyapının Sağlanması

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin veri gereksinimi, alternatif stratejilere kıyasla daha fazladır. Bu bağlamda, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi stratejisindeki başarısı, ekonomik ve finansal verilere, analitik kapasiteye, tahmin üretme ve modelleme kapasitesine ve aktarım mekanizmasına ilişkin yeterli bilgiye sahip olmasına bağlıdır. Enflasyon tahminlerinin enflasyon hedeflemesi stratejisi açısından rolü dikkate alındığında, tüm bu unsurların kritik önem taşıdığı ortaya çıkmaktadır. Merkez bankası, gelecekteki enflasyonu başarılı bir şekilde öngörebilmek için geniş bir bilgi seti oluşturmalı ve güçlü tahmin modelleri geliştirmelidir.²⁵

Kohler'e göre, bu kapsamda uzun dönemli ve yoğun bir veri tabanının varlığının sağlanması gerekmektedir. Bu veri tabanında fiyat endeksleri kadar, gayrimenkul fiyatları, borsa endeksleri ve türev piyasaların getirileri gibi ileriye dönük göstergelere ait sağlıklı verilerin olması şarttır. Ayrıca Kohler, ülkedeki istatistik kurumunun da merkez bankası gibi bağımsız olması ve merkez bankasıyla koordinasyonunun iyi olmasının hedeflemenin başarısı için önem taşıdığını ileri sürmektedir.²⁶

²⁴ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s. 26.

²⁵ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s. 21.

²⁶ Gülsün Gürkan Yay, "Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi," *İktisat Dergisi*, sayı 470-471, Şubat-Mart 2006, s.14.

1.1.5. Avantajları ve Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesinin sahip olduğu temel avantajlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:²⁷

- Para politikasının uygulanmasında şeffaflığı artırmaktadır.
- Alternatif politikalara göre daha anlaşılır bir politikadır.
- Merkez bankalarının belirlenen enflasyon hedefine ulaşmaları için güvenilirliğini ve hesap verilebilirliğini artırmaktadır.
- Para otoritelerinin fiyat istikrarı hedefine ulaşmaları için gerekli tüm bilgiyi kullanmalarını sağlamaktadır. Stratejinin başarısı sadece para ile enflasyon arasındaki ilişkiye bağlanmamakta, ulaşılabilir tüm veri setleri göz önüne alınarak para politikası araçları tespit edilmekte ve kullanılmaktadır.
- Para politikasının ulusal ekonomideki şoklara ağırlık vermesini sağlamaktadır.
- Enflasyon ve enflasyon beklentileri için parasal çıpa sağlamaktadır.
- Merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanmalarında ve kontrol etmelerinde bağımsız olmalarını sağlamaktadır.
- Para politikasının operasyonel olarak uygulanmasına yardımcı olmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin sahip olduğu temel dezavantajlar şu şekilde sıralanabilir:²⁸

- Çok katı ve tavizsiz olarak uygulanması gerekli bir politikadır.
- Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde enflasyon oldukça yüksek seviyelerden aşağıya indirildiğinde, enflasyon tahmini zorlaşmakta ve tahmin hatalarından dolayı hedef tam tutturulamayabilmektedir.
- Diğer para politikası stratejileriyle karşılaştırıldığında etkin olmayan bir üretim dengesine (inefficient output stabilization) yol açmaktadır. Bu

²⁷Melike Alparslan, Pelin Ataman Erdönmez, “Enflasyon Hedeflemesi ve Ülke Uygulamaları”, **Bankacılar Dergisi**, 35.sayısı, Aralık 2010, s.8-9.

²⁸Melike Alparslan, Pelin Ataman Erdönmez, age, s.8-9.

durum özellikle önemli arz şoklarında (petrol fiyatındaki ani değişiklikler gibi) kendini göstermektedir.

- Kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandırabilir.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması için gerekli olan döviz kuru esnekliği, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, döviz kurundaki oynaklıklar sebebiyle finansal istikrarsızlığa neden olabilir.

1.2. PARA POLİTİKASI KURALI

1.2.1. Kurala Dayalı- İhtiyari Para Politikaları

Para politikasının yürütülmesinde kurala dayalı politikalar (rules-based policy) - takdir yetkisine dayalı (ihtiyari, duruma uygun- discretionary policy) politikalar ayrımı literatürde uzun yıllardır süregelen, merkez bankalarının para politikalarını uygularken bir kurala bağlı kalıp kalmayacağı hususu ise önemle tartışılan konulardan biri olmuştur. Para politikası stratejilerinin seçimi, bir anlamda para politikalarının kurala dayalı yönetimi ile kurala dayalı olmayan yönetimi arasında bir tercihi yansıtmaktadır. Bir yanda para otoritesinin para politikasını konjonktürün gerektirdiğine inandığı şekilde özgürce tasarlayıp uygulamasını savunanların, öte yanda ise para otoritesinin özgürlüğünün önceden açıklanan kurallarla kısıtlanmasını önerenlerin yer aldığı bu bölünme kamuoyuna Keynesyen ve monetarist doktrinle yansımıştır. İstikrarın sağlanmasında, para politikasının ihtiyari ya da kurala dayalı politikalardan hangisine dayandırılması durumunda etkinliğin sağlanacağına dair yürütülen tartışmalar, öne sürülen ve geliştirilen para politikası kurallarından hangisinin en iyi kural olduğu tartışmalarını da beraberinde getirmiştir.

Para politikası kuralı, merkez bankası tarafından yürütülen para politikasının bazı temel prensiplere bağlanmasıdır. Kurala uygun politikalar yürütülürken, belirlenen prensipler doğrultusunda para otoritelerinin kendi

yargıları bertaraf edilmekte, hatta kurallar para otoriteleri tarafından izlenen amaçları sınırlamak için kullanılabilmektedir.

Kurala dayalı politikaları savunanlar para politikalarında ihtiyari para politika uygulamalarının keyfiliğe yol açacağını, özellikle de siyasilerin para politikalarına müdahalesi ile iktisadi ortamın daha da kötüye gideceğini öne sürmektedirler. İhtiyari politikaların uygulanması toplumda enflasyonist beklentileri artırarak enflasyon eğilimini artırabilmekte, hiçbir kurala bağlı politikayı öngörmeyen merkez bankaları ise sürpriz parasal genişlemelere gidebilmekte ve bu genişleme enflasyona yol açabilmektedir.²⁹

Politika kuralları, ihtiyari politikalara göre önemli avantajlara sahiptir. Eğer ekonomik birimler ileriye dönük beklentilere sahipse, bu durumda gelecekteki politika hareketlerinin ne olacağını gösteren politika kurallarına ihtiyaç duyulur. Bir politika kuralı olmaksızın bu beklentileri tahmin etmenin herhangi bir yolu yoktur. Bundan başka politikaların kurala dayalı olmasını gerektiren bir çok neden vardır. Bu nedenler beş temel grupta incelenebilir³⁰:

- **Zaman Tutarsızlığı:** Kurala ve duruma uygun politika arasındaki analitik ayırım zaman tutarsızlığı literatüründe tartışılmaktadır. Zaman tutarsızlığı konusu, Kydland-Prescott, Barro-Gordon ve Calvo tarafından geliştirilmiştir. Yazarlar çalışmalarında, duruma uygun politikaların ekonomik istikrarsızlığa yol açabileceğini, bu nedenle bugünkü ve gelecekteki para politikalarının kurala göre belirlenmesi gerektiğini savunmuşlardır. Zaman tutarsızlığı problemi bir politika kuralının kullanımını gerektirmektedir. Zaman tutarsızlığı sorununun ortaya çıkma sebebi ücretlerin ve fiyatların belirlenmesi sürecinde gelecekte izlenecek para politikası ile ilgili bekleyişlerin belirleyici bir rol oynamasıdır. Politika kararlarının tartışılmasının başlangıç noktası,

²⁹ Ben Bernanke, Frederic Mishkin, "Central Bank Behaviour and the Strategy of Monetary Policy: Observation From Six Industrialized Countries", **NBER Macroeconomics Annual**, Vol:7, 1992, s.184.

³⁰ Bengül Gülümser Kaytancı, "Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Nisan 2008, s.13-14.

genellikle özel sektör beklendişlerinin veri olduğunun varsayılmasıdır. Söz konusu beklendişler sabitken, politika kararlarını alanlar beklenenden daha genişletici bir para politikası izleyerek üretimi canlandırabileceklerini (veya işsizliğı düşürebileceklerini) bilirler. Sonuçta enflasyondan daha çok üretim cephesi ile ilgilenen karar alıcılar, beklenenden daha yüksek düzeyde genişlemeci bir para politikası izleme eğilimi içinde olacaktır. Oysa işçiler ve firmalar ücret ve fiyatlarla ilgili kararlarını izlenecek politika konusundaki beklendişlerine dayandırdıkları için, karar alıcıların genişlemeci para politikaları izleme eğiliminde olduklarının farkına varırlar ve onlar da enflasyonla ilgili beklendişlerini yükseltirler. Sonuçta ücretler ve fiyatlar yükselir. Söz konusu zaman tutarsızlığı modellerinin genel olarak sonucu şu şekilde özetlenebilir: Para politikası kararlarını alanların firmaları ve işçileri sürekli şaşırtması mümkün değildir. Dolayısıyla bu tür genişlemeci bir para politikası stratejisi ortalama anlamda daha yüksek bir üretim düzeyi yaratmamakta ancak daha yüksek bir enflasyon ile sonuçlanmaktadır. Zaman tutarsızlığı literatüründe kural, dinamik bir optimizasyon problemindeki optimal çözüm, duruma göre politikalar ise tutarsız, aldatıcı veya miyopik çözüm olarak ifade edilmektedir.

- **Açıklık:** Eğer politika kuralının anlaşılması kolay olursa, para politikası kararlarının ekonomik birimlere açıklanması daha basit olabilir. Bir para politikası kuralına bağılı olmaksızın, belirli bir dönemde alınan bir para politikası kararının nedenini açıklamak oldukça güçtür.
- **Daha az politik baskı:** Kurala göre politikalar, duruma göre politikalarından daha az politik baskıya tabidir. Eğer para politikası duruma göre yürütülürse politikacılar para politikası kararlarına müdahale edebilirler. Pek çok koşul karşısında, politika araçlarının ne şekilde kullanılması gerektiğini gösteren bir politika kuralı, her an değişen koşullar karşısında daha az politik baskıya maruz kalır.

- **Belirsizliği azaltma:** Para politikası kuralı gelecekteki politika uygulamalarını daha acık bir şekilde tanımlayarak belirsizliği azaltır.
- **Enflasyonist bekleyişleri engelleme:** İhtiyari politikalar uygulandığında ekonomik birimlerin enflasyonist bekleyişlerini engellemek olanaksızdır. Piyasadaki oyuncuların merkez bankasının fiyat istikrarının yanı sıra diğer değişkenleri de izlediğini bilmesi ve izlenen değişkenlerde bir değişiklik olması durumunda ekonomiye müdahale edeceğine dair beklenti oluşturması, piyasalarda belirsizliği arttırmakta ve enflasyon beklentisinin hedeflenen enflasyonun üzerine çıkmasına neden olmaktadır. Merkez bankalarının izleyeceği politikaların daha tahmin edilebilir olması, ekonomiye dair beklentilerin yönetilmesi anlamında büyük fayda sağlamaktadır. Böylesi bir tahmin edilebilirliği başarmanın en basit yolu ise, merkez bankalarının oluşturdukları politikalarda belli kuralları izlemesinden geçmektedir.

Öte yandan, ihtiyari politikalar uygulandığında politikanın kümülatif etkisi değil, sadece uygulandığı dönem üzerindeki etkisi göz önünde bulundurulmakta, politikaların her yeni konjonktüre göre yeniden belirlenmesi sebebiyle dönemler arası tutarlılık sağlanamamakta ve kıyaslama yapılamamaktadır.

İhtiyari politikaları savunanlar genellikle hem ulusal hem de uluslararası ölçekte iktisadi yapıların birbirinden farklı ve değişim içerisinde olduğunu, her bir farklı duruma göre farklı bir politika uygulanması gerektiğini ileri sürmekte ve ihtiyari politikaları daha güvenilir bulmaktadırlar. Turnovsky'e göre para otoriteleri her bir dönemde o dönem için en iyi sonuç verecek araçları seçerek politikalarını oluşturmalıdır. Bu görüşe göre, ihtiyari politikalar daima daha iyi sonuçlar verecektir. İhtiyari para politikası uygulamasını savunanlara göre, kurala bağlı politikalar öncelikli hedefinin enflasyon olması sebebiyle büyümeyi dikkate almamakta ve dolayısıyla reel ekonomide istikrarsızlığa yol açmaktadır. Bunun yanında kurala bağlanmış

politikaların sadece önceden belirlenmiş hedeflere odaklanıldığından değişen durumlara karşı esnek olmaması önemli bir eksiklik olarak görülmektedir.

1.2.2. Enflasyon Hedeflemesi- Kural İlişkisi

Enflasyon hedeflemesinin bir para politikası kuralı çeşidi olarak tanımlanıp tanımlanamayacağı konusunda görüş farklılıkları vardır. Bu görüşler iki gruba ayrılabilir. Svensson tarafından temsil edilen birinci grupta yer alan görüşe göre, enflasyon hedeflemesi optimizasyon probleminden türetilen hedefsel bir para politikası kuralıdır. Svensson'a göre, hedefsel para politikası kuralları (targeting rules), hedeflenen değişkenlerin değeriyle bu değişkenlerin hedeflenen değerleri arasındaki farkın, merkez bankasının kayıp fonksiyonunda minimize edilmesi esasına dayanmaktadır.³¹

İkinci grupta yer alan görüşlerde ise (Bernanke vd.) enflasyon hedeflemesi kural benzeri bir para politikası stratejisi olarak tanımlanmaktadır. Kural benzeri stratejiler, yapılarında bulunan ileriye dönük olma durumu (forward looking) nedeniyle, bir yandan merkez bankalarını uzun vadede arzu edilmeyen sonuçları olan politikaları sistematik olarak uygulamaktan alıkoyarken, diğer yandan öngörülmemeyen durumlara yönelik politika uygulamalarına da izin vermektedir. Kural benzeri para politikası stratejilerinde, enflasyonun yanı sıra reel ekonomi ile ilgili amaçlara da yer verilmektedir. Aksi halde arz yönlü şoklar nedeniyle reel ekonominin istikrarsızlaşacağı vurgulanmaktadır.³²

Son dönemde literatürde para politikalarının kural benzeri bir çerçevede belirlenmesi görüşü ağırlık kazanmıştır. Buna göre para politikaları, fiyat istikrarının sağlanacağına dair taahhüde bağlı kalmak şartıyla, zaman zaman duruma göre hareket edilebildiği kurallar çerçevesinde yürütülmelidir. King çalışmasında bu bakış açısına en uygun

³¹Nejla Adanur Aklan, Mehmet Nargeleçekenler, "Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 63-2, s.27.

³² Nejla Adanur Aklan, Mehmet Nargeleçekenler, age, s.27.

para politikası stratejisinin enflasyon hedeflemesi olduğunu savunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi iki ayrı unsuru bir araya getirmektedir. Bunlar; orta vadede enflasyon için sayısal bir hedef belirlenmesi ve kısa vadede ekonomik şoklara cevap verebilmesidir.³³

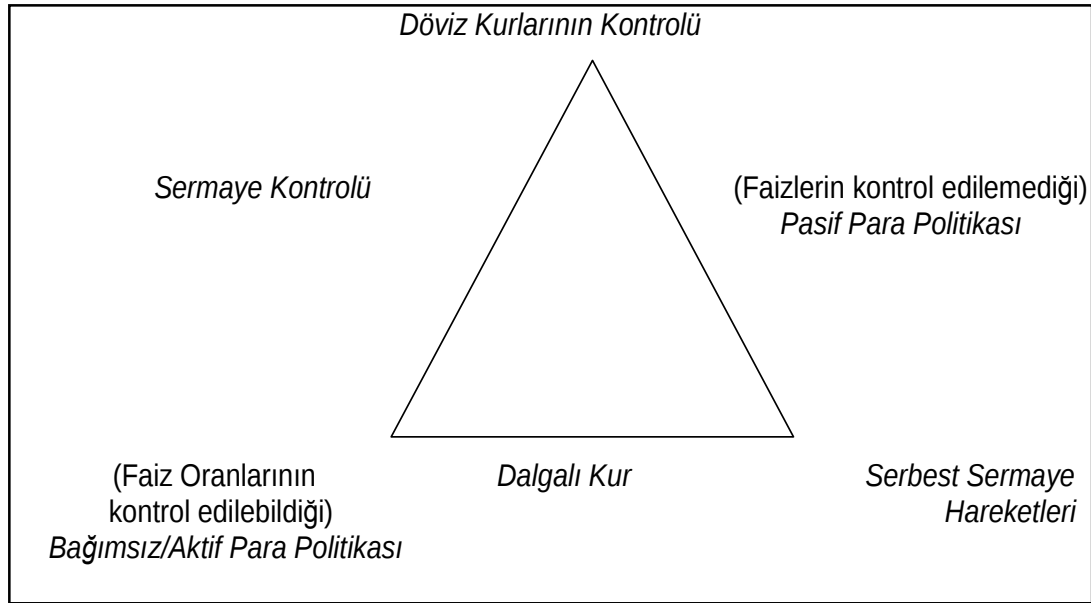
1.2.3. Taylor Kuralı

Taylor'a göre, gelişmekte olan ülkeler sabit döviz kuru rejiminden dalgalı döviz kuru rejimine geçtiklerinde, imkansız üçlü hipotezinin (Grafik 1) gereği olarak sermaye hareketlerinin serbest bırakmakta ve kurala dayalı aktif bir para politikası uygulamaktadırlar. Çünkü imkansız üçlü hipotezine göre bir ülkede hem sermaye hareketlerinin serbest olması hem bağımsız para politikası hem de istikrarlı bir döviz kuru aynı anda gerçekleşmemektedir.³⁴ Döviz kurunun parasal çıpa alınması ekonomik konjonktürün yaratacağı gelir ve üretim dalgalanmalarına karşı para politikasını kullanma yolunu kapamak anlamına gelmektedir. Hatta bazı özel koşullarda, döviz kurunda arzulanan istikrarın bedeli para politikasının iç ya da dış şokların olumsuz etkilerini daha da büyütmesi şeklinde ödenebilmektedir. Kanuni para hükümetlere ekonomik konjonktürün reel ekonomide yol açabileceği üretim kayıplarını asgariye indirmek için para basma olanağı verirken, kur çıpası bu olanağı kullanılamaz hale getirmektedir.³⁵

³³ Nejla Adanur Aklan, Mehmet Nargeleçekenler, age, s.30.

³⁴ J.B. Taylor, "Discretion Versus Policy Rules in Practice", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**,39, 1993, s.195-214.

³⁵ Asaf Savaş Akat, "Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi", **Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2004, s.5.



Grafik 1 İmkansız Üçlü Hipotezi

Günümüzde iktisatçıların, politika uygulayıcılarının ve finansal kesimin en çok dikkatini çeken politika kurallarından biri de Taylor Kuralı'dır. Kural, John Taylor tarafından, ABD için önerilen basit para politikası olarak literatürde yer almaktadır. Kısa vadeli nominal faiz oranı ile enflasyon ve üretim açığı arasındaki ilişkiye dayanan Taylor Kuralı, **Merkez Bankası Faiz Reaksiyonu** olarak da adlandırılmaktadır.

Taylor Kuralı bir merkez bankasının makroekonomik faaliyetlerinde ve enflasyonun gelişiminde, sistematik bir biçimde politika aracı olarak faiz oranını nasıl ayarlayacağını gösteren bir kuraldır. Kural, para politikası aracı olarak kısa vadeli para piyasası faiz oranını kullanarak enflasyonda ya da ekonomik konjonktürde oluşabilecek istenmeyen eğilimler karşısında para politikasının tepkisini sistematikleştirmekte ve böylece para otoritelerinin tavrının önceden bilinmesini sağlamaktadır.

Kuralda, para politikası aracındaki yani para piyasası kısa vadeli nominal faiz oranındaki değişim; enflasyonun hedeflenen değerinden, üretimin ise potansiyel düzeyinden sapmasına göre belirlenmektedir. Taylor'a göre, enflasyonun hedeflenen değerini, üretimin ise potansiyel düzeyini

aşmasının nedeni talep baskısıdır. Talep baskısının önlenmesi konusunda ise nominal faiz oranlarının bir politika aracı olarak kullanılmasını önermektedir.³⁶

Taylor Kuralı hem enflasyon hem de üretim istikrarına yönelik merkez bankaları için uygun bir para politikası kuralıdır. Reaksiyon fonksiyonunda yer alan enflasyon açığı katsayısı, enflasyon hedefi ile para politikası aracı olarak kullanılan değişken arasındaki bağlantıyı göstermektedir. Benzer bir de üretim açığı katsayısı da nominal faiz oranı ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki ilişkileri ortaya koymaktadır.³⁷

Merkez bankasının faiz belirleme süreci makroekonomik istikrarın sağlanmasında önem verilen amaçlara yönelik bilgiler sağlamaktadır. Uygulanacak olan para politikalarının bir para politikası kuralı çerçevesinde yürütülmesi, Taylor'un çalışmasını takiben literatürde önemli bir tartışma alanı bulmuştur. Bu doğrultuda yapılan ampirik çalışmalarda bazı ülkelerde faiz oranlarının belirlenmesinde kural doğrultusunda hareket edildiğine dair sonuçlara ulaşılmıştır.

Taylor, bir formülasyonla ifade ettiği kuralı için, merkez bankalarının bu para politikası kuralını mekanik bir tarzda uygulamamaları gerektiğini, para politikası kuralının ekonomik koşullardaki değişmelere göre ayarlanabileceğini belirtmiştir. Bu kapsamda Taylor Kuralı nominal çığaya esnek bağlanan bir para politikası kuralıdır.

Taylor, kısa vadeli faiz oranını (i_t^*) enflasyon oranının (π_t) hedeflenen (π_t^*) değerden sapması ve üretim açığının (y_t) bir fonksiyonu olarak tanımlamıştır. Bu çerçevede faiz reaksiyon fonksiyonu aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$i_t^* = r + \pi_t + \beta(\pi_t - \pi_t^*) + \gamma(y_t)$$

³⁶ Melek Astar, **OECD Ülkelerinde Taylor Kuralı'nın Geçerliliğinin Logit Modelleri ile İncelenmesi**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2009,s.17.

³⁷ Nejla Adanur Aklan, Mehmet Nargeleçekenler, age, s.28.

Reaksiyon fonksiyonunda,

π_t =içinde bulunulan dönem dahil olmak üzere son 4 çeyreğin (yıllık) ortalama enflasyon oranını

r = söz konusu faize ilişkin reel faiz denge değerini

π_t^* = t dönemi enflasyon hedefini

y_t =üretim açığını (100x (reel GSYİH-potansiyel GSYİH) / potansiyel GSYİH)

β =enflasyon hedeflenen değerinden saptığında, faiz oranının ne kadar değişmesi gerektiğini gösteren enflasyon tepki katsayısını

γ =üretim potansiyel düzeyinden saptığında, faiz oranının ne kadar değişmesi gerektiğini gösteren büyüme tepki katsayısını temsil etmektedir.

Taylor Kuralı'nda, fiyat hareketlerinden arındırılmadığı için reel faiz düzeyini göstermeyen ve piyasada uygulanan cari faiz oranını yansıtan nominal faiz oranı kullanılmaktadır. Kuralda, nominal faiz oranının tercih edilmesinin en büyük sebebi; merkez bankası tarafından izlenebiliyor olmasıdır. Merkez bankası, kamu kağıtlarının alınıp satılması ile nominal faiz oranlarını büyük ölçüde etkileyebilmektedir. Bu da, en azından kısa dönemde merkez bankasının nominal faiz oranını kontrol altında tutabildiğinin göstergesi olmaktadır.³⁸

Reel faiz oranı nominal faiz oranının enflasyondan arındırılarak hesaplanmasıdır. Kuralda enflasyon ve üretim düzeyi hedeflenen düzeyde olsa bile para otoritelerinin reel faiz oranını belirleme zorunluluğu vardır. Nominal faiz oranları kolayca ölçülebilirken; reel faiz oranının ölçümü piyasaların enflasyon beklentilerinin ölçümünü gerektirdiği için daha zordur. Bu nedenle faiz oranını ölçmede merkez bankaları kısa dönemde bazı sorunlarla karşılaşabilmektedir. Normatif kavram olarak da reel faiz oranının ne olacağını belirlemek zordur.³⁹

³⁸ Melek Astar, age, s.28.

³⁹ Melek Astar, age, s.28.

Gözlenemeyen bu değişkenin belirlenmesinde genelde değişkenlerden birine değer vererek bir diğerini tahmin etme yöntemi kullanılmaktadır. Bu yöntem ışığında Rudebusch çalışmasında, reel faiz oranını IS eğrisi denklemini kullanarak hesaplamış ve orijinal Taylor Kuralı'na benzer şekilde %2,2 olarak bulmuştur. Bu oranı da bir sabit olarak Taylor Kuralı'nda kullanmıştır.⁴⁰

Kozicki de çalışmasında, denge reel faiz oranı tahminlerinin tahmin periyoduna bağlı olarak değişiklik gösterdiğini ve dolayısıyla denge reel faiz oranının sabit olamayacağını göstermiştir. Çalışmasında, denge reel faiz oranını ortalama Federal fon oranının ortalama enflasyondan farkı olarak hesaplamış ve Taylor Kuralı çerçevesinde incelemiştir.⁴¹

Reel faiz oranı kullanımı açısından bakıldığında, Rapach ve Weber de çalışmalarında, Kanada'nın da içerisinde yer aldığı birçok ülkeyi kapsayan araştırmada denge reel faiz oranlarının ölçümünde yapısal kırılmaları da tanımlamışlardır.⁴²

Taylor Kuralı'nda para politikası iktisadi birimlerin tüketim ve yatırım kararlarını etkileyen reel faiz oranı vasıtasıyla işler. Buna göre enflasyon oranı hedeflenen değerini aştığında veya üretim potansiyel düzeyin üzerine çıktığında, merkez bankası nominal faiz oranlarını reel faiz oranlarında yeterli artış sağlayacak büyüklükte yükselterek talep baskısını azaltır. Enflasyon tepki katsayısının $\beta > 1$, üretim tepki katsayısının $\gamma > 0$ olması bu politikanın uygulandığının göstergesidir. Aksi durum $\beta \leq 1$ ve $\gamma \leq 0$ Taylor prensibini sağlamayan bir para politikasının uygulandığının göstergesidir. $\beta \leq 1$ ve $\gamma \leq 0$ talep baskısını gidermeye yönelik olmayan ekonomiyi istikrarsızlaştıran bir faiz belirleme süreci olarak değerlendirilmektedir. Bazı çalışmalarda β parametresinin 1'den büyük değer almasının ekonomide belirsizliği

⁴⁰ Judd, J.P., G. Rudebusch, "Taylor's Rule and the FED: 1970-1997", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, no.3,1993, s.14.

⁴¹ Sharon Kozicki, "How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy?", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Second Quarter, 1999, s.5-33.

⁴² David E. Rapach, Christian Ernst Weber, "Are Real Interest Rates Really Nonstationary?", Seattle University Working Paper, 2001.

arttıracakı vurgulanmaktadır. Bunun nedeni, enflasyonun hedeflenen değerinden saptığı şartlarda, para politikası kuralının bir gereği olarak faiz oranlarındaki yükselmenin çıktıda neden olacağı azalmadır.

Denklemden merkez bankasının enflasyon tepki katsayısı olan β , enflasyonla mücadeleyi temel görevleri içinde kabul eden bir merkez bankası için pozitif olacaktır. Katsayı büyüdükçe enflasyona karşı duyarlılığın arttığını, sıfıra yaklaştıkça azaldığını; sıfır olması halinde ise para politikasının saptanmasında enflasyon düzeyinin etkisi olmadığı görülmektedir. Formülde γ ise merkez bankasının büyüme tepki katsayısıdır. Üretim açığı ile (işsizlikle) mücadeleyi görevleri arasında kabul eden bir Merkez Bankası için bu katsayı pozitif olacaktır. Katsayı büyüdükçe üretim açığına (işsizliğe) karşı duyarlılığın arttığını, sıfıra yaklaştıkça azaldığını, sıfır olması halinde ise para politikasının saptanmasında üretim açığının (işsizliğin) etkisi kalmadığı görülmektedir. Ekonominin uzun dönem dengesinde, yani fiili enflasyonun hedef enflasyona eşit, milli gelirin de tam potansiyel milli gelir düzeyinde olması durumunda para politikası tarafsızdır. Bunun dışındaki durumlarda kuralın işleyişi iki katsayının aldığı değerlere yakından ilişkilidir. İki katsayının da pozitif (sıfırdan büyük) değerler aldığı anda, fiili enflasyon π_t enflasyon hedefi π_t^* 'ın üstünde ise, $(\pi_t - \pi_t^*) > 0$ olacağından faiz oranındaki artış fiili enflasyondaki artıştan büyük, dolayısıyla o faiz oranına tekabül eden fiili reel faiz, hedef reel faizden yüksektir. Enflasyondaki yükselme sonucu para politikası sıkılaşmıştır. Ters halde ise kural kendiliğinden reel faizde bir düşüşe yol açarak enflasyondaki gerilemeye paralel de para politikasını gevşetmektedir. Ceteris paribus, fiili milli gelir (y) potansiyel milli gelirin (y^*) üstünde ise, $(y - y^*) > 0$ olacağından, ekonomide talep baskısının oluşması sonucunda faiz oranları artarak, fiili reel faiz hedef reel faizin üzerine çıkmaktadır. Eğer ekonomide $(y - y^*) < 0$ ise, kural kendiliğinden reel faizde bir düşüşe yol açarak talepteki cansızlığı gevşek para politikası ile telafi etmektedir.

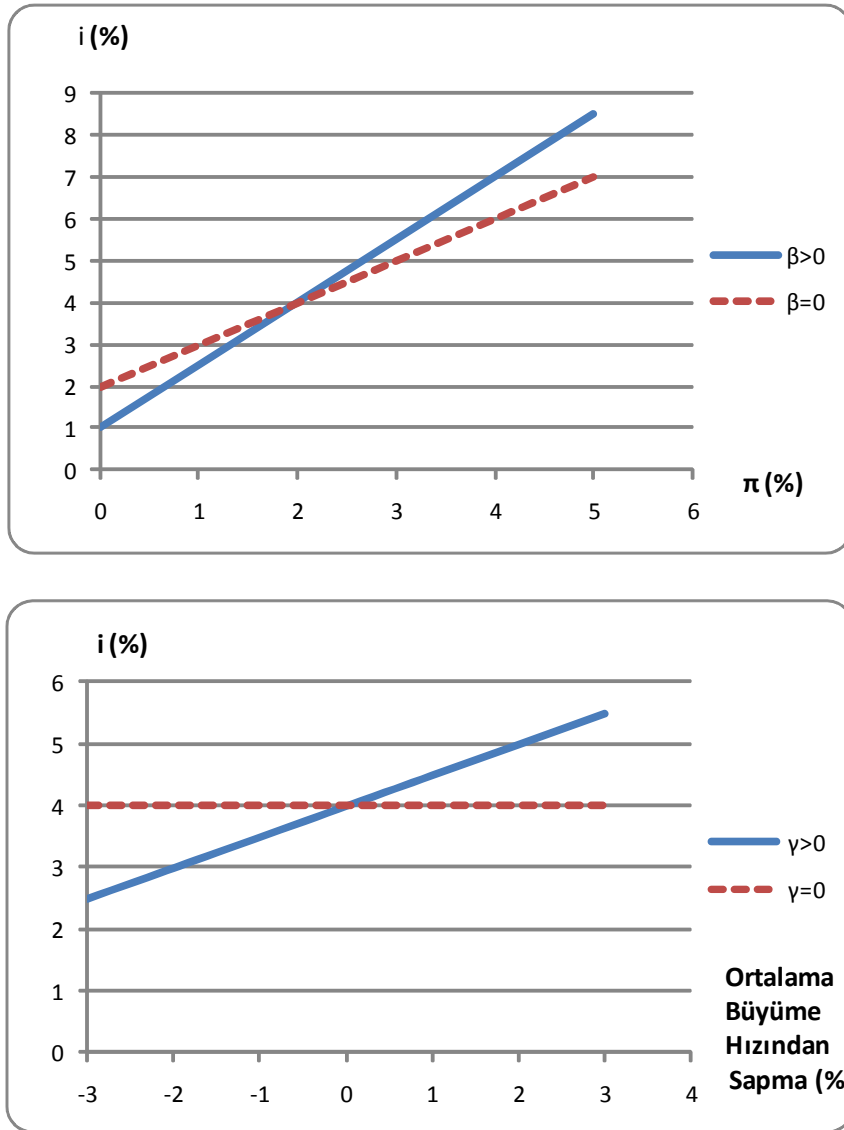
Taylor ABD ekonomisini incelediği orijinal çalışmasında, eşitlikteki katsayıların değerlerinin %0,5, reel faiz haddinin %2 olduğu sonucuna ulaşmıştır.

$$i_t^* = 2 + \pi_t + 0,5(\pi_t - 2) + 0,5y_t$$

Taylor'a göre, enflasyon oranının hedeflenen düzeyde (%2), GSYH'nın da potansiyel düzeyinde gerçekleşmesi durumunda, FED'in kısa vadeli nominal faiz oranı %4 seviyesinde, reel faiz oranı %2 düzeyindedir. Taylor enflasyonun hedeflenen değerinden 1 puan fazla olması veya üretim açığının potansiyel değerinin 1 puan üzerinde olunması durumunda ise reel faizlerin 0,5 puan artırılmasını öngörmektedir. Örneğin, enflasyonun %3 düzeyinde gerçekleşmesi ve çıktı açığının olmaması durumunda, FED nominal kısa vadeli faiz oranı 1,5 puan artırmakta ve %5,5 seviyesine yükselmekte, reel faiz oranını ise 0,5 puan artırarak %2,5 düzeyine çıkartmaktadır. Burada gözden kaçırılmaması gereken nokta, enflasyonun hedeflenen değerden 1 puan fazla olması durumunda reel faiz oranını 0,5 puan artırmak için nominal faizlerin 1,5 puan artırılmasının gerektiğidir.

Kurala göre, enflasyon hedeften 1 puan aşağıda çıktığında, FED nominal faiz oranını 1,5 puan, reel faiz oranını 0,5 puan düşürmekte; aynı şekilde üretim açığı 1 puan olunca nominal faiz oranını 1,5 puan ve reel faiz oranını 0,5 puan indirmektedir. Taylor Kuralı ile farklı enflasyon ve üretim açığı düzeylerinde elde edilen nominal faiz oranları izleyen grafiklerde gösterilmektedir. Üretim açığı mutlak GSYH düzeyleri yerine ortalama büyüme hızından sapma şeklinde ifade edilmiştir. Grafiklerdeki kesikli çizgiler reel faiz oranının enflasyon ve üretim açığı düzeyinden bağımsız olarak sabit kaldığı (tepki katsayılarının sıfır olduğu) durumu temsil etmektedir (Grafik 2).⁴³

⁴³ Asaf Savaş Akat, age, s.8.



Grafik 2 Taylor Kuralı'nda Faiz Oranı, Enflasyon ve Büyüme

Tepki katsayılarının değerleri, monetarist ve keynesyen para politikası kurallarına göre değişebilmektedir. Tepki katsayılarının eşit olduğu bir reaksiyon fonksiyonunda, para otoritesinin farklı iktisat politikası öğretilerine eşit mesafede durduğu anlaşılmaktadır. Ancak büyüme tepki katsayısının sıfırken enflasyon tepki katsayısının yüksek tutulduğu bir reaksiyon fonksiyonunda, para otoritesinin üretim açığını ihmal ederek yalnızca enflasyona odaklandığı ve dolayısıyla da saf monetarist kural doğrultusunda

hareket ettiği söylenebilir. Diğer taraftan, enflasyon tepki katsayısı sıfırken, büyüme tepki katsayısının yüksek seviyelerde olduğu bir reaksiyon fonksiyonunda ise, para otoritesi enflasyonu ihmal ederek üretim açığına odaklanmakta, dolayısıyla da Keynesyen bir kural izlemektedir.⁴⁴

1.2.4. Taylor Tipi Kurallar

Taylor Kuralı'nı takiben, birçok araştırmacı tarafından para politikasının başka bileşenlerini de açıklayabilmesi ya da kullanılan verilerin geçmiş, cari veya tahmini değerler gibi farklı verilerin kullanılabilmesi, orijinal Taylor Kuralı üzerinde farklılaşmalar yaratarak farklı kurallar oluşmuştur. Kısa vadeli faiz oranlarının, temel politika aracı olarak kullanıldığı bu kurallar Taylor'un çalışmasının ardından "Taylor tipi kurallar" adıyla anılmaya başlanmıştır. Kuralların ayrıntılarının belirlenmesi konusunda, iktisatçılar arasında tam bir görüş birliğinin sağlanmaması, zamanlama, ağırlıklandırma, düzeltme ve ölçüm konularının farklılıkları bu kuralların oluşumunda önemli rol oynamaktadır.

Taylor tipi kuralların oluşumuna neden olan görüşler ele alındığında ilk olarak, merkez bankası faiz oranlarının belirlenmesinde, ekonomik değişkenlerle ilgili zamanlamalardaki farklılıklar göze çarpmaktadır. Taylor Kuralı'nın merkez bankası faiz oranının belirlenmesinde üretim açığı ve enflasyon açığı için öngördüğü zaman dilimi, önceki dört çeyrektir. Bu dönemle ilgili verilerin toplanmasında eksikliklerin olacağı ileri sürülmektedir. İkinci olarak, Taylor Kuralı'nda üretim ve enflasyon açıkları 0,5 oranındaki bir ağırlıkla çarpılmaktadır. Bu ağırlıklar, para politikasının enflasyon hedefinden enflasyonun sapmasına ve üretimin potansiyel üretimden sapmasına duyarlılığını temsil etmektedir. Diğer bir görüş olarak da; potansiyel üretim ve üretimin ölçülmesi konusunda orijinal Taylor Kuralı'ndan farklılaşmalar söz konusu olabilmektedir.

⁴⁴ Asaf Savaş Akat, age, s.7.

Taylor Kuralı'na yöneltilen en önemli eleştirilerden biri olan enflasyon hedeflemesi stratejisinde gelişmekte olan ülkelere uygulanabilirliği konusu, kurala orijinalden farkı bileşenler eklenerek tahmin edilmesine neden olmaktadır.

Faiz oranlarının para politikası aracı olarak kullanıldığı para politikası kuralına yönelik literatür, kapalı ekonomi kapsamında gelişmiştir. Modeller daha sonra döviz kurunu da içerecek şekilde genişletilmiştir.

Orijinal kuralda kurların denkleme katılmaması ve kurların gelişmekte olan ülkelerde uluslararası ticarete olan bağılıktan dolayı özel bir öneme sahip olması, Taylor Kuralı'na eleştirel bir yorum getirmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi açısından bakıldığında, kurlar ekonomiyi iki ana yoldan etkiler.

Bu yollardan birincisi, kur oranlarının ithal malların fiyatını ve böylece enflasyonu etkilemesidir. İkincisi ise; kur oranının dünya piyasalarındaki yerel malların rekabet gücünü, dolayısı ile ekonomideki toplam talep seviyesini ve bununla birlikte talebin de enflasyonu etkilemesidir. Bu yüzden ki; Taylor Kuralı'ndaki bu eksikliği tamamlamak adına yapılan tahminlerden biri Greiber ve Herz tarafından yapılan çalışmada yer almaktadır. Çalışmada kurala nominal döviz kuru da eklenerek bir Taylor tipi kural oluşturulmuştur.⁴⁵

$$i_t^* = r + \pi_t + \beta (\pi_t - \pi_t^*) + \gamma (y_t) + \theta(e_t - e_t^*)$$

Oluşturulan bu formülde; döviz kurunun para politikası açısından taşıyacağı bilgi etkilerinin, enflasyon verileri içerisinde yer aldığı düşüncesiyle orijinal kurala eklenmesinin gerekliliği savunulmuştur. Taylor tarafından önerilen kuralda döviz kuruna yer verilmemiştir. Taylor; ABD ekonomisinde döviz kuruyla enflasyon arasındaki ilişkinin zayıf olması nedeniyle, kurala kuru da ekleme gereğini duymamıştır. Bu ilişkinin zayıf olması, eklenecek olan döviz kuru parametresinin sıfır değer almasını sağlayacaktır. Bunun

⁴⁵ Cassel Greiber, B. Herz, Taylor Rules in Open Economies, Working Paper Bayreuth University, 2000, Aktaran: Melek Astar, age, s.31.

anlamı da, merkez bankalarının nominal faiz oranlarını sadece mevcut üretimin potansiyel üretimden ve enflasyon oranının hedeflenen enflasyon oranından sapmalarına göre belirlenmesidir. Fakat buna karşılık Taylor; özellikle dış ticaretin milli gelirdeki payının yüksek olduğu küçük ekonomilerde, kur hareketleri ile enflasyon arasında daha güçlü bir nedensellik ilişkisi olabileceğinden, döviz kurunun formülde yer almasının bazı kolaylıklar sağlayacağını kabul etmektedir. Yönetimli dalgalanan kur sistemlerine sahip olan ekonomilerde merkez bankalarının bu kuralı uygulamalarında döviz kuruna belirli bir ağırlık vermelerine bağlı olarak, döviz kuru parametresi sıfırdan farklı değerler almaktadır. Bu durumdan yola çıkarak Taylor, döviz kurundaki değişmelerin kur tepki katsayısı θ ile formüle eklenmesini önermektedir. Formülde yer alan kur tepki katsayısı, orijinal kuralda yer alan diğer tepki katsayılarına göre farklı özelliklere sahiptir. Ülke parasının değer kazanması ile birlikte enflasyonu aşağı çekmesi, merkez bankasının genişlemeci para politika uygulamalarından hareketle nominal faiz oranında düşüşe neden olacağından, formülde yer alan kur tepki katsayısı negatif değer alacaktır. Uygulanacak olan bu politika, merkez bankasının fiyat istikrarı amacı ile uyum sağlamaktadır. Bu duruma göre; ülke parasının değer kazanması halinde, enflasyonist baskılar azalacağından faiz oranları düşürülmekte, ülke parası değer kaybettiğinde ise enflasyonist baskıların artmasına bağlı olarak yükseltilmektedir.⁴⁶

1.2.5. Taylor Kuralıyla İlgili Amprik Çalışmalar

Clarida vd., Taylor Kuralı'nın geçerliliğini Genelleştirilmiş Momentler Metodu (Generalized Method of Moments-GMM) ile gecikmeli faiz oranını kullanarak ABD, İtalya, Fransa, İngiltere ve Japonya için incelemiştir. Çalışmada, 1979-1990 dönemi için üçer aylık veriler üzerinden analiz yapılmıştır. Yazarlar çalışmalarında gerçekleşmiş enflasyon yerine beklenen enflasyon oranını kullanarak ileriye dönük bir tahmin yapmış ve incelenen

⁴⁶ Melek Astar, age, s.32.

ülkelerde merkez bankalarının faiz oranlarının düzeltilmesinde başarılı oldukları sonucuna ulaşmışlardır.⁴⁷

Kozicki çalışmasında, dört farklı enflasyon ölçütü ile altı farklı üretim açığı ölçütü kullanarak ABD için Taylor Kuralı'nı incelemiştir. 1983-1997 dönemini içeren analizde faiz oranı olarak Federal Funds Rate kullanılarak, seçilen farklı ölçümlerin Taylor Kuralı'nda nasıl farklı sonuçlar oluşturabileceği En Küçük Kareler Yöntemi (EKK) ile ortaya koymaya çalışılmıştır. Kozicki, elde ettiği bulgularla Taylor Kuralı çerçevesinde farklı ölçümlerin faiz oranını nasıl etkilediği konusunda farklı tavsiyelerde de bulunmuştur. Bu tavsiyelerle birlikte, her farklı ölçüm için Taylor'un belirttiği sabit katsayılarla oldukça yakın değerler elde etmiştir.⁴⁸

Ball, küçük açık ekonomiler için önerdiği Taylor Kuralı'nı çalışmasına döviz kurunu ekleyerek incelemiş ve bu kuralın Taylor'un orijinal kuralını geliştirdiğini öngörmüştür. Ayrıca, Taylor Kuralı'nın para politikası için iyi bir politika olmasına karşılık açık ekonomilerde bunun yeterli olmadığına sonucuna varılmıştır.⁴⁹

Nelson, enflasyon hedeflemesini incelediği çalışmasında, İngiltere'de 1972-1997 dönemi için hem üçer aylık hem de aylık veriler üzerinden EKK yöntemini kullanmıştır. Faiz oranı için hazine tahvil piyasası oranlarını (Treasury Bill Markets Rate, TBMR), üretim için de sanayi üretim endeksini (RPIX) kullanan yazar, analiz sonucunda Taylor'un önerdiği enflasyon ve üretim katsayılarına yakın sonuçlara ulaşmıştır.⁵⁰

Österholm, Taylor Kuralı'nda yer alan değişkenlerin zaman serisi özelliklerini ABD, İsveç ve Avusturalya ülkeleri için incelemiştir. Çalışmada her ülke için ayrı ayrı dönemler ele alınarak ADF ve KPSS (Kwiatkowski-

⁴⁷ R. Clarida, J. Gali, M. Gertler, "Monetary policy rules in practice: Some International Evidence", **European Economic Review** 42:1033-1067, 1998.

⁴⁸ Sharon Kozicki, age s.5-33.

⁴⁹ Laurance Ball, "Policy Rules for Open Economies, in John Taylor (eds), Monetary Policy Rules", **NBER Working Paper 6760**, 1999.

⁵⁰ Edward Nelson, UK Monetary Policy 1972-1997: A Guide Using Taylor Rules, **Bank of England Working Paper**, no 120, 2000.

Phillips-Schmidt-Shin) testleri kullanılmıştır. ABD için 1960:Q1-1994:Q4, İsveç için 1990:Q1-2001:Q4 ve Avusturya için de 1992:Q4-2002:Q2 dönemleri tahmin edilmiştir. Çalışmada değişken olarak GDP, Federal fon oranları ve tüketici fiyat endeksi kullanılmıştır. Söz konusu ekonomilerde Taylor Kuralı'nın geçerli olduğu belirtilmiştir.⁵¹

Bhattarai 1978-2000 dönemine ilişkin yıllık zaman serileri üzerinden Fransa, Almanya, Japonya, İngiltere ve ABD ekonomileri için yaptığı çalışmada hazine tahvil faiz oranları, çıktı büyüme oranları ve enflasyon serilerini kullanmıştır. Ayrıca İngiltere ekonomisinin 1970-1999 dönemini üç aylık veriler üzerinden incelemiştir. Çalışmada faiz oranı kuralının bu ülkeler için geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca bu ülkelerde faiz oranlarındaki değişimin çıktı, işsizlik ve enflasyon üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır.⁵²

Mcculloch, ABD ekonomisi için 1947-2006 dönemini üçer aylık veriler üzerinden incelemiştir. Federal fon oranı, işsizlik oranı ile tüketici fiyat endeksini değişken olarak seçen yazar, tahmin için adaptif EKK yöntemi kullanmıştır. Bu çalışmada elde edilen bulgularla para politikasında Taylor Kuralı'nın geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.⁵³

Petersen doğrusal olmayan Taylor Kuralı'nı incelediği çalışmasında, ABD ekonomisinde 1960-2005 dönemini aylık verileri üzerinden analiz etmiştir. Çekirdek enflasyon ve reel GSMH değişkenlerini kullanarak yumuşak geçişli regresyon modeli oluşturan yazar, para politikasının altın dönemi olarak değerlendirdiği 1985-2005 döneminde FED'in doğrusal olmayan Taylor Kuralı, karanlık dönemi olarak değerlendirdiği 1960-1979 döneminde ise doğrusal Taylor Kuralı izlediği sonucuna ulaşmıştır. Yazar yaptığı çalışmada ABD'de enflasyonun 3,55'e yakın ya da üzerinde değerler

⁵¹ Pör Österholm, "The Taylor Rule: A Spurious Regression?", **Uppsala University, Department of Economics Working Paper Series**: 20, 2003.

⁵² Keshab Bhattarai, An Analysis of Interest Rate Determination in the UK and Four Major Leading Economies, **The University of Hull Research Memorandum** 42, Ekim 2003.

⁵³ J. Huston McCulloch, "Adaptive Least Squares Estimation of the Time-Varying Taylor Rule", 2007, (Erişim) <http://www.econ.ohio-state.edu/jhm/papers/TaylorALS.pdf>, 20 Kasım 2011.

aldığı dönemlerde FED'in enflasyona, altında olduğu dönemlerde ise çıktı açığına daha fazla reaksiyon gösterdiğini vurgulamıştır.⁵⁴

Carvalha ve Mauro, 1990-2008 dönemini aylık veriler ile inceledikleri çalışmalarında yedi büyük Latin Amerika ekonomisi (LAC-7 grubu) için Taylor Kuralı'nı ele almışlardır. Tüketici fiyat endeksi ve endüstriyel üretim serileriyle enflasyon hedeflerinin yanı sıra her ekonomi için farklı faiz oranlarının kullanıldığı çalışmada tahmin için EKK yöntemi seçilmiştir. Çalışmada seçilen ülkelerde geçmiş enflasyonun beklenen enflasyon üzerinde önemli bir etkisi olması sebebiyle, geçmişe dönük tahminlerin ileri dönük tahminlere göre daha iyi bir performans sergilediği ileri sürülmüştür. Seçilen ülkelere yalnızca Meksika'da bazı dönemler itibarıyla Taylor Kuralı'nın geçerli olduğu, Şili ve Brezilya'da uygulanan para politikaların enflasyona duyarlı ancak çıktı açığına duyarsız, Kolombiya ve Peru'da uygulanan politikaların çıktı açığına duyarlı olmakla birlikte enflasyona karşı duyarsız olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Diğer taraftan Arjantin ve Venezuela'da hem enflasyon hem de çıktı açığına karşı yansız politikalar izlenmektedir.⁵⁵

Gelişmiş ülkeleri kapsayan bazı çalışmalarda merkez bankalarının faiz belirleme süreçlerine kur değişimlerinin etkisi olmadığı yönünde sonuçlara ulaşılmıştır. Ancak, gelişmekte olan ülkelere yönelik literatürde merkez bankalarının faiz belirleme süreçlerinde kur değişimlerinin önemli bir ağırlığa sahip olduğu görüşü savunulmaktadır. Bu çalışmalardan bazılarında merkez bankalarının kur değişimlerine gösterdikleri reaksiyon, dalgalanma korkusu ile ilişkilendirilirken, bazılarında ise kur değişimleri gelecekteki enflasyonun bir göstergesi olarak reaksiyon fonksiyonunda yer almaktadır.

Taylor Kuralı ile ilgili literatürde, formüle nominal döviz kuru yerine reel döviz kurunu ekleyen çalışmalara da rastlamak mümkündür. Mohanty ve

⁵⁴ Kenneth B. Petersen, "Does the Federal Reserve Follow a Non-Linear Taylor-Rule?", 2006, (Erişim) <http://ideas.repec.org/zimm/students/NL-Taylor-Rule.pdf>, 20 Kasım 2011.

⁵⁵ A. Carvalha, M. C Mauro, "What Can Taylor Rule Say About Monetary Policy in Latin America?", **Inspere Working Papers No. 134**, 2008, (Erişim) http://www.inspere.edu.br/sites/default/files/2008_wpe134.pdf, 10 Ekim 2011.

Klau⁵⁶ çalışmalarında formüle reel döviz kurunu ekleyerek model oluşturmuşlardır. Bir grup geliştirmekte olan ülke merkez bankasının faiz oranı belirleme davranışının ele alındığı bu çalışmada faiz oranının dolar kuruna olan tepkisi enflasyon ve üretim açığına kıyasla daha büyük bulunmuştur.

Para otoritesi politika kararı alırken gelecekte beklenen ekonomik durumu da dikkate almaktadır. Dolayısıyla bir çok çalışmada ileriye dönük veya tahmin bazlı faiz oranı kuralları eşanlı kurallara tercih edilmektedir. Clarida vd. ve Svensson para politikasının ileriye dönük yapısını vurgulamış ve Taylor tipi kuralların ileriye dönük olarak tahmin edilmesi gerektiğini savunmuşlardır.

⁵⁶ Madhusudan Mohanty, Mark Klau, "Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies Issues and Evidence", Bank for International Settlements, 2003, s.12.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ VE PARA POLİTİKASI KURALI

2.1. TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ

2.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Öncesi Deneyimler

1970'li yıllardan beri Türkiye ekonomisinde yaşanan yüksek ve kronik enflasyon başlı başına bir sorun olmuş, çeşitli dönemlerde uygulanan istikrar programları sonrasında ancak geçici bir rahatlama sağlanabilmiştir. Yüksek ve kronik enflasyon bir yandan gelir dağılımında bozulmalara yol açarken; bir yandan da doğrudan yabancı yatırımların azalmasına yol açarak Türkiye'de ekonomiye ciddi zararlar vermiştir.

TCMB tarafından enflasyonu önleme amaçlı para programı uygulamasının tarihsel gelişimine bakıldığında, bu uygulamaya geçilmesi ve açıklanması fikrinin ilk kez 1985-1986 yıllarında dönemin Merkez Bankası başkanı Rüşdü Saraçoğlu ve ekibi tarafından ortaya atıldığı ve bu yönde ilk çalışmaların bu dönemde başlatıldığı ileri sürülmektedir. Bu çalışmalar 1990'lı yıllar süresince de devam etmiş olmakla birlikte, 1990 öncesi dönemde yapılan para programları gerekli altyapının oluşturulamamış olması nedeniyle kamuoyuna açıklanmamıştır. TCMB o dönemde para programlarını kendi içerisinde uygulamaya koymuş ve önemli sonuçlara ulaşmıştır.⁵⁷

1986 ve 1987 yıllarında TCMB'nin belirlediği hedefler doğrultusunda uygulanan para programı ve gerçekleştirmeler Tablo 4'te verilmiştir. Tablo

⁵⁷ Oğuz Yıldırım, Türkiye'de Parasal Programlama ve Enflasyon Hedeflemesi, (Erişim:http://paribus.tr.googlepages.com/o_yildirim7.doc, Ağustos 2009), s.3-4.

incelendiğinde, 1986'da öngörülen hedeflerin tutturulmasına rağmen 1987'de istenilen hedeflere ulaşılamadığı görülmektedir.

Tablo 4 1986-1987 Yılı Hedefleri ve Gerçekleşmeler

	1986		1987	
	Hedefler	Gerçekleşmeler	Hedefler	Gerçekleşmeler
Büyüme	5	8,1	5	7,4
Enflasyon	25	25,8	25	51,7
M2	35	40	30	36
Rezerv Para	—	—	28	40

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor 1986-1987

1988 ve 1989 yıllarında TCMB'nin para politikasının temel amacı merkez bankası bilançosu büyüklüğünün kontrol altında tutulması olmuştur. 1989 yılında da bir para programı hazırlanmış fakat önceki yıllarda olduğu gibi gerekli altyapının henüz oluşmamış olması nedeniyle kamuoyuna açıklanmamıştır. 1988 ve 1989 yıllarında parasal gerçekleştirmelerin yer aldığı Tablo 5'te görüldüğü gibi TCMB'nin bütün hedefleri gerçekleşmiştir. TCMB bu hedefleri gerçekleştirirken, finansal piyasalarda istikrarın korunmasına özen göstermiştir.⁵⁸

Tablo 5 1988-1989 Yılı Hedefleri ve Gerçekleşmeler

	1988	1989
	Gerçekleşmeler	Gerçekleşmeler
Büyüme	4,1	1,8
Enflasyon	68	70
M1	65	78
M2	47,6	83
Dolaşımdaki Para	54	87

Kaynak:TCMB Yıllık Rapor 1988-1989

⁵⁸ Oğuz Yıldırım, age, s.4.

Para politikası açısından 1990 yılındaki en önemli gelişme TCMB'nin yılbaşında para programını kamuoyuna açıklamasıdır. 1989 yılında para politikasının sağlıklı yürütülebilmesi açısından en önemli gelişme kamu finansman açıklarının görece olarak azaltılması çabalarının yanında, Mart 1989'da Hazine ile TCMB arasında yapılan protokoldür. Bu protokol, kamu açıklarının finansmanı amacıyla TCMB kaynaklarına başvurmayaya bir disiplin getirmiştir. Söz konusu protokolün yapılmasından sonraki dönemde, bu kararlara titizlikle uyulmuştur. Bu protokolle birlikte TCMB'nin kamu sektörünün bir finansman kaynağı haline gelmesi önlenmiştir. Hazine'nin borçlanma stratejisini değiştirerek, TCMB kaynaklarına başvurma yerine piyasadan kaynak temin etmeye yönelmesi, TCMB'nin bilanço büyüklüğünü denetleyip, artış hızını düşürebilmesini sağlamıştır. Hazine'nin bu protokolle mali disiplini kabullenmiş olması, para politikasının düzenli ve istikrarlı olarak uygulanmasında önemli bir adım teşkil etmiş, TCMB'nin 1990 yılı ve sonraki yıllar için para programlarını kamuoyuna açıklamasını hem kolaylaştırmış hem de diğer uygulamaların önünü açmıştır.

1990 yılında hazırlanan para programının temel amacı, TCMB'nin ekonomideki etkinliğinin artırılmasıdır. Bununla birlikte TL'nin değerinin korunması, enflasyonla mücadele ve ödemeler dengesinin iyileştirilmesi de hedeflenmiştir. Bu programda TCMB öncelikle kendi bilançosunda yer alan büyüklükleri kontrol etmeye çalışmıştır. En önemlisi tüm TL yükümlülüklerinden oluşan Merkez Bankası Parası'nı (MBP) uygulayacağı para programı için hedef değişken olarak seçmiştir ve bunda da başarıya ulaşmıştır.⁵⁹ 1990 yılı para programının hedefleri ve gerçekleştirmeleri Tablo 6'da görülmektedir.

⁵⁹ Ercan Kumcu, "Dünyada ve Bizde Para Programları", **Finans Dünyası**, Sayı:102, 1998, s.40-41.

Tablo 6 1990 Yılı Hedefleri ve Gerçekleşmeler

	1990	
	Hedefler	Gerçekleşmeler
Bilanço Büyüklüğü	12 – 22	24,1
Toplam İç Yükümlülükler	15 – 25	21,6
Toplam İç Varlıklar	6 – 16	11,9
MBP	35 – 48	26,6

Kaynak:TCMB Yıllık Rapor 1990

TCMB'nin 1980-1990 dönemindeki temel politikası parasal büyüklükleri kontrol altında tutarak enflasyon oranını dizginlemek şeklinde olmuştur. Bu dönemde temel politika aracı olarak kullanılan reeskontun yanı sıra, açık piyasa işlemleri ve zorunlu karşılık oranları da etkili bir şekilde kullanılmıştır.

1991 yılı ise Körfez Krizi, politik gelişmeler ve erken genel seçim kararının yarattığı belirsizlikler nedeniyle para politikasının uygulanması açısından zor bir yıl olmuştur. Bu zor şartlar altında TCMB bir para programı ilan etmemiştir. Bunun yerine TL ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv parayı kontrol altına almayı hedeflemiştir. 1992 yılında kamuoyuna bir para programı daha açıklanmış, bu programla kamuoyu beklentilerini etkileyerek ekonomideki belirsizlikleri en aza indirmek amaçlanmıştır. 1992 yılında TCMB döviz kurlarında belli bir istikrarı sağlamasına rağmen bilanço büyüklükleri ile ilgili hedeflerini tutturamamış, bu program başarısız olmuştur (Tablo 7).⁶⁰

⁶⁰ Oğuz Yıldırım, age, s.6.

Tablo 7 1992 Yılı Hedefleri ve Gerçekleşmeler

	1992	1992
	Hedefler	Gerçekleşmeler
Bilanço Büyüklüğü	37 – 47	85
Toplam İç Yükümlülükler	38 – 48	101
Toplam İç Varlıklar	27 – 39	75
MBP	40 – 50	100

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor 1992

1990 yılı para programında başarı sağlanmasına rağmen, 1992 yılında başarısız olunmasının en önemli nedenleri kamu açıklarının kontrol edilememesi ve Hazine'nin yılın ilk altı ayında kısa vadeli avans limitinin sınırına gelmesidir. TCMB, bu dönemde piyasada oluşan fazla likiditeyi çekmek için açık piyasa işlemlerine başvurmuştur. Bunun sonucunda TCMB'nin piyasa borçları hızla artmış ve hedeflenen bilanço büyüklüklerinin üzerine çıkmıştır.⁶¹

1992 yılından sonra 1997 yılına kadar TCMB kamuoyuna herhangi bir program açıklamamıştır. 1997 yılında ise 1992 yılındakine benzer bir para programı uygulanmış fakat başarıya ulaşmamıştır. Üst üste alınan başarısız denemeler TCMB'nin itibarını ve güvenilirliğini zedelemiştir. 1997 yılından sonra TCMB para programı açıklama konusunda önceki yıllar gibi istekli olmamıştır. 1997 yılı para programının başarısız olmasındaki en önemli etken, Nisan 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin etkilerinin hala devam ediyor olmasıdır. Bu kriz sonrasında ülke ekonomisindeki dengeler tamamen bozulmuş, ekonomi istikrarsızlığa sürüklenmiştir. Bu durumdan para programı çalışmaları da olumsuz yönde etkilenmiştir. 1998 yılında ise TCMB

⁶¹ Oğuz Yıldırım, age, s.7.

yıllık para programı yerine üçer aylık para programlarıyla para politikasını yürütmeye çalışmıştır.⁶²

Merkez Bankası'nın 9 Aralık 1999 tarihinde IMF'e sunduğu niyet mektubunda, 17. Stand-by Antlaşması çerçevesinde 2000-2002 yılları arasında uygulanması planlanan istikrar programına ait para ve kur politikaları iki dönem çerçevesinde açıklanmıştır. Buna göre ilk 18 ay içerisinde, döviz kurularının çıpa olarak seçildiği belirtilmiştir. Programın 18 aylık ikinci yarısında ise kurların genişleyen bir band çerçevesinde dalgalanmaya bırakılacağı planlanmıştır. 1 Temmuz 2001'den itibaren merkez parite etrafında simetrik olarak giderek genişleyen bir band uygulamasına geçilerek, net iç varlıkların kullanımındaki esnekliğin de artırılmasıyla daha esnek bir kur rejimine aşamalı bir geçiş öngörülmüştür. Bu süreçte döviz kurunun çıpa olma özelliği esnekleştirilerek, aşamalı olarak doğrudan enflasyon hedeflemesine geçilmesi kararlaştırılmıştır.⁶³

Programın amacı ve temel unsurları göz önüne alındığında; programın sadece "enflasyonu düşürme" hedefi ile sınırlı olmayıp, ekonominin yeniden yapılanmasını öngören ve ulusal ekonomide kalıcı dönüşümleri hedefleyen bir yapıda olduğu görülmektedir. Varılan anlaşmanın temelinde enflasyonun kademeli olarak düşürülmesinin yanı sıra, reel faiz oranlarının makul bir seviyeye indirilmesi, ekonominin büyüme potansiyelinin artırılması, ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımının sağlanması amaçlanmıştır.⁶⁴

18 Aralık 2000 tarihinde sunulan Niyet Mektubunda da söz konusu programın ikinci yarısında enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceği açık bir biçimde belirlenmiştir. Yine bu mektupta da programının ikinci 18 aylık döneminin başlangıcı olan 1 Temmuz 2001 tarihinden itibaren fiyat istikrarı hedefine daha fazla yoğunlaşmak için döviz kurlarının geniş bir band aralığında dalgalanmaya bırakılacağı vurgulanmıştır. Ayrıca, 2001 yılının

⁶² Oğuz Yıldırım, age, s.7-8.

⁶³ TCMB, Para Politikası Metinleri, 9 Aralık 1999 tarihli niyet mektubu.

⁶⁴ Oğuz Yıldırım, age, s.7-8.

ikinci yarısından itibaren, enflasyon hedeflemesinin bir çok ülkede başarı ile uygulandığına dikkat çekilerek, bu stratejiye doğru geçiş yapılacağı belirtilmiştir.⁶⁵ Böylece Merkez Bankası enflasyonu kontrol altına alma yönündeki nihai hedefine doğrudan odaklanabileceği politikaya doğru yumuşak bir geçiş süreci planlamıştır.

Şubat 2001 tarihinde yaşanan finansal kriz sonucu programın ikinci döneminden önce kurların dalgalanmaya bırakılması ve döviz kuru çıpasının ortadan kalkması para politikasının yeniden belirlenmesini gerekli kılmıştır. Bunun üzerine yeni duruma ilişkin olarak 3 Mayıs 2001 tarihinde IMF'e yeni bir niyet mektubu sunulmuştur. Bu mektupta yer alan Ekonomik Politikalar Bildirgesi'nde Şubat 2000 krizinden sonraki gelişmelere göre 2001 ve 2002 yıllarında uygulanması planlanan program hakkında bilgi verilmiştir. Para politikasının kurumsal çerçevesinin, TCMB yasasında, Banka'ya özerklik sağlayan değişiklik ve tam anlamıyla şekillendirilmiş bir enflasyon hedeflemesine mümkün olan en kısa sürede gidilmesini sağlayacak biçimde yapılan diğer değişikliklerin onaylanmasıyla güçlendiği belirtilmiştir. Ayrıca enflasyonla mücadelenin 2001 yılının geri kalanında sürdürülmesi amacıyla parasal büyüklüklerin kontrolü üzerinde yoğunlaşacağı ifade edilmiştir. Bunun için para tabanındaki gelişmeler gösterge olarak kabul edilen tavan doğrultusunda belirlenecektir. Böylece para tabanı programın temel çıpası olmaktadır.⁶⁶

Gerek Şubat 2001 krizinin yarattığı olumsuzlukların devam etmesi ve gerekse 11 Eylül 2001 tarihinde ABD'de gerçekleştirilen saldırıların yarattığı olumsuzluklar, revize edilen 17. Stand-by antlaşmasının uygulanabilirliğini iyice zorlaştırmıştır. Bunun üzerine daha güçlü mali kaynaklarla desteklenen yeni bir Stand-by antlaşmasına ihtiyaç olduğuna karar verilmiştir. 18 Ocak 2002 tarihinde sunulan niyet mektubu ile birlikte 2002-2004 yıllarında uygulanacak ekonomi programı detaylı olarak anlatılarak programın desteklenmesi için 18. Stand-by düzenlemesi talep edilmiştir. Bu yeni

⁶⁵ TCMB, Para Politikası Metinleri, 18 Aralık 2000 tarihli niyet mektubu.

⁶⁶ TCMB, Para Politikası Metinleri, 3 Mayıs 2001 tarihli niyet mektubu.

düzenlemeye göre 2002, 2003 ve 2004 yıllarındaki enflasyon oranları sırası ile %35, %20 ve %12 olarak belirlenmiştir. Bu hedeflere uygun olarak parasal taban seviyesine ilişkin performans kriterleri ortaya koyan bir para programı oluşturulmuştur. 2002 yılı süresince, %3 reel büyüme tahmini ve %35'lik enflasyon hedefiyle tutarlı olarak parasal tabanın %40 büyümesi hedeflenmekle birlikte, bu hedefin daha sonra revize edilebileceği belirtilmiştir. Ayrıca önkoşulların oluşmasıyla resmi enflasyon hedeflemesine geçileceği vurgulanmıştır.⁶⁷

Sonuç olarak Türkiye'de enflasyonu önleme amaçlı para programı uygulamasının kamuoyuna açıklanmaya başlandığı 1990 yılından 1994 yılına kadar parasal büyüklüklerin çıpa olarak kullanıldığı ve 1995-2001 döneminde ise döviz kuru çıpasının benimsendiği görülmektedir. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde (2002-2005) çıpa olarak enflasyon hedefleri benimsenmiştir (Tablo 8).⁶⁸

Tablo 8 1990-2005 Yılları Arası Türkiye'de Uygulanan Çıpalar

Dönemler	Uygulanan Çıpalar	
1990-1994	Çıpa olarak parasal büyüklükler	
	Toplam bilanço büyüklüğü	
	Toplam iç yükümlülükler	
	Toplam iç varlıklar	
1995-2001	Çıpa olarak döviz kuru	
	IMF ile yapılan stand-by çerçevesinde parasal büyüklük hedefi olarak	
	net iç varlıklar ve net uluslararası rezerver	
	Çıpa olarak enflasyon hedeflemesi	
2002-2005	IMF ile yapılan stand-by çerçevesinde parasal büyüklük hedefi olarak net iç varlıklar	Gösterge Hedefi
	Kısa vadeli faiz oranları	
	Para tabanı	
	Net uluslararası rezervler	Performans kriteri

⁶⁷ TCMB, Para Politikası Metinleri, 18 Ocak 2002 tarihli niyet mektubu.

⁶⁸ Arıcan, Erişah, "Türkiye'de Çıpa Uygulamaları ve Sonuçları: 1990-2004 Dönemi", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt XX, Sayı 1, 2005, s.71

2.1.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Süreci

Enflasyon hedeflemesi stratejisi için gerekli önkoşullar, söz konusu stratejiye geçilmeden önce kesin olarak sağlanması gereken kurallar olarak düşünülmemelidir. Nitekim, Türkiye'nin de dahil olduğu bir çok ülke, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya bu önkoşulların bir kısmından yoksun olarak başlamış ve şartların bir bölümünü zaman içinde iyileştirmiştir (EK 3).⁶⁹ Bu bölümde öncelikle örtük ve açık enflasyon hedeflemesine geçiş öncesinde Türkiye'de bu önkoşulların mevcut durumuna ilişkin bir değerlendirme yapılmış, sonrasında örtük ve açık enflasyon hedeflemesi stratejisi sürecindeki gelişmelere yer verilmiştir.

2.1.2.1. Türkiye'de Kurumsal ve Ekonomik Önkoşulların Sağlanması

2.1.2.1.1. Fiyat İstikrarı Amacına Sıkı Bir Biçimde Bağlılık

2001 yılı krizinden sonra değiştirilen Merkez Bankası Kanunu bu konuda bir dönüm noktası oluşturmıştır. 25 Nisan 2001 tarih, 4651 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanunla para politikasının nihai amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak tanımlanmıştır.

2.1.2.1.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklikle TCMB'nin amaç bağımsızlığı ve Kanunda nihai amacı olarak düzenlenen fiyat istikrarına ulaşmak için uygulayacağı politika ve kullanacağı araçları hükümetin ya da başka herhangi bir kurumun müdahale ya da onayı olmaksızın seçebilmesinin önü açılarak araç bağımsızlığı sağlanmıştır. TCMB para

⁶⁹ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s. 22.

politikasının belirlenmesinde ve uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu kurum haline gelmiştir. TCMB finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili tedbirleri alma yetkisi ile donatılmıştır. Kanunda yapılan diğer bir değişiklikle TCMB'nin Hazine'ye ve diğer kamu kuruluşlarına avans ve kredi vererek kamu açıklarını finanse etmesi ya da bu kuruluşların çıkardıkları borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alması olanağı yasal olarak ortadan kaldırılmıştır.

2.1.2.1.3. Hesap Verilebilirlik ve Şeffaflık

Türkiye'de para politikası uygulamaları ve sonuçlarına ilişkin hesap verme sorumluluğu Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesi ile düzenlenmiştir. Bu maddede "Başkan 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. Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümet'e yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar" hükmü yer almaktadır. Bu bağlayıcı hüküm doğrultusunda, Merkez Bankası, hesap verebilirlik ilkesinin gereklerini ilgili kanun maddesinde iletişim araçlarının tamamını kullanmak suretiyle yerine getirmektedir.

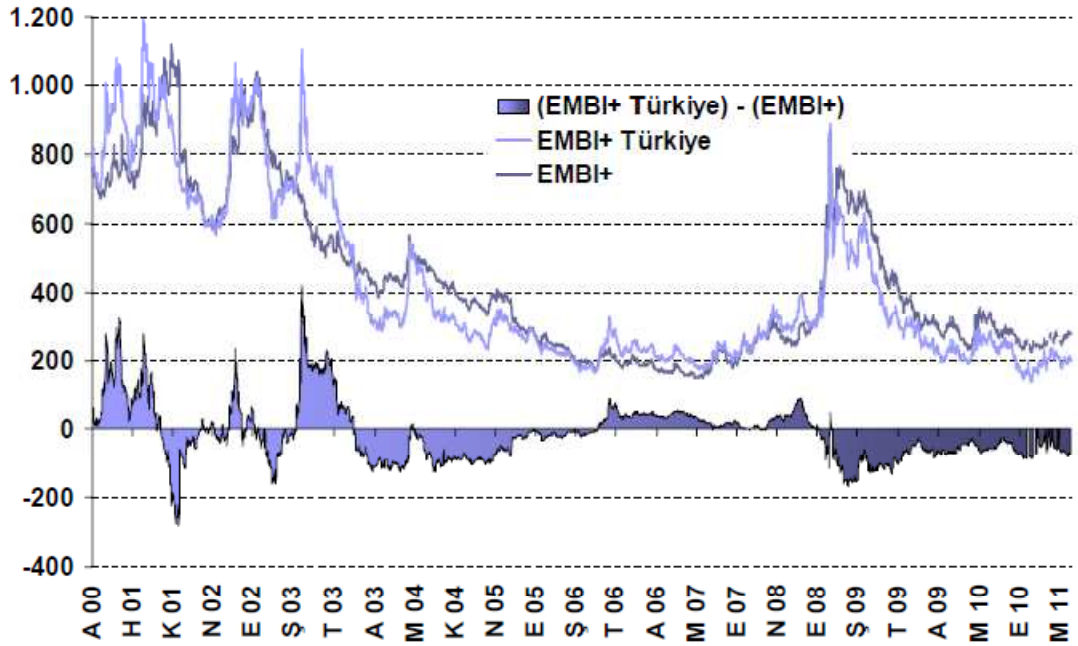
2.1.2.1.4. Güçlü ve Gelişmiş Finansal Piyasalar

Merkez bankasının faiz kararlarının enflasyonu istenildiği düzeyde ve istikrarlı bir şekilde etkileyebilmesi ve dolayısıyla aktarım mekanizmasının etkin bir şekilde işleyebilmesi için finansal sistemin temellerinin güçlü olması

gerekmektedir. Bu da enflasyon hedeflemesi için önemli bir önkoşul olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal piyasaların sıkı olması risk primindeki dalgalanmaları artıran bir unsur olup, finansal varlıkların fiyatlanmasında güçlük yaratmaktadır.

Türkiye'deki finansal ve mali baskınlığın yarattığı risk primini izlemek için Türkiye'nin dahil olduğu ve dahil olmadığı EMBI+ endekslerinin farkından oluşan değerlerden faydalanılmıştır (Grafik 3). J.P Morgan tarafından hazırlanan EMBI+ endeksi gelişmekte olan ülkelerin bono ve vadeli işlemlerinden elde edilen ve uluslararası piyasalar tarafından önemli bir benchmark olarak algılanan bir endekstir. Endeks bu ülkelerdeki bono getirilerinin ABD bonolarına kıyasla risk primini hesaplamakta, her ülke için bono piyasalarının bir gösterge risk primi belirlemekte ve bunların söz konusu ülkelerdeki ortalamasını EMBI+ endeksi olarak yayınlamaktadır. Endeks risk priminden oluştuğu için, söz konusu rakamın düşmesi aslında o ülkede risk priminin azalması anlamına gelmektedir.⁷⁰ Türkiye için özellikle 2001 yılında yüksek seviyelerde olan ve sonrasında da devam eden risk primi oynaklığı, enflasyon hedeflemesi stratejisinin önkoşullarını sağlama açısından önemli bir sıkıntı yaratmıştır. Risk primi oynaklığı ayrıca döviz kurunun oynaklığını da artırmış, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin hızlı ve yüksek olması, enflasyonun tahmin edilmesini zorlaştırarak tahmin ufkunun oldukça kısa kalmasına neden olmuştur.

⁷⁰ Salih Neftçi, "EMBI+ Endeksindeki Kritik Bilgi", (Erişim)
http://www.turkcebilgi.com/kose_yazisi_69688_salih-neftci-emb+/-endeksindeki-kritik-bilgi.html, 5
 Haziran 2011

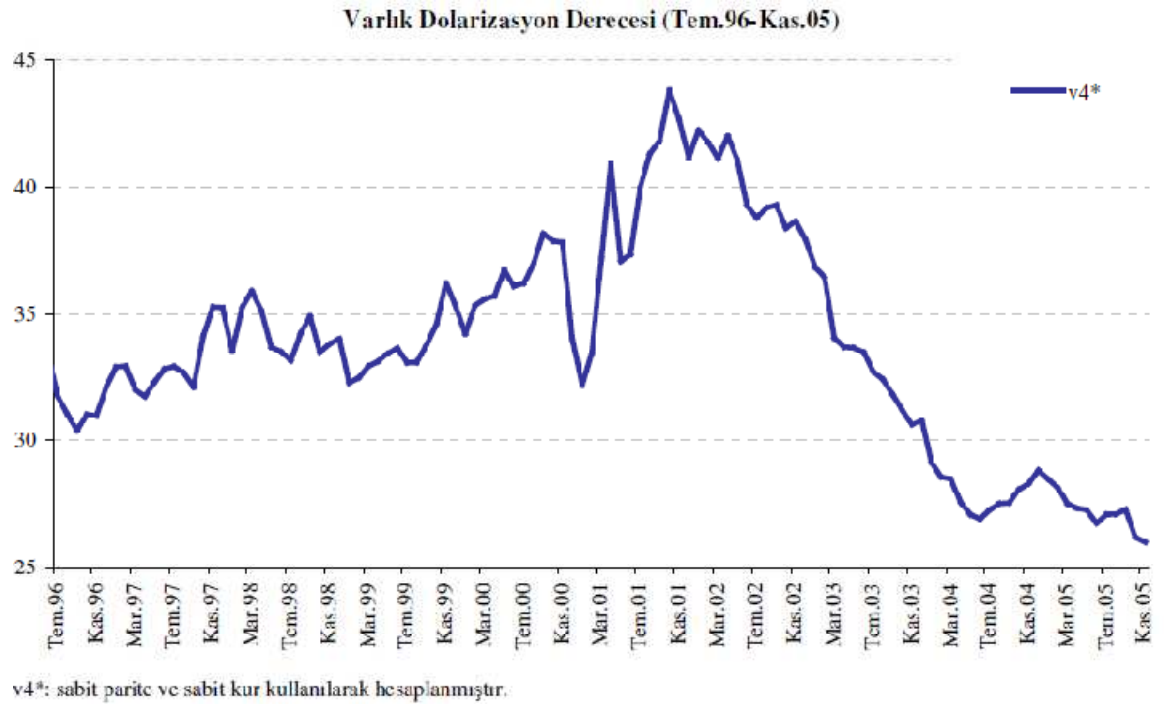


Kaynak: JP Morgan

Grafik 3 Türk Tahvillerinin Uluslararası Piyasalardaki Getiri Farkı (Bazpuan)

2001 sonrasında enflasyon hedeflemesine geçiş sürecini zorlaştıran bir diğer unsur dolarizasyonun yüksek seviyelere ulaşmasıdır. En basit anlamıyla, dolarizasyon, ekonomik birimlerin yabancı para ve yabancı para cinsinden varlık tutmaları şeklinde tanımlanmaktadır. Makroekonomik istikrarsızlık sonucunda oluşan yüksek enflasyon ortamı, portföy çeşitlendirme ve finansal varlıkları yerli paranın değer kaybetme riskine karşı koruma güdüsüyle, iktisadi birimlerin yabancı para cinsi varlıklara yönelmesine neden olmaktadır. Buna ek olarak, böyle bir ortamda, firmalar, hanehalkları ve hükümetler, gerek yurtiçinden gerekse yurtdışından yabancı para cinsinden borçlanma gerçekleştirmektedirler. Bu nitelikleriyle dolarizasyon, birçok gelişmekte olan ülkeye özgü bir karakteristik olarak karşımıza çıkmaktadır. Akıncı ve diğ. yabancı para birimi cinsinden varlıkların toplam varlıklar içindeki payından yola çıkarak varlık dolarizasyonu

hesaplamış, 2001 krizinin hemen sonrasında bu oranın %43 gibi oldukça yüksek bir seviyeye ulaştığını ortaya koymuştur.⁷¹



Grafik 4 Varlık Dolarizasyon Derecesi (Tem.96-Kas.2005)

Kaynak: Akıncı ve Diğerleri

2.1.2.1.5. Düşük Mali Baskınlık

Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçildiği dönemde, Türkiye’de para politikasını kısıtlayan en önemli unsurlardan birisi mali baskınlık sorunu olmuştur. Yüksek düzeydeki kamu borcunun merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak aktarım mekanizmasının işleyişini bozduğu ve para politikasının etkinliğini azalttığı bilinmektedir.

⁷¹ Özge Akıncı, Yasemin Barlas Özer, Bülent Usta, “Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye’deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler”, **TCMB Çalışma Tebliği**, No:05/17, Aralık 2005, s.1.

Mali baskınlık ölçüsü olarak kullanılan ölçütlerden birisi bütçe açığı/GSYİH rasyosudur. Maastricht kriterlerinde azami %3 olan bu rasyo, 2001 krizi sonrasında bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ve kamunun sorunlu bankaların yükümlülüklerini üstlenmesi sonucu Türkiye için 2001 yılında %24,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Diğer taraftan Maastricht kriterlerine göre azami % 60 olması öngörülen borç stokunun GSYH'ya oranı 2002 yılı itibarıyla %73,7 seviyesindedir.

Mali baskınlık açısından göstere olabilecek diğer bir husus 2002 yılında, yurt içi borçlanmanın ortalama vadesi 9 ay gibi oldukça kısa bir süreye inmiş olması ve toplam kamu borcunun yarısından fazlasının ya döviz cinsinden ya da dövize endeksli hale gelmiş olmasıdır. Tüm bu unsurlar, borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları iktisadi gündemin ön sıralarına taşıyarak para politikasının etkinliğini sınırlamıştır.⁷²

Borç yükünün yüksekliği ve borçlanma vadelerinin kısa olması, kriz öncesi dönemde Türkiye'nin kredi riskinin iktisadi ve siyasi gelişmelere karşı oldukça hassas olmasına neden olmuştur. Risk primi oynaklığı ayrıca döviz kurunun oynaklığını da artırmış; döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin hızlı ve yüksek olması, enflasyonun tahmin edilmesini zorlaştırarak, tahmin ufkunun oldukça kısa kalmasına yol açmıştır.⁷³

Bu önkoşulla ilgili oldukça önemli bir diğer husus da Merkez Bankası'nın mali baskınlığı düşürme amacıyla kanununda yapılan değişikliktir. İlgili kanunda "Banka, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz, her ne şekilde olursa olsun kefil olamaz ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremez" hükmüne yer verilmiş, Merkez Bankası'nın bu kanunla kamu sektörüne avans vermesi veya kredi açması yasaklanmıştır.

Merkez Bankası'nın Hazine'ye ve diğer kamu kuruluşlarına avans ve kredi vererek kamu açıklarını finanse etmesi ya da bu kuruluşların

⁷² A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s. 39.

⁷³ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s. 39.

çıkardıkları borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alması olanağı yasal olarak ortadan kaldırılmıştır. Geçmişte, Türkiye’de yaşanan iktisadi krizlerin büyük ölçüde bütçe açıklarının Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilmesinden kaynaklandığı düşünüldüğünde, bu gelişmenin bağımsız ve etkin bir para politikası uygulaması açısından taşıdığı önem daha iyi anlaşılacaktır.⁷⁴

2.1.2.1.6. Teknik Altyapının Sağlanması

Türkiye’de 2001 yılına kadar, parasal büyüklüklerin ya da döviz kurunun hedeflenmesi gibi stratejilerin uygulanmış olması nedeniyle, kurumsal ve teknik altyapı da bu dönemlerde uygulanan politikaların gereklerine göre şekillenmiştir. Dolayısıyla, zaman içinde kurumsal ve teknik altyapının enflasyon hedeflemesi stratejisinin gereklerine göre uyarlanması gerekmiştir. 2001-2005 döneminde, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesi sürecinde önkoşullardan bir diğeri olan bu stratejiye uygun teknik ve kurumsal altyapının tesis edilmesi konusunda da çok önemli adımlar atılmıştır. Bu dönemde Merkez Bankası, kurumsal çerçevesini etkinleştirmiş, iletişim politikasını daha net ortaya koymuş, bilgi setini genişletmiş ve enflasyon öngörü yöntemlerini geliştirmiştir. Ancak kriz sonrasında ekonominin genelinde ciddi bir yapısal dönüşüm yaşanması, enflasyon dinamikleri ve aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikleri artırmıştır. Bu durum, Merkez Bankası’nın enflasyon tahmini üretme kapasitesini önemli ölçüde sınırlandırarak para politikası uygulamalarını zorlaştırmıştır.⁷⁵

⁷⁴ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s.41.

⁷⁵ TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, s.2.

2.1.2.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2002-2005)

18 Ocak 2002 tarihinde sunulan Niyet Mektubu ile birlikte 2002-2004 yıllarında uygulanacak ekonomi program detaylı olarak anlatılarak programın desteklenmesi için 18. Stand-by Düzenlemesi talep edilmiştir. Bu yeni düzenlemeye göre 2002, 2003 ve 2004 yıllarındaki enflasyon hedefleri sırası ile %35, %20 ve %12 olarak belirlenmiş olmakla birlikte, 18. Stand-by antlaşmasına bağlı olarak 2002-2004 yılları arasında uygulanan istikrar programı süresince, öngörülmesine rağmen enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilemediği gözlenmektedir. Bunun yerine, Merkez Bankası 2002-2004 yılları süresince açıkladığı para programlarında uyguladığı politikaları “örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi” olarak tanımlamıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde enflasyon hedefleri yıl sonları itibarıyla TÜFE enflasyonu cinsinden oluşturulmuş ve yalnızca 1 yıl sonrası için açıklanmıştır.

Merkez Bankası, 2002 yılı başında para politikasının genel çerçevesine ilişkin yaptığı duyuruda, para politikasında nihai hedefin enflasyon hedeflemesine geçmek olduğunu, ancak gerekli önkoşullar tamamlanmadan enflasyon hedeflemesine geçilmesinin rejimin güvenilirliğini daha başlamadan sarsacağını ve bu nedenle enflasyon hedeflemesine geçiş için, para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların zayıflamasının bekleneceğini vurgulamıştır. Aynı duyuruda, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilene kadar “örtük enflasyon hedeflemesi” uygulanacağı belirtilmiştir. Bu doğrultuda hükümet ile birlikte enflasyon hedefleri saptanmıştır. Kısa vadeli faiz oranları enflasyonla mücadelede etkin olarak kullanılırken, para tabanı da ek bir çıpa olarak belirlenerek, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması amaçlanmıştır. Uygulanan bu politika; Merkez Bankası'nın bağımsızlığı yolunda atılan adımlar, mali disiplin ve süregelen yapısal

düzenlemelerin de katkısıyla, fiyat istikrarı yolunda önemi yadsınamaz kazanımları da beraberinde getirmiştir.⁷⁶

Örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi, enflasyon hedeflemesi stratejisini resmi olarak ilan etmeksizin sayısal enflasyon hedeflerinin açıklanması ve bu hedeflere ulaşmak için merkez bankasının politika araçlarını kullanması olarak tanımlanabilir. Bu uygulamada merkez bankası hesap verme mekanizmasını devreye sokmamakta ancak beklenti yönetimi konusunda enflasyon hedeflemesine benzer bir strateji izlemektedir. Örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde, parasal büyüklükler gibi ara hedefler de kullanılabilir. Buna göre dalgalı kur rejimi uygulaması altında fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda kısa vadeli faiz oranlarının aktif olarak kullanılacağı belirtilmiştir. Bu stratejide para tabanı için dönemler itibarıyla enflasyon hedefi ile tutarlı sınırlar konulmuştur. Öte yandan, para politikası kararlarında, para tabanı gelişmelerinden ziyade, asıl olarak gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gözlemlerin belirleyici olması öngörülmüştür. Diğer bir ifade ile, para tabanındaki gelişmeler, para talebinin tahminindeki güçlükler ve enflasyonla ilişkisinin zayıflaması nedeni ile, kesin bir hedef niteliğinden ziyade, gelecek dönem enflasyonuna dair içerdiği bilgiler açısından değerlendirilmiştir. Bu ikili strateji ile para talebinin tahminindeki zorlukların ve son yıllarda parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkide görülen zayıflamanın yaratacağı sorunların giderilmesi ve dolayısıyla örtük enflasyon hedeflemesinin para tabanı yanında güçlü bir çıpa işlevi görmesi amaçlanmıştır.⁷⁷ Bu dönemde finansal derinleşme ve enflasyondaki hızlı düşüş nedeniyle para talebini tahmin etmek oldukça güç olduğundan parasal hedefler ile enflasyon hedefleri arasında bir uyumsuzluk olduğunun anlaşılması halinde parasal hedefler güncellenmiştir. Böylece,

⁷⁶ Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, s.1.

⁷⁷ Özcan Karahan, “Türkiye’de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulamasına İlişkin Oluşturulan Riskler ve Bu Risklerin Yönetim Politikaları”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, (Erişim) www.e-sosder.com, Güz 2005, C.4, S.14, 6 Haziran 2011, s.37-38.

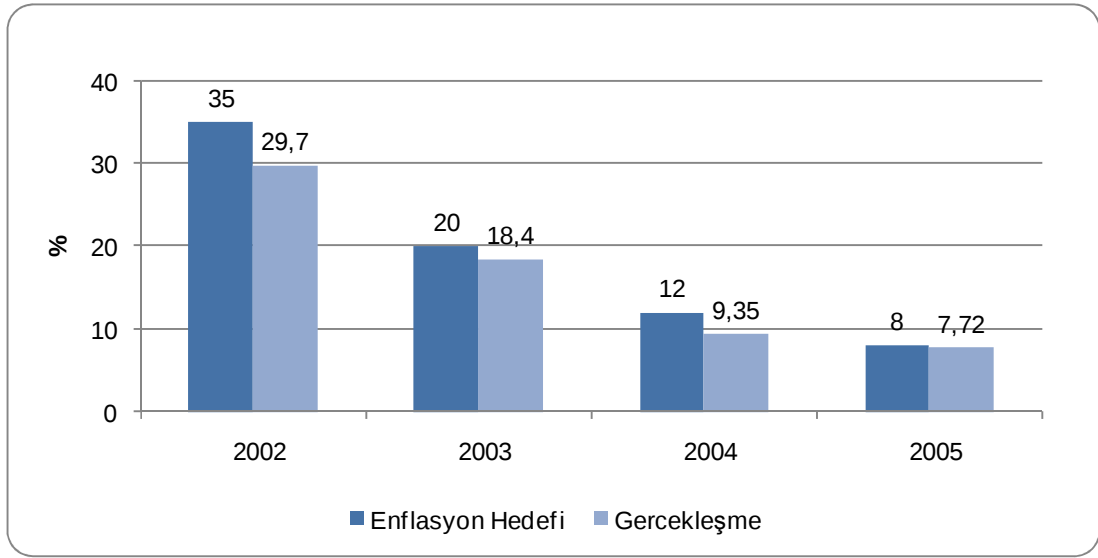
enflasyon hedefi dışında başka nominal hedefler olmasının yol açacağı sorunların önüne geçilmesi amaçlanmıştır.⁷⁸

Para ve kur politikalarında “örtük enflasyon hedeflemesi” stratejisini benimseyen ve 18. Stand-by Antlaşması çerçevesinde 2002 yılında başlatılan istikrar programı 2005 yılı başında tamamlanmıştır. Merkez Bankası 2005 yılında da enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmemiş, ancak bu dönemi söz konusu rejime geçiş için son hazırlık dönemi olarak ilan etmiştir.

2001 yılı sonunda TEFE (ÜFE) ve TÜFE’de sırasıyla %88,6 ve % 68,5 olan yıllık enflasyon oranları, 2002 yılı sonunda TEFE’de %30,8 ile son 16 yılın, TÜFE’de ise %29,7 ile son 20 yılın en düşük seviyelerine gerilemiştir. Enflasyon oranlarındaki olumlu gelişmelerle beraber, 2001 yılında yaşanan ekonomik daralmanın ardından 2002 yılında tekrar ekonomik büyüme (%6,2) gerçekleşmiştir.

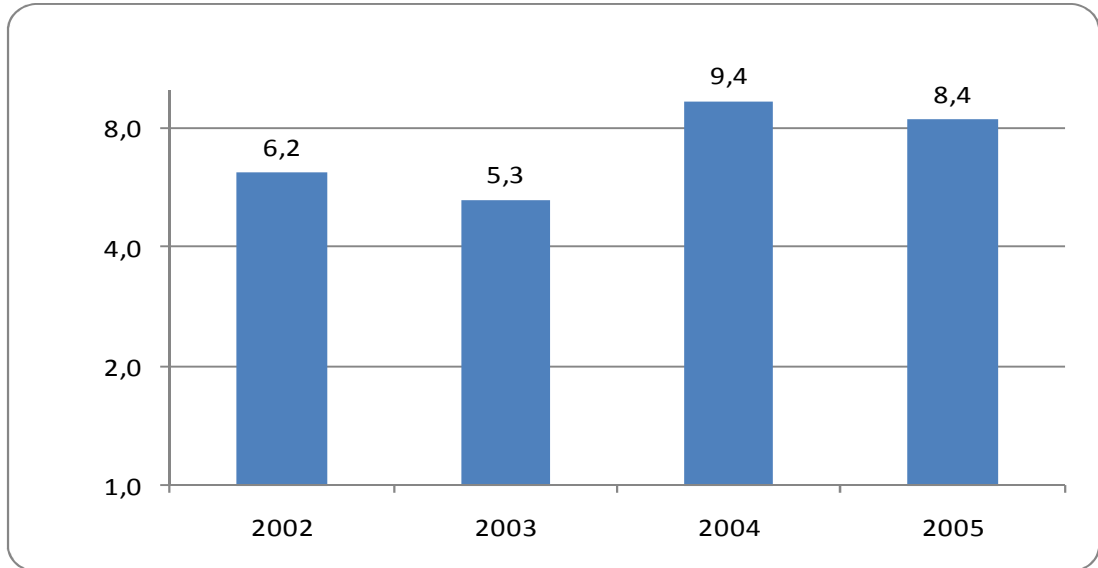
Ekonomideki olumlu gelişmeler 2003 yılında da devam etmiş ve enflasyon hedefine (%20) ulaşılırken, yüksek büyüme oranı (%5,3) sağlanmıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda yerli para cinsinden yatırım araçlarına olan talebin artması Türk Lirasının güçlenmesini sağlamıştır. Bunların yanında beklentilerde de olumlu aşama kaydedilmiştir.

⁷⁸ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s.43.



Kaynak:TCMB

Grafik 5 Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2002-2005)

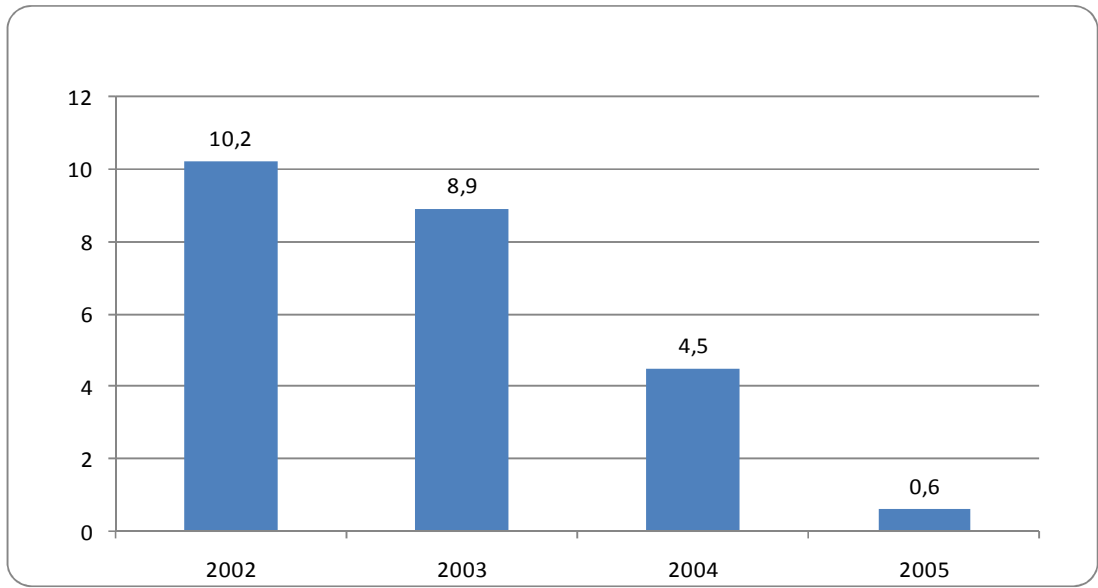


Kaynak:TÜİK

Grafik 6 GSYH Büyüme Oranları (1998 fiyatlarıyla)

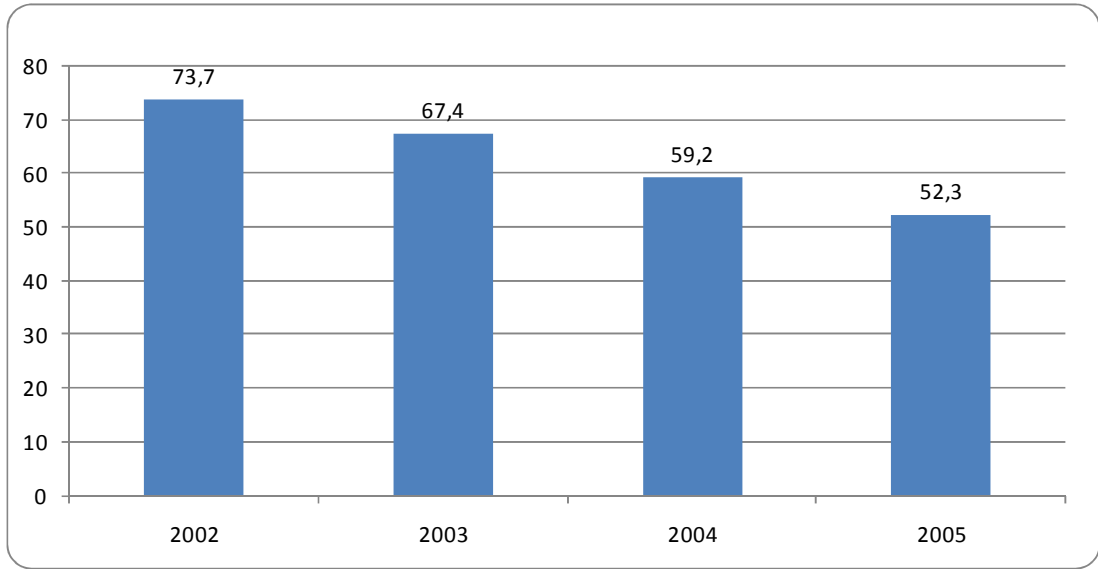
Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde mali baskınlığın azaltılması yönünde önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Maastricht kriterlerinde azami %3

olması öngörülen bütçe açığı/GSYİH rasyosunun 2001 yılında %24,5 seviyesinde gerçekleşirken, bu rasyonun 2002-2005 döneminde giderek azaldığı ve 2005 yılı itibarıyla rasyonun Maastricht kriterlerinin de altında, %0,6 seviyesinde gerçekleştiği gözlenmiştir. Maastricht kriterlerine göre azami % 60 olması öngörülen borç stokunun GSYH'ya oranı da 2002 yılında %73,7 seviyesindeyken, 2003-2005 yılları arasında söz konusu rasyonun altında seyretmiş, 2005 yılında %52,3'e kadar gerilemiştir.



Kaynak: EUROSTAT, Hazine Müsteşarlığı

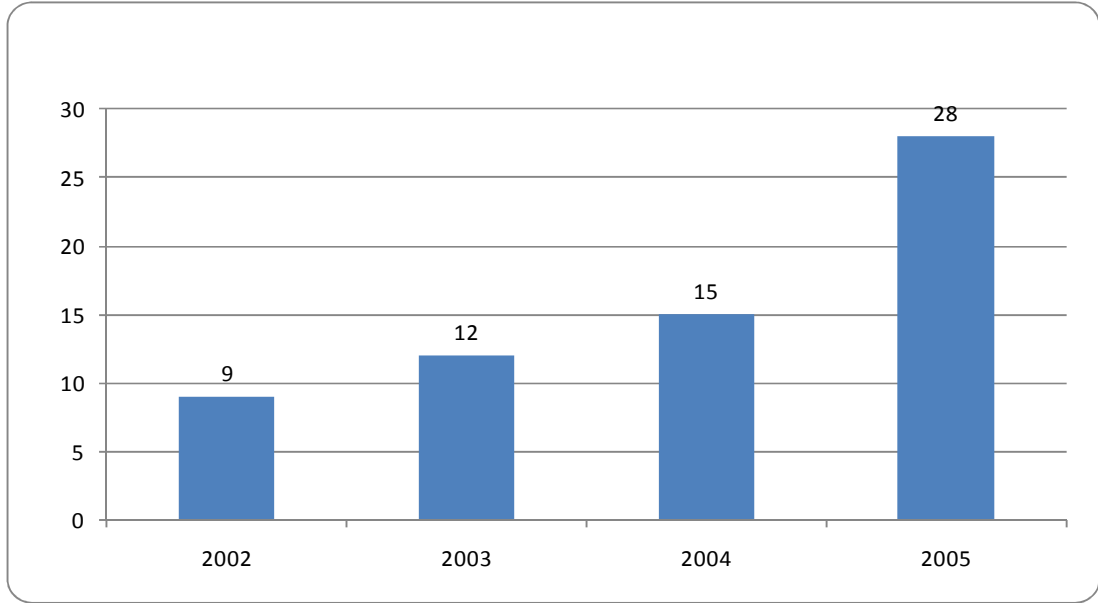
Grafik 7 AB Tanımlı Genel Yönetim Bütçe Açığı / GSYH (%) - (2002-2005)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

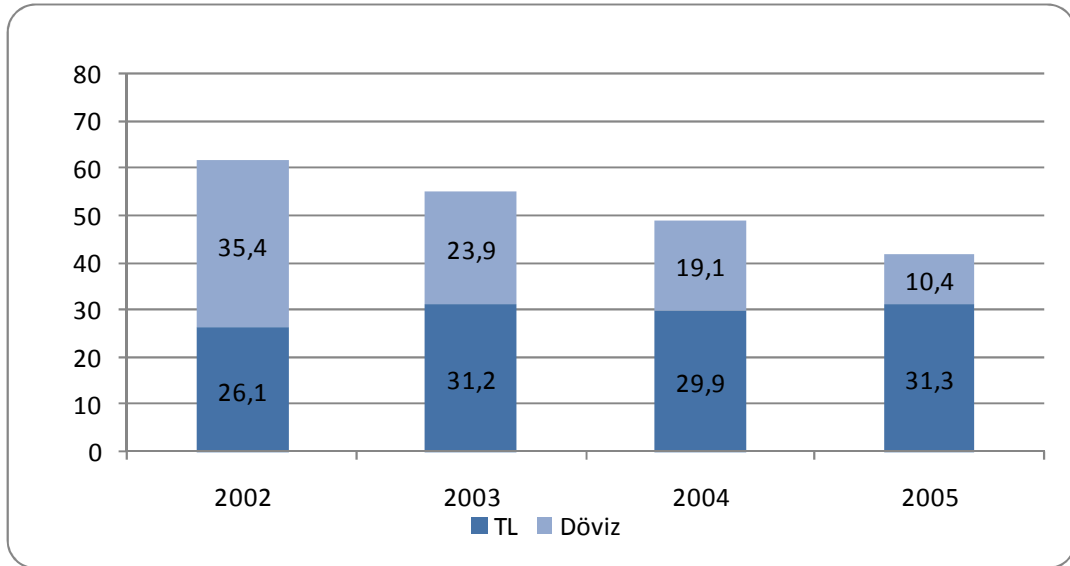
Grafik 8 AB Tanımlı Borç Stoku / GSYH (%) - (2002-2005)

2002 yılında, mali baskınlığın önemli bir göstergesi olan yurt içi borçlanmanın ortalama vadesi 9 ay gibi oldukça kısa bir süredeyken, 2002-2005 yılları arasında bu vadenin görece olarak uzadığı ve 2005 yılının sonunda 28 aya uzadığı görülmektedir (Grafik 9). 2002 yılında toplam kamu borcunun yarısından fazlasının ya döviz cinsinden ya da dövize endeksliyen, incelenen dönemde hem borç yükü azalmış hem de para birimleri bazında kompozisyonu değişmiştir. 2002 yılında toplam kamu kesimi borç stokunun GSYH'ya oranı %61,5 seviyesindeyken, 2003 yılında %55,1'e, 2004 yılında %49'a ve 2005 yılında da %41,6'ya gerilemiştir. 2002 yılında borçların çok büyük bir kısmını döviz cinsinden borçlar oluşturmaktadır. Ancak 2005 yılına kadar döviz cinsinden borçların toplam borçlar içerisindeki payı giderek azalmıştır. 2005 yılı itibarıyla toplam borçların dörtte biri yabancı para cinsindendir (Grafik 10).



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Grafik 9 Yurtiçi Borçlanmanın Ortalama Vadesi (ay)- (2002-2005)

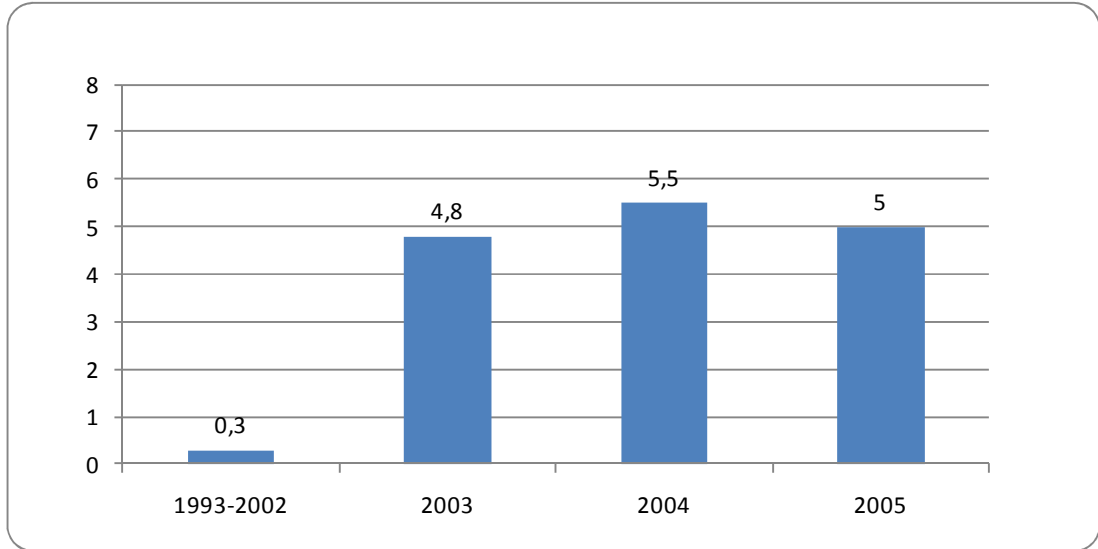


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Grafik 10 Toplam Kamu Kesimi Borç Stoku / GSYH (%) –(2002-2005)

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde kamu sektörünün faiz dışı fazlasında da artış görülmüş, 1993-2002 yılları arasında ortalama 0,3

düzeyinde olan kamunun faiz dışı fazlası, 2003 yılında %4,8, 2004 yılında %5,5 ve 2005 yılında %5 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 11)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Grafik 11 Kamu Sektörünün Faiz Dışı Fazlası (Program Tanımlı, % GSYH)

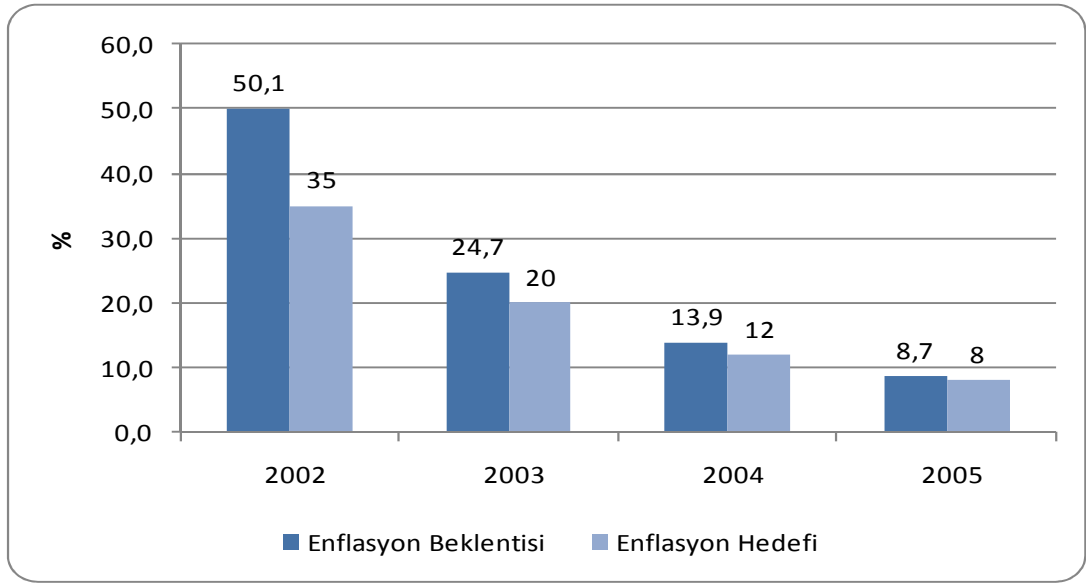
Bu dönemde para politikasının başarısında sağlanan mali disiplinin katkısı büyük olmuştur. Merkez Bankası mali disiplinin enflasyon beklentilerinin kontrol etme, ekonomik istikrarı yakalama ve fiyat istikrarını sağlama yolundaki önemini sıkça vurgulayarak sağlanan mali disiplinin önemini gündemde tutmuştur. Hedeflerin Hükümet ile birlikte belirlenmiş olması, para politikası ve maliye politikalarının koordinasyon içinde çalışmalarına olanak sağlamıştır. Sonuç olarak, uluslararası standartlara göre oldukça yüksek kabul edilen faiz dışı fazla hedefleri tutturulmuş, kamu borç stoku zamanla makul seviyelere inmiş ve dolayısıyla borç yükünün çevrilebilirliğine ilişkin kaygılar büyük ölçüde hafiflemiştir. Böylece, uzun yıllar para politikasının etkinliği önündeki en önemli engellerden birisi olarak görülen mali baskınlığın Türkiye gündemindeki önemi gittikçe azalmıştır. Bu

da resmi enflasyon hedeflemesine geçiş için daha elverişli bir ortam hazırlamıştır.⁷⁹

Ekonomideki olumlu seyir, para politikasına olan güveni artırmış ve enflasyon beklentileri ile hedefler arasında uyumun gerçekleşmesini sağlamıştır. Nitekim 2002 ve 2003 yıllarında, yıl başları itibarıyla enflasyon beklentileri ile enflasyon hedefleri arasında ciddi farklılıklar oluşmuş, ancak ekonomideki olumlu gelişmeler neticesinde enflasyonun tahmin edilenden hızlı düşmesine paralel olarak beklentilerin ancak 2003 yılının ikinci yarısında hedefe yakınsadığı gözlenmiştir (Grafik 12). Öte yandan, örtük enflasyon hedeflemesi döneminin ilk yıllarında iktisadi veri tabanının enflasyon hedeflemesinin gereklerini tam olarak karşılayacak nitelikte olmaması ve özellikle beklentilerin ölçümü ile ilgili anketlerin eksikliği, verilerin (özellikle TÜFE'nin) oluşturulma yöntemindeki kapsamının ve hesaplanma yönteminin değiştirilmesi Merkez Bankası'nın geleceğe yönelik çıkarım yapılmasını zorlaştırmış ve beklenti yönetimi konusunda güçlükler yaşamasına yol açmıştır.⁸⁰

⁷⁹ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s. 45.

⁸⁰ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s. 42.



TCMB'nin Beklenti Anketi'ne göre bir önceki yılın sonunda 12 ay sonrasının yıllık TÜFE beklentileri kullanılmıştır.

Grafik 12 Enflasyon Hedefleri ve Beklentiler (2002-2005)

2.1.3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2005 Sonrası)

2.1.3.1. Operasyonel Yapı

Enflasyon Hedeflemesi stratejisinin temel özellikleri ve operasyonel yapısı, TCMB tarafından 5 Aralık 2005 tarihinde kamuoyuna açıklanan “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”nda ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

2.1.3.2. Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi

TCMB'nin “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası” metninde, hedefin kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilirliği ve iletişim açısından avantajları göz önüne alınarak, “nokta

hedef” olarak belirlendiği ifadesine yer verilmiştir. Toplumun her kesimi tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için, enflasyon hedefinin TÜFE üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir. Bu doğrultuda, hedeflenen değişken 2003 temel yıllık TÜFE’nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yıl sonu enflasyon oranıdır. 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçildiği göz önüne alındığında, üç yıllık bir hedef patikasının açıklanmasının, enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığını ve diğer makroekonomik projeksiyonlarla uyumunu artıracakı düşünülmektedir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi stratejisinde hedefler Hükümetle TCMB tarafından üç yıllık olarak belirlenmekte ve ilan edilmektedir.⁸¹

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon hedeflerin altında gerçekleşmiş olmakla birlikte, bu dönemde kronik enflasyonist ortamdan tek haneli rakamlara giderken temel amaç yüksek enflasyonu düşürmek olduğundan, hedeflerin altında kalınması bekleyişleri olumsuz etkilememiş; aksine enflasyondaki düşüşün süreceğine dair algılamaları kuvvetlendirmiştir. Dolayısıyla, söz konusu dönemde enflasyonun hedeflerin altında kalması, üzerinde kalmasına oranla daha kabul edilebilir bir durum olarak değerlendirilmiştir. Bu bağlamda Merkez Bankası’nın ilan ettiği hedefler, örtük bir şekilde “üst sınır” olarak algılanmıştır. Ancak enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde enflasyonun hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmaları aynı şekilde değerlendirilmektedir. Enflasyonun hedefin belirgin altında ya üstünde kalmasının nedenleri kamuoyuna açıklanması gereken bir husustur.⁸²

TCMB’nin 2006 Yılı Para ve Kur Politikası metninde, önceden açıklanan bir enflasyon hedefinin değiştirilmesi mümkün olmakla birlikte, koşullara bağlandığını belirtmiştir. Enflasyon hedefi para politikasının denetimi dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız

⁸¹ Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, s.4.

⁸² Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, s.5.

kalması durumunda değişebilmektedir. Bu durumda, yeni hedef yasa gereği yine Hükümet ile beraber saptanmaktadır. Geçici şokların ise, enflasyon hedeflerini değil, enflasyon tahminlerini değiştireceği ifade edilmiştir. Örneğin, dolaylı vergilerin bir defaya özgü ayarlanması o dönemde enflasyonu hedeften uzaklaştırırsa dahi, bir yıl sonrasının enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi çok kısıtlı olacağından hedefin değiştirilmesi söz konusu olmayacaktır; bunun yerine, kısa vadeli tahminler değiştirilecektir. Böylesi bir durumda, ekonomik birimler için referans olması gereken değer kısa vadede enflasyon tahminleri, orta vadede ise enflasyon hedefi olacaktır. Sonuç olarak olağanüstü gelişmeler hariç hedeflerin değiştirilmemesi esastır.⁸³

Katılım Öncesi Ekonomik Program ve üç yıllık bütçe planlarıyla uyumlu olarak 2006, 2007 ve 2008 için yıl sonu hedefleri sırasıyla % 5, % 4 ve % 4 olarak belirlenmiştir. 2006 yılı içinde 2009 yılsonu hedefi % 4 olarak belirlenmiştir. 2007 yılında 2010 yılı hedefi % 4 olarak açıklanmış; ancak 2008 yılının Haziran ayında 2009 yılı enflasyon hedefi % 7,5 ve 2010 enflasyon hedefi % 6,5 olarak revize edilirken, 2011 yılı enflasyon hedefi ise % 5,5 olarak ilan edilmiştir. 2012 ve 2013 yılları için ise hedefler %5 olarak belirlenmiştir.

2.1.3.3. Enflasyon Tahmin Ufku

“Hedef”, enflasyonun orta vadede nereye gideceği bilgisini içerirken; “tahmin” enflasyonun hedefe doğru ilerlerken izlemesi öngörülen seyri ifade etmektedir. Dolayısıyla, iktisadi birimlerin orta vadede enflasyon hedefini, daha kısa vadelerde ise Merkez Bankası’nın enflasyon tahminlerini referans almasının uygun olacağı öngörülmektedir.⁸⁴

Açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçildiği 2006 yılında, enflasyon tahminleri bir buçuk yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde

⁸³ Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, s.10.

⁸⁴ TCMB, 2011 Yılında Para ve Kur Politikası, s.9-10.

açıklanmıştır. 2007 yılından itibaren Merkez Bankası tahminlerin iki yıl için verilmesini kararlaştırmış, 2008 yılı Nisan ayı itibarıyla tahmin ufkunu üç yıla uzatmıştır. Bu yenilikle beraber, ekonomik birimlerin önlerini daha iyi görebilmelerine katkıda bulunulması amaçlanmıştır. Ayrıca, Beklenti Anketi sonuçları ile kıyaslanabilir bir tahmin ufku oluşturulması, enflasyon tahminlerinin daha kolay incelenip değerlendirilmesine olanak tanımıştır.

Türkiye’de Merkez Bankası, hem enflasyon hem çıktı açığına ilişkin tahminlerini grafiksel ve rakamsal olarak, bu tahminlere baz oluşturan faiz patikasını ise niteliksel olarak açıklamaktadır. Bunun nedeni, Türkiye’de finansal piyasaların yeterince derinleşmemiş olması ve dolayısıyla, faiz patikasının öngörülememesi ve sık sık güncellenmesidir.

2.1.3.4. Karar Alma Mekanizması

2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte, Para Politikası Kurulu, para politikası kararlarında tavsiye veren konumundan, karar alıcı konumuna geçmiştir. Kurul, kararlarını yıllık olarak önceden duyurulmuş bir takvim çerçevesinde yaptığı aylık toplantılarda oylama yöntemiyle almaktadır. Kurul toplantılarında faiz oranlarına ilişkin olarak alınan kararlar, kararın gerekçesini özetleyen kısa bir metin aracılığıyla kamuoyuna duyurulmaktadır. Bunun yanı sıra, Para Politikası Kurulunun değerlendirmelerini ve enflasyon görünümüne yönelik duruşunu özetleyen metin ise, Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti adıyla, toplantı tarihinden sonra 5 iş günü içinde yayımlanmaktadır.

Para Politikası Kurulu, faiz kararlarını alırken, orta vadeli bir bakış açısıyla, gelecek dönemdeki enflasyon görünümüne odaklanmaktadır. Buna paralel olarak, dışsal şokların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine anında tepki verilmemesi ve orta vadeli hedeflere vurgu yapılarak politika tepkisinin zamana yayılması prensibi benimsenmektedir. Kurul, faiz kararı alırken, toplam arz-talep dengesi, maliye politikasına ilişkin göstergeler, parasal

göstergeler ve kredi büyüklükleri, ücret-istihdam-birim maliyet-verimlilik gelişmeleri, kamu ve özel sektör fiyatlama davranışları, enflasyon beklentileri, döviz kurları ve bunları etkileyebilecek gelişmeler, olası dışsal şokların analizi ve Banka içinde üretilen ekonomik tahmin sisteminden elde edilen projeksiyonları içeren geniş bir bilgi kümesinden yararlanmaktadır.

2.1.3.5. Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasında, enflasyonun herhangi bir dönem içinde hedeften belirgin olarak sapması durumunda, Merkez Bankası söz konusu gelişmenin nedenlerini yayımladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna açıklamaktadır. Bu bağlamda, Merkez Bankası yayımladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna sürekli olarak hesap vermek durumundadır. Ancak yine de, enflasyon gerçekleştirmelerinin hedeften aşırı sapma gösterdiği durumlarda, Merkez Bankası'nın bu durumu kamuoyuna açıklayacağı ayrı bir mekanizma oluşturması önem taşımaktadır. Zira Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesinde, "Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar." hükmü yer almaktadır. Söz konusu madde, hesap verebilirliği sağlamaktadır.⁸⁵

Öte yandan, enflasyon hedefinden sapma olması durumunda hesap verme mekanizmasının nasıl işleyeceği konusundaki uygulama detayları Merkez Bankası'na bırakılmıştır. Bu doğrultuda Merkez Bankası, hedef etrafında belirsizlik aralığı oluşturmakta ve enflasyonun bu aralığın dışında gerçekleşmesi durumunda hesap verme mekanizmasını devreye sokmaktadır.⁸⁶

⁸⁵ Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, s.6.

⁸⁶ Olcay Yücel Çulha, Neslihan Kaya, age, s.4.

Enflasyon hedeflemesinde enflasyon TÜFE gibi kapsamlı bir endekse ölçüldüğünden, para politikasının denetimi dışındaki unsurlardan kaynaklanan oynaklıklar gösterebilmektedir. Petrol fiyatlarındaki gelişmeler, uluslararası likidite koşulları ile küresel risk algılamasındaki değişimler, dolaylı vergi ve kamu fiyat ayarlamaları, islenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemez hareketler gibi unsurlar, enflasyonda zaman zaman dalgalanmalar yaratabilmektedir. Bütün bu unsurlara ekonomideki veri ve model belirsizliği de eklenince, nokta hedef söz konusu olduğunda enflasyon gerçekleşmesinin hedefle birebir aynı olma olasılığı düşüktür. Ancak hedeften sapma düzeyi, hesap verilebilirlik açısından önemlidir. Sapma düzeyinin belirlenmesi, kesinlikle enflasyon hedefi aralığı olarak algılanmaması gereken bir “belirsizlik aralığı”nın ifade edilmesine bağlıdır. Bu aralık, hedeften her iki yönde “aşırı sapma” eşikleri için sadece gösterge niteliği taşımaktadır.⁸⁷

Belirsizlik aralığı, enflasyon hedeflemesine geçildiği dönemden bu yana hedef etrafında her iki yönde 2 yüzdelik puan olarak uygulanmıştır. Diğer bir ifadeyle, gerçekleşen enflasyon ile hedef enflasyon arasındaki farkın mutlak değeri 2 yüzdelik puanı aştığı takdirde hesap verme yükümlülüğü devreye girmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ilk üç yıllık döneminde, Merkez Bankası, IMF program şartlılığının da bir gereği olarak, üçer aylık dönemler itibarıyla hedef ile uyumlu enflasyon patikası ve bu patika etrafında bir belirsizlik aralığı oluşturmuş ve enflasyonun herhangi bir dönemde bu belirsizlik aralığının dışına çıkması durumunda sapmanın nedenlerini ve bu sapmalara karşı alınan politika önlemlerini, hükümete hitaben yazmış olduğu açık mektuplar ile açıklamış ve bu metinleri kamuoyu ile de paylaşmıştır.⁸⁸

Merkez Bankası'nın 16 Aralık 2008 tarihli “2009 Yılında Para ve Kur Politikası” başlıklı duyurusunda da yer aldığı üzere, 2009 yılı için de üçer

⁸⁷ Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, s.6-7.

⁸⁸ Olcay Yücel Çulha, Neslihan Kaya, age, s.4.

aylık dönemler itibarıyla hedefle uyumlu patika ve etrafında simetrik belirsizlik aralığı oluşturulmuştur. Üçer aylık dönemler sonu itibarıyla enflasyonun, yıl içinde belirsizlik aralığının dışında kalması durumunda bunun nedenlerinin ve hedefe tekrar ulaşılması için alınması gereken önlemlerin üç ayda bir yayımlanmakta olan Enflasyon Raporu aracılığıyla açıklanacağı, yıl sonu itibarıyla belirsizlik aralığının dışında kalması durumunda ise Hükümet'e ayrıca ayrıntılı bir mektup yazılacağı da belirtilmiştir. Böylece, enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu aynı zamanda şeffaflık ve mekanizmasının da temel araçlarından bir tanesi haline getirilmiştir.⁸⁹

Ayrıca, üç aylık Enflasyon Raporu'nun yanı sıra, Başkan tarafından Banka faaliyetleri ve para politikası uygulamaları hakkında Bakanlar Kurulu'na ve TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'na yılda iki defa yapılan sunumlar, Yıllık Rapor, her ay açıklanan Para Politikası Kurulu toplantı özetleri, her ay enflasyon verilerinin açıklanmasını takip eden iş günü içinde yayımlanan Fiyat Gelişmeleri Raporu, yılda iki kez yayımlanan Finansal İstikrar Raporu, Merkez Bankası yetkililerinin yurt içi ve yurt dışı toplantılarda yaptıkları sunum ve konuşmalar da kamuoyunun bilgilendirilmesinde önemli rol oynamakta ve hesap verebilirlik ilkesine hizmet etmektedir.⁹⁰

2.1.3.6. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Dönemi Gelişmeleri

2001 yılından itibaren örtük bir şekilde, 2006 yılından itibaren ise resmi olarak uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, para politikası fiyat istikrarına odaklı bir strateji izlemiştir. Bu doğrultuda, kısa vadeli faizler temel politika aracı olarak kullanılmıştır. Uygulanan strateji enflasyonla mücadeleye büyük katkıda bulunmuş, bu dönemde yaşanan küresel şoklara karşı esnek bir şekilde tepki verilebilmesini ve enflasyon beklentilerinin

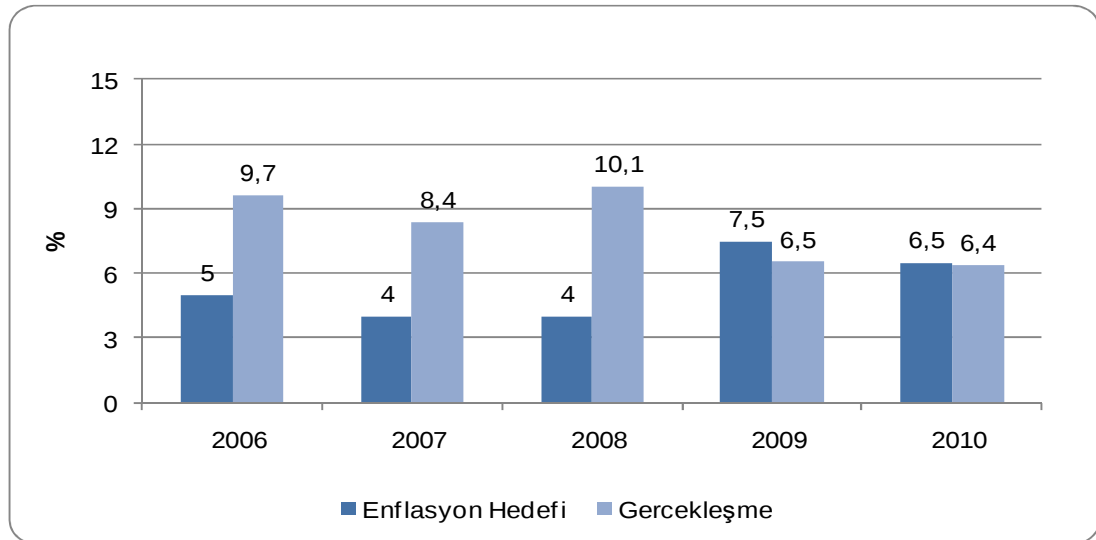
⁸⁹ Olcay Yücel Çulha, Neslihan Kaya, age, s.4.

⁹⁰ Olcay Yücel Çulha, Neslihan Kaya, age, s.4.

kontrol altında tutulabilmesini sağlamıştır. Böylece, uzun yıllardan sonra enflasyon kalıcı olarak tek haneli seviyelere düşürülmüştür.⁹¹

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyonun altında değerler almasına karşılık, açık enflasyon hedeflemesi döneminin ilk yıllarında benzer bir performans sergilenememiştir. 2006, 2007 ve 2008 yıllarında enflasyon hedefleri belirgin bir düzeyde aşılmış, 2009 ve 2010 yıllarında ise gerçekleşen enflasyon hedeflerin altında kalmıştır (Grafik 13).

Enflasyon hedeflemesinin ilk yıllarında enflasyon hedeflerinin belirgin olarak aşılmasının temel nedeni, gelişmekte olan ülkelerin ve Türkiye ekonomisinin bir dizi dışsal şoka maruz kalması ve büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışında gerçekleşen bu şokların bir süre kalıcı olmasıdır. Nitekim 2008 yılında enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan Brezilya dışındaki gelişmekte olan tüm ülkelerde enflasyon hedeflerinin belirgin olarak aşıldığı gözlenmiştir (EK 4).



Kaynak: TÜİK, TCMB

Grafik 13 Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2006-2010)

⁹¹ Erdem Başçı, Hakan Kara, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliği No:11/08, Mayıs 2011, s.3.

Genel olarak dünyada enflasyon eğilimindeki artış ve özellikle petrol fiyatlarının hızla yükselmesiyle küresel enflasyonun daha da yükseleceği yönündeki endişeler, gelişmiş ülke merkez bankalarının sıkı para politikaları izlemesine yol açmış, söz konusu politikalar 2006 yılının ikinci çeyreğinde global finansal piyasalarda dalgalanmaya yol açmıştır. Bu dönemde enflasyon kaygıları sebebiyle Amerika ve Avrupa merkez bankalarının para politikalarını daha da sıkılaştıracağına yönelik değerlendirmeler faiz oranlarını yükseltmiştir. 2006 yılı başlarında Japonya Merkez Bankası (BOJ) da uzun bir süredir sıfır olarak devam eden gevşek para politikasına yakın zamanda son vereceğini açıklamıştır. Bu gelişme emtia, menkul değer ve para piyasalarında dalgalanma yaratarak gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışına neden olmuştur. Özellikle dış açığı ve sermaye girişlerine bağımlılığı yüksek olan gelişmekte olan ülkelerde dalgalanma daha şiddetli hissedilmiş; yerli para, borsa endeksi ve menkul değerler göreceli olarak daha büyük kayıplar yaşamıştır.⁹²

Uluslararası piyasalarda yaşanan bu finansal türbülans, bir çok gelişmekte olan ülke gibi Türkiye ekonomisini de önemli ölçüde etkileyerek, enflasyonun ve enflasyon beklentilerinin kontrolden çıkmasına neden olmuştur. Bu dönemde Yeni Türk Lirası'nın bir ay içinde yaklaşık % 30 civarında değer kaybetmesi, döviz kuru geçişkenliğinin geçmiş dönemlere kıyasla daha düşük seviyede olmasına rağmen, enflasyondaki artışa katkıda bulunan bir unsur olarak ortaya çıkmıştır. Bu gelişmeler sonucunda enflasyon beklentilerindeki bozulma hızlanmıştır. Merkez Bankası, bu bozulmanın fiyatlama davranışları üzerinde kalıcı etkiler oluşturmaması amacıyla parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Haziran 2006'da politika faiz oranlarının 175 baz puan artırmıştır.⁹³

Örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamaya başlanıldığından beri ilk kez, üstelik de ciddi boyutta, faiz artırımına gidilmesiyle krizin ikincil

⁹² Ekrem Çanakçı, "Küresel Borsalarda 2006 ve 2007 Dalgalanmaları ve Türkiye", SPK Araştırma Raporu, 2007, S. 11-12.

⁹³ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s.54.

etkilerinin derinleşmesi büyük ölçüde engellenmiştir. Alınan politika önlemleri sonrasında döviz kurlarındaki oynaklık azalmış, enflasyon beklentilerindeki bozulma durmuştur. 2006 Haziran ayındaki parasal sıkılaştırma 2007 yılının ikinci yarısından itibaren iktisadi faaliyetler üzerindeki etkisini göstermeye başlamış ve ekonomi yavaşlamıştır. Böylece, politika faizlerindeki değişikliğin toplam talep ve özellikle ticarete konu olmayan malların enflasyonu üzerinde etkili olduğu teyit edilmiştir.⁹⁴

Merkez Bankası sert politika tepkisiyle enflasyonu yeniden kontrol altına almayı başarmış olsa da, yaşanan bu dalgalanmanın özellikle fiyatlama davranışı, enflasyon beklentileri ve para politikasının itibarı açısından önemli maliyetleri olmuştur.⁹⁵

Açık enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde enflasyondaki düşüşü engelleyen en önemli unsur, 2006 yılından bu yana enerji ve gıda fiyatlarında gerçekleşen yüksek oranlı artışlar ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarından kaynaklanan arz şokları olmuştur. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde tüketicilerin harcama sepetinde gıdanın ağırlığının yüksek olması, bu kaleme büyük bir şok geldiğinde enflasyon beklentilerinin yönetimi konusunda ciddi zorluklar doğurmaktadır. 2006 ve 2007 yıllarında enflasyonun sırasıyla %5 ve %4 olarak hedeflendiği ve sadece gıda fiyatlarındaki gelişmelerin bu yıllarda enflasyona doğrudan katkısının 3,1 ve 3,4 puana ulaştığı göz önüne alındığında bu durumun yarattığı zorluklar daha net görülmektedir.⁹⁶

Enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonun hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalması beklenti yönetimini daha da önemli hale getirmiştir. Özellikle 2007 yılının ortalarından itibaren enflasyonun yükselişe geçmesi aktif bir iletişim politikası izlenmesini gerektirmiştir. Merkez Bankası'nın bu

⁹⁴ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s.55.

⁹⁵ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s.55.

⁹⁶ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s.55-56.

dönemde ortaya çıkan şoklara karşı izlediği iletişim stratejisi iki aşamada özetlenebilir:⁹⁷

- Birinci Aşama: Temel Enflasyon Göstergelerine Vurgu

Arz şoklarının belirginleşmeye başladığı 2007 yılından itibaren Merkez Bankası enerji ve gıda fiyatlarını dışlayan temel (çekirdek) enflasyon göstergelerine sıkça atıfta bulunmuştur. Ortalama enflasyondaki yükselişe rağmen temel enflasyon göstergeleri üzerinde bir baskı görülmediği ifade edilmiş ve arz şoklarından doğrudan etkilenmeyen fiyatların makul seviyelerde seyrettiğine dikkat çekilmiştir. Dolayısıyla, enerji ve gıda fiyatlarındaki yükselişin geçici olacağı varsayımı altında enflasyonun bir süre sonra tekrar düşüş eğilimine gireceği öngörülmüş ve iktisadi birimlerin orta vadeye odaklanmalarının sağlanması amaçlanmıştır. Bu yaklaşım başlangıçta enflasyon beklentilerini kontrol altına almakta başarılı olmuştur. Bununla birlikte, şokların beklenenden daha kalıcı olması, zaman içinde gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselişin ekonominin genelindeki fiyatlara yansımaya başlamasına neden olmuş ve temel enflasyon göstergelerinde yükseliş gözlenmiştir. 2007 yılın yaz aylarından itibaren küresel piyasalarda gözlenen çalkantıya 2008 yılının başında yurt içi siyasi belirsizlikler de eklenince Türk Lirasında belirgin bir değer kaybı gözlenmiş ve enflasyon beklentilerini kontrol etmek daha da zorlaşmıştır. Bu doğrultuda Merkez Bankası iletişim stratejisinde ikinci aşamaya geçmiştir.

- İkinci aşama: Hedef Değişikliği

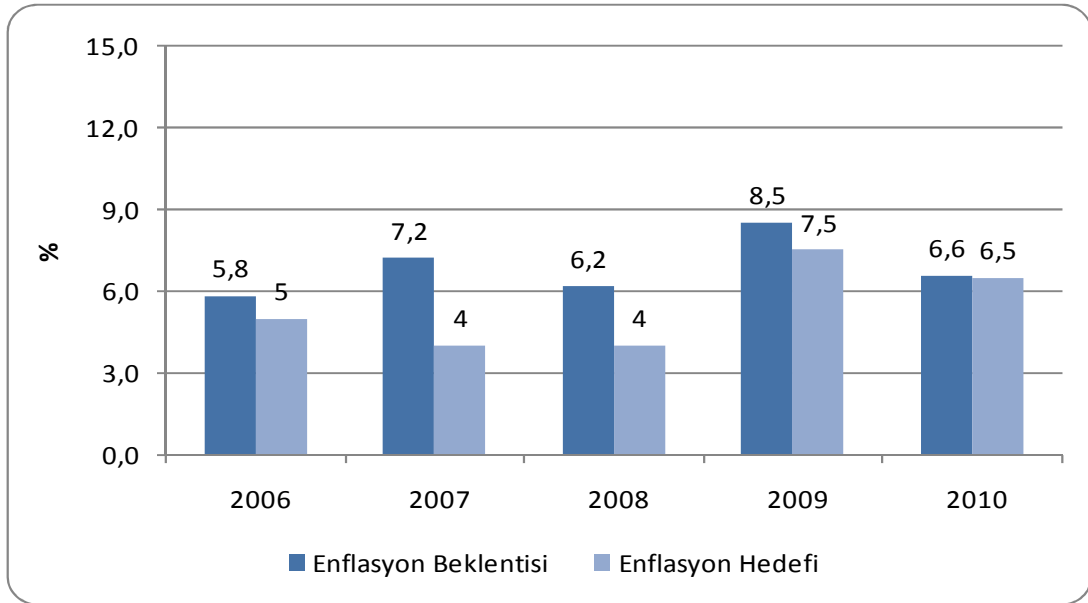
Enflasyon hedeflemesi dönemi boyunca enflasyonun hedeflerin belirgin olarak üzerinde seyretmesi, iktisadi birimlerin beklenti oluşturma biçimini olumsuz yönde etkilemiştir. Başkaya, Kara ve Mutluer, enflasyonda hızlı bir düşüşün yaşandığı 2002-2005 yılları arasında iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini oluştururken büyük ölçüde enflasyon hedeflerine bağlı kaldığını; ancak 2006 yılının ortalarına doğru, gerek arz şoklarının

⁹⁷ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s.56-57.

belirginleşmesi gerekse yaşanan portföy şoku sonrasında enflasyonun yıl sonu hedefinden uzaklaşması nedeniyle, beklenti oluşumundaki bu yapının değiştiğini bulgulamıştır. Buna göre, enflasyon beklentileri oluşturulurken giderek artan oranda geçmiş dönem enflasyonuna ağırlık verildiği ve enflasyon beklentilerinin döviz kuru, risk primi gibi değişkenlere duyarlılığının arttığı gözlemlenmektedir.

Hedeflerin iki yıl üst üste belirgin olarak aşılması ve üçüncü yılda da aşılmasının beklenmesi, enflasyon hedeflerinin beklentiler için referans teşkil etme fonksiyonunun zayıflamasına neden olmuştur (Grafik 14). Bu durumun kalıcı olması halinde enflasyonla mücadelenin maliyetinin daha da yükseleceğini öngören Merkez Bankası, enflasyon beklentilerini tekrar kontrol altına almak ve uygulanan rejime güvenilirliği yeniden tesis etmek amacıyla, Haziran 2008'de Hükümete hitaben yazılan bir açık mektupla orta vade için yeni hedefler belirlenmesini önermiştir. Merkez Bankası'nın bu önerisi Hükümet tarafından da benimsenmiş ve buna göre enflasyon hedefleri 2009, 2010 ve 2011 yılları için sırasıyla %7,5, %6,5 ve %5,5 olarak belirlenmiştir. Böylece, iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken referans alabilecekleri daha gerçekçi enflasyon oranları belirlenerek, enflasyon beklentilerinin kontrol edilmesi amaçlanmıştır. Diğer yandan, Merkez Bankası hedefleri değiştirmenin enflasyon beklentilerini kısa vadede bozma potansiyelini göz önüne alarak hedef değişikliğini parasal sıkılaştırmayla birlikte uygulamıştır. Nitekim, hedef değişikliğinin duyurulduğu dönemde orta vadeli enflasyon beklentilerinde bir miktar bozulma olmuş ancak sonrasında siyasi belirsizliğin azalması ve parasal sıkılaştırmanın da etkisiyle enflasyon beklentileri tekrar kontrol altına girmiştir.⁹⁸

⁹⁸ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s.57,58.



TCMB'nin Beklenti Anketi'ne göre bir önceki yılın sonunda 12 ay sonrasının yıllık TÜFE beklentileri kullanılmıştır.

Grafik 14 Enflasyon Hedefleri ve Beklentiler (2006-2010)

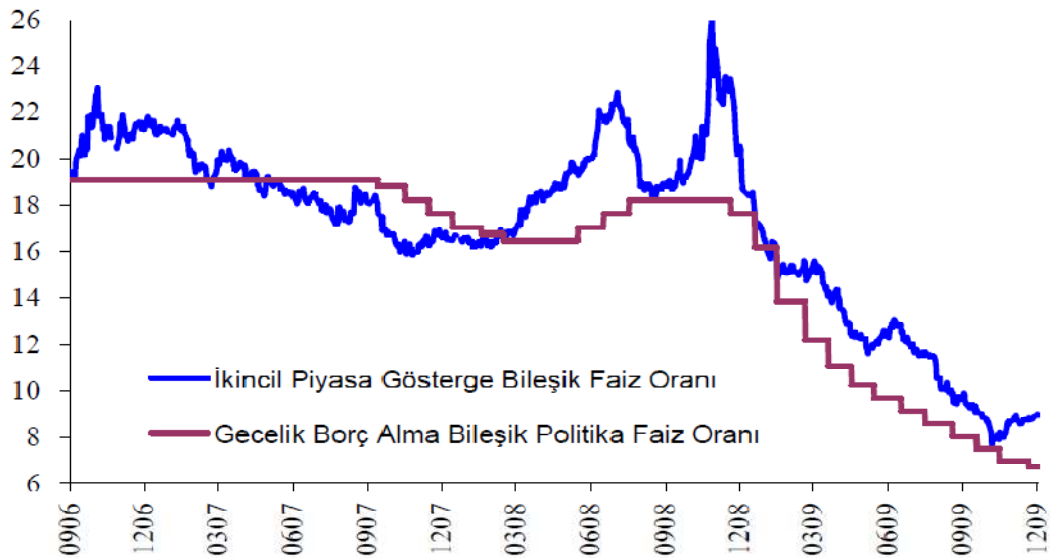
Bu önlemlere ilaveten, Merkez Bankası, emtia fiyatlarındaki belirsizliği göz önüne alarak, 2008 yılı Nisan ayından itibaren, enflasyon tahminlerini temel senaryonun yanında gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin alternatif senaryolara göre de sunmaya başlamıştır. Ayrıca hedef değişikliğinin uzun vadeli beklentileri bozmasını engellemek amacıyla enflasyon raporunda tahmin ufku üç yıla uzatılmıştır. 2006-2008 yılını kapsayan enflasyon hedeflemesi döneminde, Merkez Bankası hedeflerden sapmaları ve politika tedbirlerini açıklayan açık mektuplar yazmış ve hesap verebilirlik ilkesini kesintisiz olarak uygulamıştır.⁹⁹

2008 yılının son çeyreğinde, küresel mali krizin şiddetlenmesinin bir sonucu olarak dünya genelinde finansal koşulların para politikası duruşunun gerektirdiğinin ötesinde ek bir sıkılaşmaya maruz kaldığı gözlenmektedir. Ülkemizde de benzer bir gelişme gözlenmiş, ancak krizin tahribatını azaltmak

⁹⁹ A. Hakan Kara, Musa Orak, age, s.58.

birlikte ve finansal koşullardaki ek sıkılaşmayı bertaraf etmek amacıyla Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarında ölçülü bir indirime gitmiştir.¹⁰⁰

Merkez Bankası'nın almış olduğu para politikası kararlarının anlaşılabilmesi için ekonominin maruz kaldığı şokların niteliğinin doğru analiz edilmesi gerekmektedir. 2006 Mayıs-Haziran döneminde yaşanan sermaye çıkışına karşı beklenmeyen ve güçlü bir parasal sıkılaştırma tepkisi verilirken, 2008 yılının son çeyreğinde yaşanan sermaye çıkışları sonrasında tam tersine genişletici bir para politikası stratejisi uygulanmıştır (Grafik 15). Bu iki tepkinin zıt yönde olmasının temel nedeni söz konusu iki dönem arasında iktisadi konjonktür ve şokların kaynağı açısından önemli farklılıklar olmasıdır. 2006 yılında hem iç talep hem de dış talep güçlü konumda olduğundan sermaye çıkışlarının yol açtığı döviz kuru hareketleri enflasyon ve enflasyon beklentilerini hızla bozma eğilimi taşıırken, 2008 yılına gelindiğinde küresel resesyon ve zayıf iç talep koşullarının enflasyonu düşürücü yöndeki etkisinin daha baskın olduğu gözlenmektedir.¹⁰¹



Kaynak: İMKB ve TCMB.

Grafik 15 2006-2009 Döneminde Politika ve Piyasa Faizleri

¹⁰⁰ 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, s.6.

¹⁰¹ 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, s.6-7.

2008 yılı Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatan ve gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimlerine en erken başlayan merkez bankaları arasında yer alan TCMB, 2009 yılında enflasyonun hedefin altında kalma ihtimalinin artmasından hareketle, likidite desteğini artırırken aynı zamanda hızlı ve önden yüklemeli faiz indirimleriyle finansal sistemin ve kredi piyasalarının işlerliğini korumayı amaçlamıştır. TCMB, 2008 yılının Kasım ayından 2010 yılının sonuna kadar politika faizlerini 1525 baz puan indirmiştir. TCMB, aldığı bu politika kararlarıyla küresel krizin iktisadi faaliyet üzerinde yol açtığı tahribatı sınırlarken enflasyonun hedeften belirgin şekilde sapmasını engellemiştir.

Kriz döneminde uygulanan para politikaları, Merkez Bankası'nın kamuoyu ile etkili iletişimi ve enflasyonda gözlenen belirgin azalış, 2009 ve 2010 yıllarında enflasyon beklentilerinin hedeflere yakınsamasında önemli bir rol oynamıştır (Grafik 14).

Krizin finansal piyasalar üzerindeki etkisinin hafiflemesiyle birlikte, TCMB 14 Nisan 2010 tarihinde, kriz sırasında alınan likidite önlemlerinin geri alınmasını ve para politikasının operasyonel çerçevesini normalleştirmeyi içeren çıkış stratejisini açıklamıştır. Merkez Bankası, kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeleri ve iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimini de dikkate alarak, kriz döneminde devreye sokulan geçici likidite desteklerini geri çekmiş, bu kapsamda piyasaya ihtiyacından fazla sağlanan likiditeyi kademeli olarak azaltırken zorunlu karşılık oranlarını artırmıştır.

TCMB, krizden çıkış stratejisi kapsamında biriken makro finansal dengesizlikleri sınırlamak amacıyla temel olarak iki ara hedef benimsemiştir: Kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak. Bu doğrultuda, fiyat istikrarından taviz verilmeden finansal istikrarın gözetilebilmesi amacıyla, politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunun (gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark) aktif para politikası araçları olarak kullanılmasına karar verilmiştir. Merkez Bankası'nın bu politikasının temel nedeni, fiyat ve finansal istikrar hedeflerini eş zamanlı

yürütmek istemesidir. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı bir ortamda TCMB'nin finansal istikrarı diğer bir ana hedef olarak açıklaması yeni tartışmalara neden olmaktadır.¹⁰²

2.2. TÜRKİYE'DE TAYLOR KURALI'NA İLİŞKİN AMPRİK ÇALIŞMALAR

Kesriyeli ve Yalçın, üçer aylık veriler kullanarak Türkiye için 1987-1998 dönemini incelemiştir. Nominal faiz oranları için interbank gecelik bileşik ve ağırlıklı hazine bileşik faiz oranları kullanılmış ve yapılan tahminlerde benzer sonuçlar elde edilmiştir. Türkiye için yapılan tahminde hedeflenen enflasyon yerine tahmin dönemindeki ortalama enflasyon oranı, beklenen enflasyon için ise gerçekleşen TÜFE oranı ve bir sonraki yılda gerçekleşen TÜFE oranı kullanılarak, hem geçmişe dönük hem de geleceğe dönük tahmin yapılmıştır. Diğer yandan, üretim açığı, reel GSMH'nin HP filtresi yöntemi kullanılarak oluşturulan potansiyel GSMH'dan çıkarılmasıyla hesaplanmıştır. İki aşamalı EKK yöntemiyle tahmin edilen modelde Taylor Kuralı'nı sorgulayan yazarlar, geçmişe dönük tahminlerinde çıktı açığı ile enflasyon açığının katsayılarını sırasıyla 6,9 ve 0,8 olarak bulmuşlar, orijinal kural tarafından önerilen katsayılardan oldukça yüksek değerler elde etmişlerdir. İleriye dönük beklentilerle yapılan tahminde ise enflasyon ve üretim açığı değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamsız bulunması Taylor Kuralı'nın bu varsayım altında geçerli olmadığını göstermektedir. Bu durum, Türkiye'de yaşanan yüksek enflasyonun bir sonucu olarak beklentilerin genellikle geriye dönük oluşturulduğu düşüncesini destekler niteliktedir. Yazarlar her iki yaklaşımla yapılan tahminlerden elde edilen bulgulardan, Türkiye gibi yüksek ve kronik enflasyonun yaşandığı ekonomilerde kuralın geçerli olamayacağı ve faiz oranlarının fiyat istikrarını sağlama aracı olarak kullanılamayacağı sonucuna ulaşmışlardır.¹⁰³

¹⁰² Erdem Başçı, A. Hakan Kara, age, s.2.

¹⁰³ Mehtap Kesriyeli, Cihan Yalçın, **Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No:9802, Ekim 1998.

Akat, Türkiye için yeni bir parasal kural önerisinde bulunmak amacıyla 4 farklı Taylor tipi kural geliştirmiştir. Çalışmada 2001-2004 dönemi incelenmiş ve sonuçlar farklı enflasyon ölçütleri açısından da değerlendirilmiştir. Enflasyon ölçütü olarak yıl sonu ve on iki aylık enflasyon beklentileri ile yıl sonu ve on iki aylık enflasyon hedefleri kullanılan çalışmada gecelik borç alma faizleri, denge sanayi üretimi ve reel döviz kuru değişkenlerine yer verilmiştir.¹⁰⁴

Ongan, 1988-2003 dönemi için Türkiye’de mevduat faizlerinin enflasyon, çıktı açığı ve döviz kuru açığı ile ilişkisinden yola çıkarak, EKK yöntemi ile Taylor Kuralı’nı incelemiştir. Açık olarak ifade edilen değerler, gerçek verilerin HP filtresi yöntemi ile elde edilmiş trend değerlerinden sapmaları şeklinde oluşturulmuştur. Yazar çalışmasında, kısa dönem nominal faiz oranının belirli bir kurala göre hareket ettiği sonucuna ulaşmıştır. Elde edilen sonuçlar, nominal faiz hadleri ile enflasyon arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu yönündedir. Enflasyon hedefinden sapmanın pozitif yönlü olması, faiz oranının enflasyonun artması durumunda toplam talebi azaltıcı bir politika aracı olarak kullanıldığı anlamına gelmektedir. Nominal döviz kuru açısından Taylor Kuralı’nın değerlendirilmesi durumunda da istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkinin varlığına işaret eden sonuçlara ulaşılmıştır. Diğer taraftan üretim açığı ile nominal faiz hadleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç bulunamamıştır.¹⁰⁵

Yazgan ve Yılmazkuday İsrail ve Türkiye’yi geliştirmekte olan ülkeler kapsamında ele alarak ileriye dönük bir para politikası kuralı tahmin etmişlerdir. Türkiye için 2001-2004 dönemini, İsrail için de 1999-2002 dönemini aylık veriler ile GMM kullanarak analiz etmişlerdir. Modelde İsrail için hazine tahvil piyasası faiz oranı, Türkiye için gecelik borçlanma faiz oranı kullanılmıştır. İleriye dönük bir tahmin yapıldığı için cari enflasyon yerine,

¹⁰⁴ Asaf Savaş Akat, age.

¹⁰⁵ Hakan Ongan, “Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği”, **Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, Kırkbeşinci Seri, 2004, s.1-12.

beklenen enflasyon oranlarına, dolayısıyla da Türkiye için TCMB'nin Beklenti Anketleri'nden alınan gelecek 12 aya ilişkin TÜFE beklentilerinin ortalamasına yer verilmiştir. Çıktı açığı sanayi üretim endeksinden, mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretim serisine HP filtresi uygulanarak elde edilen potansiyel üretim serisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır. Çalışmada Türkiye ve İsrail kapalı ekonomiler olarak ele alınmış, hedeflenen enflasyondan ve potansiyel üretim düzeyinden sapmanın faiz oranları üzerindeki etkisi ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Yapılan tahminlere göre, her iki ülke içinde Taylor Kuralı'nın merkez bankalarının davranışlarını oldukça iyi açıkladığı sonucuna varılmakla birlikte, İsrail'e kıyasla Türkiye'de faiz oranlarının enflasyon hedeflerindeki sapma ve çıktı açığına duyarlılığının daha fazla olduğu ortaya konulmuştur.¹⁰⁶

Berüment ve Taşçı, Türkiye için ileriye dönük bir para politikası reaksiyon fonksiyonu tahmin etmek üzere, 1990-2000 dönemini analiz etmişlerdir. Analize incelenen dönemde Türkiye'de dolarizasyonun ve enflasyonun yüksek seviyelerde olması, dolayısıyla da TCMB'nin spekülâtif hareketler ve ödemeler dengesinde oluşabilecek olası krizlere karşı rezerv tutma kaygısı sebebiyle, politika aracı olarak bankalararası piyasa gecelik faiz oranı ile TL'deki değer kaybı arasındaki spread kullanılmıştır. Para arzındaki büyüme (M2), sanayi üretimi, rezervler ve enflasyon hedeflerini içeren modelde, aylık veriler üzerinden GMM ile tahmin yapılmıştır. Çalışmada, gelecek üç aya ait ÜFE, cari ÜFE ve gecikmeli ÜFE olmak üzere üç ayrı enflasyon oranı yer almaktadır. Tahmin sonucu elde edilen bulgularla, temel politika aracı olarak kullanılan spreadin geçmiş ya da gelecek dönemlerdeki enflasyondan etkilenmediği, ancak üretim, rezervler ve para arzındaki büyümeye bağlı olarak değiştiği; bu nedenle TCMB' nin fiyat

¹⁰⁶ M. Ege Yazgan, Hakan Yılmazkuday, "Monetary Policy rules in Practice: Evidence from Turkey and Israel", **Applied Financial Economics**, vol 17 (1), 2007, s.1-8.

istikrarından çok finansal istikrarı gözeten bir politika izlediği ortaya konulmuştur.¹⁰⁷

Çağlayan, Multinomial logit model ile aylık veriler ile tahmin ettiği çalışmasında Taylor bilgi setini Türkiye için incelemiştir. 1990:03-2004:12 dönemine ait amprik çalışmada, enflasyon ölçüsü olarak TÜFE, enflasyon hedefi için ortalama TÜFE, faiz oranı için interbank gecelik faiz oranları ve üretim açığı için bir dönem önceki GSMH değerleri kullanılmıştır. Çalışmada HP filtreleme yöntemi kullanılarak, GSMH'nin trendinden farkı alınmak suretiyle çıktı açığı tahmini yapılmaya çalışılmış, ancak hesaplanan çıktı açığının faiz oranları üzerinde anlamlı etkisi bulunamamıştır. Yapılan analizde, bir dönem önceki GSMH üzerinden hesaplanan üretimden sapma ile enflasyondan sapmanın faiz oranlarının düşürülmesinin tahmininde rol oynarken, artırılmasında etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.¹⁰⁸

Kaytancı Türkiye için Taylor Kuralı'nı ele aldığı çalışmasında, 1990:1 ve 2003:4 döneminde TCMB'nin reaksiyon fonksiyonunu üçer aylık verilerle VAR modeli aracılığıyla tahmin etmiştir. Modelde reel GSYH, TÜFE, gecelik faiz oranları ve döviz kuru verileri kullanılmıştır. Çalışmada üretim açığı logaritmik olarak hesaplanan ve mevsimsellikten arındırılan reel GSYH'den, HP yöntemi ile oluşturulan logaritmik ve mevsimsellikten arındırılmış potansiyel GSYH'nin çıkartılması ile elde edilmiştir. Enflasyon açığı ise, logaritmik olarak hesaplanan ve mevsimsellikten arındırılan TÜFE'den HP yöntemi ile oluşturulan logaritmik ve mevsimsellikten arındırılmış denge TÜFE'nin çıkartılması ile elde edilmiştir. Tahmin sonuçlarına göre, üretim açığı, enflasyon açığı, döviz kuru veya gecikmeli gecelik faiz oranına etki eden bir şoka gecelik faiz oranının tepkisi negatif ve anlamsız bulunmuştur.¹⁰⁹

¹⁰⁷ Hakan Berüment, Hakan Taşçı, "Monetary Policy Rules in Practice: Evidence From Turkey", **International Journal of Finance and Economics**, s.9, 2004, s 33-38.

¹⁰⁸ Ebru Çağlayan, "Türkiye'de Taylor Kuralı'nın Geçerliliğinin Ekonometrik Analizi", **İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 20, Sayı. 3791, İstanbul, 2005, s.379-392.

¹⁰⁹ Bengül Gülümser Kaytancı, **Merkez Bankası Para Politikası Tepki Fonksiyonu: Türkiye Uygulaması (1990-2003)**, Anadolu Üniversitesi Doktora Tezi, 2005.

Kaya 1995:01- 2005:09 dönemi için aylık veriler üzerinden yapmış olduğu çalışmada geriye dönük bir para politikası kuralı oluşturmuş ve bunu ekonometrik tahmin sürecine tabi tutmuştur. İncelenen dönem üç ayrı dönem halinde (1995:01-1999:11, 2001:09-2005:09; 2003:01-2005:09), EKK yöntemi ile analiz edilmiştir. Modelde temel politika aracı olarak aylık olarak ağırlıklandırılmış gecelik faiz oraları kullanılarak; hükümet borçlarının ortalama vadesi, TÜFE ve ÜFE, sanayi üretim endeksi, reel döviz kurunun yanı sıra cari işlemler dengesinin toplam döviz rezervlerine oranı baz alınarak reaksiyon fonksiyonu tahmin edilmiştir. Geriye dönük tahmin yöntemi izlendiği için, modelde tüm değişkenlerin bir dönem gecikmesine yer verilmiştir. Yapılan tahmin sonuçları, 1995-1999 döneminde anlamlı ve istikrarlı bir para politikası ve para politikası kuralı izlenmediğini göstermiştir. Ayrıca TCMB'nin incelenen tüm dönemlerde izlediği politikalarda hükümetin borçlanma vadesini ve sanayi üretim endeksini gözetmediği sonucuna ulaşılmıştır. Diğer taraftan, bulgular 2001 yılından sonra TCMB'nin fiyat istikrarı amacına yönelik bir politika izlediği ve bu politikanın orijinal Taylor Kuralı ile benzerlikler gösterdiğini ortaya çıkarırken, 2003 yılından sonraki bulgular reel döviz kuru hareketleri ile cari işlemler açığının da para politikası kuralında artan bir önem kazandığını göstermiştir. Kaya'nın çalışması TCMB'nin basit bir Taylor Kuralı'na bağlı kalmak yerine, enflasyon oranının yanı sıra reel döviz kurunu ve cari işlemler açığını da gözetken farklılaştırılmış bir politika kuralı izlemiş olabileceğini savunmaktadır.¹¹⁰

Zortuk yaptığı çalışmada, Taylor Kuralı'nın işleyişini Bounds (sınır) testi yardımıyla 2001:08-2006:12 dönemi için aylık verilerle analiz etmiştir. Bu çalışmada potansiyel üretim düzeyi, aylık verilere dönüştürülmüş ve mevsimsel düzeltmesi yapılmış cari GSYH verilerine HP filtresi uygulanarak HP trendi ve ayrıca da lineer trend hesaplanmak suretiyle elde edilmiştir. Potansiyel üretim düzeyi iki farklı yöntemle hesaplanmakla birlikte, bu iki yöntemle ayrı ayrı tahmin edilen üretim açıklarının birbirine oldukça benzediği

¹¹⁰ Şerife Demet Kaya, **A Study About the Monetary Policy Rule of The Central Bank of the Republic of Turkey in the Implicit Inflation Targeting Framework**, Bilkent Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Şubat 2006.

sonucuna ulaşılmıştır. Analize TÜFE, nominal döviz kurları ve TCMB'nin gecelik borç verme faiz oranı ekseninde oluşan ağırlıklandırılmış mevduat faiz oranları kullanılmıştır. Enflasyon hedefi olarak TCMB'nin Beklenti Anketi kapsamında yayınladığı aylık enflasyon beklentilerine yer verilmiştir. Söz konusu değişkenlerden oluşturularak oluşturulan modelde, Türkiye'de incelenen dönem için hedeflenen enflasyondan, potansiyel üretim düzeyinden ve döviz kurlarından sapmanın kısa vadeli faiz oranları üzerinde anlamlı bir şekilde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada enflasyon açığındaki %10'luk bir artışın, faiz oranlarında %1,3'lük bir artışa neden olduğu, üretim açığının istatistiksel bakımdan anlamlı olmakla birlikte faiz oranları üzerinde çok az etkisi olduğu, nominal döviz kurunun ise faiz oranlarıyla negatif bir ilişki içerisinde bulunduğu saptanmıştır.¹¹¹

Aklan ve Nargeleçekenler, yaptıkları çalışmada 2002-2006 dönemi için aylık veriler üzerinden TCMB'nin geriye dönük reaksiyon fonksiyonunu tahmin etmiştir. Çalışmanın temel amacı, para politikalarının hangi değişkenlerin (enflasyon, üretim, kur) etkisi altında belirlendiğinin ve bu süreçte kural doğrultusunda hareket edilip edilmediğinin ortaya konulmasıdır. Reaksiyon fonksiyonunda interbank faiz oranları bağımlı değişken olarak alınırken; TÜFE, aylıklandırılmış yıllık enflasyon hedefleri, çıktı açığı ve kur bağımsız değişkenler olarak tanımlanmıştır. Çıktı açığı, sanayi üretim serisinden, mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretim serisine HP filtresi uygulanarak elde edilen potansiyel üretim serisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır. Model tahmin edilirken GMM kullanılmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemde tahmin edilen faiz reaksiyon fonksiyonu, uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin esnek bir yapıda olduğunu ortaya koymuştur. Çünkü reaksiyon fonksiyonunda faiz oranları sadece enflasyon sapmasına göre değişim göstermemekte, üretim sapması ve kur değişimlerinden de etkilenmektedir. Ancak kur değişimlerine gösterilen reaksiyon yüksek değildir. Bu sonucun kur istikrarının TCMB'nin öncelikli

¹¹¹ Mahmut Zortuk, "Koşulluluk Aracı Olma Bağlamında Kısa Vadeli Faiz Oranlarının Hedeflenen Enflasyondan Sapmada Kullanımı: Bounds Test Yaklaşımı (Türkiye Örneği)", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, sayı 6, 2007, s.41-68.

hedefi olmamasından kaynaklandığı değerlendirilmiştir. Ayrıca ilgili dönem için öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak olan TCMB'nin temel hedefi ile uyumlu olduğu kanısına varılmıştır.¹¹²

Yapraklı, 2001:8-2006:12 dönemini kapsayan çalışmasında, aylık interbank faiz oranları, reel üretim açığı, TÜFE ve reel efektif kur endeksi değişkenleri ile Türkiye'de para politikası kuralının geçerliliğini test etmiştir. Reel üretim açığı, reel sanayi üretim endeksinin doğal logaritmasının, HP yöntemi kullanılarak oluşturulan potansiyel sanayi üretim endeksinin doğal logaritmasından çıkarılmasıyla elde edilmiştir. Reel efektif döviz kurunun dahil edilmediği modelde, enflasyon ve çıktı açığına tepki katsayıları sırasıyla 0,7 ve 0,65 olarak bulunurken, açık ekonomi modelinde söz konusu parametreler 0,74 ve 0,37 değerlerini almıştır. Yapılan analiz sonuçları kısa dönem faiz oranı üzerinde enflasyon ve üretim açığının anlamlı bir etkisi olduğunu, döviz kurunun etkisinin ise negatif ancak istatistiki olarak anlamsız olduğunu göstermiştir. Türkiye'de temel ve açık ekonomi para politikası kuralının geçerli olduğu, fiyat istikrarını sağlama açısından enflasyonun doğrudan hedeflendiği ve para politikası aracı olarak da kısa dönemli faiz oranlarının kullanıldığı bir politikanın etkili olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.¹¹³

Çağlayan ve Astar enflasyon hedeflemesi stratejisine geçen ülkelerde Taylor Kuralı'nın uygulanıp uygulanmadığını ortaya koymak amacıyla, 22 ülkenin verileri üzerinden amprik çalışma yapmışlardır. Bu ülkelerdeki faiz oranlarının değişimin yönü multinomial logit modelleri kullanarak tahmin edilmeye çalışılmıştır. Modelde döviz kurlarına da yer verilerek, özellikle gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları üzerinde kurların etkisinin olup olmadığı ayrıca inceleme konusu yapılmıştır. Çalışmaya konu edilen ülkeler için tahmin döneminin başlangıcında, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçişin tamamlandığı tarih esas alınmıştır. Esas olarak aylık veriler

¹¹² Nejla Adanur Aklan, Mehmet Nargeleçekenler, age.

¹¹³ Sevda Yapraklı, "Türkiye'de Enflasyon ve Döviz Kurunun Para Politikası Kuralı Üzerindeki Etkisi", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, sayı 258, Eylül 2007, s.122-135.

kullanılmakla birlikte, aylık verilerine ulaşılamayan ülkelerin üç aylık verileri üzerinden analiz yapılmıştır. Modelde faiz oranları bağımlı değişken; enflasyondan, üretim açığından ve önceki dönem faiz oranlarından sapma ve cari enflasyon ise açıklayıcı değişkenler olarak ele alınmıştır. İzlanda, Endonezya, Filipinler ve İsviçre için yapılan tahminler anlamsız sonuçlar vermiştir. Taylor Kuralı, kalan 18 ülke içerisinde, 10 gelişmiş ülke için gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha uygulanabilir olarak değerlendirilmiştir. Türkiye için 2005:01-2009:2 dönemi verileriyle yapılan döviz kurunun dahil edilmediği kapalı ekonomi modelinde, enflasyondan sapmanın ve çıktı açığının faizlerin artışında etkili olurken, düşmesinde etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler için döviz kurunun da modele dahil edilmesiyle yapılan analizde ise Türkiye'nin de içinde bulunduğu 4 gelişmekte olan ülke için anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu azaltmada ve fiyat istikrarını sağlamada politika aracı olarak yalnızca faiz oranlarının kullanılmasının yeterli olamayacağı sonucuna ulaşılmıştır.¹¹⁴

¹¹⁴ Ebru Çağlayan, Melek Astar, "Taylor Rule: Is it an Applicable Guide for Inflation Targeting Countries?" **Journal of Money, Investment and Banking**, Issue 18, 2010.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI KURALI UYGULAMASI

3.1. ANALİZDE KULLANILAN VERİLER

Çalışmada Merkez Bankası'nın geriye dönük reaksiyon fonksiyonu kurulan model çerçevesinde 2003:01-2010:12 dönemi için aylık veriler üzerinden E-Views programı kullanılarak tahmin edilmiştir. Modelde bağımlı değişken olarak kısa vadeli faiz oranlarını temsil etmek üzere, TCMB'nin İnternet sayfasında yayınladığı 1 ay vadeli ağırlıklandırılmış nominal mevduat faiz oranlarından elde edilen reel mevduat faizleri kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenler olarak enflasyonun hedeflenen değerlerinden, üretimin ve kurların ise trendinden sapmasının gecikmeli değerleri kullanılmıştır.

Fiyatlar genel düzeyini açıklayan değişken olarak IFS'ten alınan 2005 bazlı TÜFE kullanılmıştır. TCMB'nin 2002-2010 dönemi için belirlediği yılsonu enflasyon hedefleri aylık veriler haline dönüştürülmüş, her yıl için belirlenen hedef o yılın son ayına denk gelecek şekilde doğrusal bir dönüşüm yapılmıştır. Enflasyonun hedeflenen değerinden sapması (ENFSAPMA), enflasyonun aylıklandırılmış enflasyon hedefinden çıkartılarak oluşturulmuştur.

Modelde üretim açığı hesaplamasında, IFS'ten alınan 2005 bazlı aylık sanayi üretim serisi kullanılmıştır. E-Views programında Tramo/Seats ile mevsimsellikten arındırılmış seriden, HP filtresi uygulanarak elde edilen potansiyel üretim serisi çıkartılarak çıktı açığına (CIKTIACIGI) ulaşılmıştır.

Açık ekonomilerde döviz kuru para politikası aktarım mekanizmasının önemli bir bileşenini oluşturmaktadır. Kur değişimleri, özellikle gelişmekte olan ülkelerde para politikasının hedeflenen değeri olarak seçilen enflasyonu ve üretim düzeyini etkilediğinden, merkez bankasının faiz belirleme sürecine

dahil edilmesi gereken bir değişken olduğu düşünülmektedir. Bu sebeple modelde TCMB'nin web sayfasından alınan 2003 bazlı reel efektif döviz kuru 2005 yılına endekslenerek kullanılmıştır. Reel efektif döviz kuru için HP filtresi yöntemiyle bir trend belirlenmiş, faiz oranlarının reel efektif döviz kurunun trendinden sapması (KURSAPMA) durumunda nasıl tepki vereceği ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

3.2. VERİLERİN ZAMAN SERİSİ ÖZELLİKLERİ

Ekonomik çalışmalarda regresyonun gerçek bir ilişkiyi mi yoksa yanıltıcı bir ilişkiyi mi ifade ettiği, zaman serisinin durağan ya da durağan dışı olmasına bağlıdır. Değişkenler arasındaki ilişkilerin istatistiksel olarak anlamlı olması için, analizi yapılan serilerin durağan özellikte olması gerekir. Durağan olmayan serilerin varlığı, birçok standart hipotez testini geçersiz kılar. Çünkü değişkenlerin durağan olmaması sahte ilişkiye neden olup R^2 değerinin yüksek olmasına yol açabilir. Ayrıca durağan olmayan serilerle yapılan analizlerde parametrelerin anlamlılığına bakmak istatistiksel olarak doğru değildir. Bu durumda ulaşılan sonuçlar gerçeği yansıtmamaktadır.¹¹⁵

Çok değişkenli bir ekonometrik zaman serisi modelinde, modelde yer alan serilerin durağanlık yapılarının test edilmesi gerekir. Bir zaman serisinin, ortalaması ile varyansı zaman içinde değişmiyor ve iki dönem arasındaki kovaryansı bu kovaryansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı ise bu zaman serisi durağandır.¹¹⁶

Serilerin durağan olup olmadığının tespitinde birim kök testleri kullanılmaktadır. Bu testlere göre zaman serisi birim kök içermiyorsa durağandır. Diğer taraftan seri birim kök içeriyorsa durağan değildir. Bu çalışmada kullanılan serilerin durağanlık düzeylerine ait özellikleri Geliştirilmiş Dickey-Fuller (Augmented DF) testiyle, gecikme uzunlukları ise

¹¹⁵Dikmen, **Ekonometri Temel Kavramlar ve Uygulamalar**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2009, s.283.

¹¹⁶Damodar N. Gujarati, **Temel Ekonometri**, Literatür Yayınevi, İstanbul, 1999.

Schwarz bilgi kriteri (SIC) kullanılarak belirlenmiştir. ADF birim kök testi ile hesaplanan ADF test istatistiği Dickey ve Fuller tarafından geliştirilen kritik tablo değerleri ile karşılaştırılarak, H_0 ve H_1 hipotezlerine göre birim kökün varlığı tespit edilmiştir. Kullanılan hipotezler şu şekildedir:

“ H_0 : seride birim kök vardır.”

“ H_1 : seride birim kök yoktur.”

ADF test istatistiğinin değerinin mutlak değeri kritik değerlerin mutlak değerini aşıyorsa, H_0 hipotezi reddedilir, seride birim kök yoktur. Dolayısıyla bu durum serinin durağan olduğunu göstermektedir.

Reel mevduat faiz oranları, TÜFE, SÜE ve reel efektif döviz kuru serilerine uygulanan ADF test sonuçları Tablo 9’da sunulmaktadır.

Tablo 9 Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Test Türü	Gecikme Uzunluğu	Test İstatistiği	Kritik Değerler %1 %5 %10
Faiz	Sabit katsayılı	1	-2,724123	-3,501445 -2,892536 -2,583371
TÜFE	Sabit katsayılı	2	-4,350344	-3,502238 -2,892879 -2,583553
SÜE	Sabit katsayılı	1	-2,696215	-3,501445 -2,892536 -2,583371
Kur	Sabit katsayılı ve trend	3	-3,706696	-4,060874 -3,459397 -3,155786

Tablo 9' da dört seri de seviyelerinde durağan bulunmuştur. TÜFE serisi %1, faiz serisi ve SÜE serisi %10 anlamlılık düzeyinde durağandır. Sabit katsayı içeren kur serisi durağan değilken, trend ve sabit katsayı içeren seri %5 anlamlılık düzeyinde durağan bulunmuştur. Faiz ve SÜE için SIC bilgi kriterine gecikme uzunluklarının 1, TÜFE için 2 ve kur için ise 3 olduğu görülmektedir.

3.3. ÇIKTI AÇIĞININ TAHMİNİ

Çıktı açığı, üretimin fiili seviyesi ile ekonominin potansiyel üretimi arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Çıktı açığı fiili üretimin geçici kısmına tekabül etmektedir. Buna göre ekonomide uzun dönemde etkili olan kalıcı şoklar potansiyel üretim üzerinde etkili olurken geçici şoklar ise çıktı açığı üzerinde etkili olmaktadır. Talep yönlü şoklar fiili üretimi etkilemek suretiyle çıktı açığını, arz yönlü şoklar ise potansiyel üretimi etkilemektedir. Negatif çıktı açığı yani gerçekleşmiş üretimin potansiyelin altında olması ekonomideki kaynakların tam olarak kullanılmadığına işaret etmekte, bu durum enflasyonist baskının azaldığını göstermektedir. Aksi durumda süreklilik arz eden pozitif çıktı açığı ise ekonomide toplam talebin ve enflasyonist baskının arttığının bir göstergesidir.

Temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankaları açısından, çıktı açığının/fazlasının boyutunun ve yönünün minimum hata ile tahmin edilmesi para politikasının etkin ve tutarlı bir şekilde yürütülmesinde önem arz etmektedir. Diğer bir ifade ile optimal para politikası uygulanması için çıktı açığının doğru tahmini gereklidir.

Gerçekleşen üretim gözlenebilen bir değişken iken, potansiyel üretim gözlenebilir olmadığından tahmin edilmek zorundadır. Çıktı açığının ölçülmesinde kullanılan teknikler üç temel kategoride ele alınabilmektedir. Birinci grupta gayri safi yurtiçi hasıla verilerinden yararlanılarak potansiyel çıktı verilerine ulaşılmaktadır. Bu grupta yer alan uygulamalardan en yaygın

olanları doğrusal zaman trendi ve Hodrick Prescott (HP) gibi filtreleme yöntemleridir. İkinci grupta yer alan yaklaşımda iktisat teorisinden yararlanılmaktadır. Potansiyel çıktının ve dolayısıyla üretim açığının oluşturulmasında bu yaklaşımın en bilinen örneklerinden birisi Cobb-Douglas üretim fonksiyonudur. Son grupta yer alan karma yaklaşımda ise genellikle ekonominin arz yönünü ve iş çevrimleri ile ilgili teoriler birlikte ele alınmaktadır. Yapısal vektör otoregresyon modellerinde Beveridge-Nelson yöntemi ve Cochrane yöntemi en çok kullanılan tekniklerdendir.¹¹⁷

Son yıllarda iktisat literatüründe Taylor Kuralı, enflasyon analizleri ve Philips eğrisi gibi uygulamalı araştırmalarda kullanımına sıkça rastlanan HP filtresi; üretim düzeyinin ölçülmesinde kullanılan istatistiksel yöntemler grubunda yer almaktadır. Potansiyel üretim ve üretim açığı tahminlerinde sıklıkla rastlanan HP filtresi yöntemi ilk olarak 1980 yılında Hodrick ve Prescott tarafından kullanılmıştır. ABD’de savaş sonrası iş çevrimlerinin incelenmesi raporunda yer alan çalışma yıllar sonra 1997 yılında yayımlanabilmiştir.¹¹⁸

HP filtresi; belirli bir serinin kısa dönem dalgalanmalarını arıtarak doğrusal olmayan bir büyüme trendi oluşturma fonksiyonunu yerine getirmektedir. İki taraflı doğrusal bir filtre olan HP filtresi ana seri olan “y” ‘nin içinden yumuşatılmış bir “s” trendini tahmin etme işlevini yerine getirmektedir. Bu süreçte bir taraftan “y”nin “s” etrafındaki varyansını minimize edilirken diğer taraftan aşırı büyüklükteki şokların etkilerini ortadan kaldırmaya yönelik bir ceza parametresi (λ) kısıt olarak kullanılmaktadır. HP filtresi aşağıdaki formülle ifade edilebilir.

$$\sum_{t=1}^T (y_t - s_t)^2 + \lambda \sum_{t=1}^{T-1} ((s_{t+1} - s_t) - (s_t - s_{t-1}))^2$$

¹¹⁷ T.J. Yap, “The Output Gap And Its Role in Inflation-Targeting in the Philippines, Philippine Institute for Development Studies, Discussion Paper Series, No:2003-10 (Erişim) <http://dirp3.pids.gov.ph/ris/dps/pidsdps0310.pdf>, 2 Haziran 2011, s.3-7.

¹¹⁸ Robert J. Hodrick, Edward C. Prescott, “Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.29, No.1, 1997, s. 1-16.

HP filtrelemesi ile çıktı açığı hesaplanırken trend büyümesi, eşanlı olarak mevcut GSYH ile trend bileşeni arasındaki fark olan açığın ve trend büyümesinin ağırlıklandırılarak minimize edilmesi sonucu elde edilmektedir. Tahmin sonucunda elde edilen serinin trend bileşeninin reel GSYH'dan çıkartılmasıyla da çıktı açığına (devresel bileşene) ulaşılmaktadır. Belirli bir serinin kısa dönem dalgalanmalarını arıtarak doğrusal olmayan bir büyüme trendi oluşturma fonksiyonu yerine getirilmektedir.¹¹⁹

y_t : Reel GSYİH

y_t^* : Reel GSYİH'nın trend bileşeni (sürekli bileşen potansiyel üretim)

c_t : Devresel bileşen üretim açığı

$$y_t = y_t^* + c_t$$

Trendin aşırı ve kısa vadeli dalgalanmalardan arındırılmasını sağlayan ve ceza parametresi olarak tanımlanan “ λ ” ne kadar büyükse, trend de o kadar “yumuşak” olur ve “ λ ” değeri sonsuza yaklaştıkça trend de doğrusal bir trende doğru yaklaşır. Ceza parametresi filtreleme sonucu elde edilen serinin düzgünlüğünü kontrol eden ve trend bileşeni varyansının çevrimsel bileşenin varyansına oranını gösteren bir parametredir. Bu parametrenin değeri, trend bileşeninin GSYH düzeyi hareketlerine ne kadar tepki verdiğini yansıtmaktadır. Ceza parametresinin büyümesi, serinin daha fazla düzleştiğini ve trendin o oranda yumuşadığını, parametrenin sonsuza yaklaşması da trend büyüme hızı yani potansiyel hasıla büyüme hızının sabit olduğunu ve trendin doğrusal trende yaklaştığını ifade etmektedir. Parametrenin yüksek belirlenmesi, trendin üretimdeki kısa dönemli dalgalanmalara duyarlılığını azaltmaktadır. Diğer taraftan, parametre değerinin sıfıra yaklaşması durumunda, mevcut ve potansiyel hasıla düzeyleri farkı fonksiyon tarafından yok edilerek minimize edilmekte ve iki düzey birbirine eşitlenmektedir. Bu da parametrenin küçüldükçe, hasıla

¹¹⁹ Kim Hyeongwoo, Hodrick –Prescott Filter, (Erişim) <http://www.auburn.edu/~hzk0001/hpfilter.pdf>, 6 Haziran 2011.

açığının küçülmesi yönünde sonuç vermektedir. HP trendini hesaplanırken, ceza parametresi değerinin ne olacağı konusunda kesin bir kural söz konusu değildir. Kullanılan bu yöntemde, incelenen iktisadi seriler bağlı oldukları iktisadi kanunlar göz önüne alınmadan bir istatistiksel analize tabi tutulduklarından dolayı, iktisadi dalgalanmalar trendde değil serinin çevrimsel bileşeninde gözlenmektedir. Buna karşın, Hodrick ve Prescott ceza parametresi için yıllık serilerde 100, üçer aylık serilerde 1600 ve aylık serilerde 14400 değerlerini önermişlerdir.

HP filtresinin kullanımında en büyük avantaj, doğrusal trend yönteminde olduğu gibi uygulama sırasında çok az veriye ihtiyaç duyulmasıdır. Bu yüzden ki, HP filtresi literatürde yaygın olarak tercih edilen bir yöntem olarak bir çok çalışmada kullanılmıştır. Yöntemin tercih edilmesinin bir diğer sebebi de; doğrusal trend yönteminin tersine, trend bileşeninin yani potansiyel hasıla büyüme hızının, tahmin dönemi boyunca değişimine imkan tanıyor olmasıdır.¹²⁰

GSYH'nın trend ve devresel bileşenlerinin tahmin edilmesinde kullanılan HP filtresinin ABD ekonomisine ait veriler için daha uygun olmasına karşın, üretimdeki dalgalanmaların fazla olduğu ve makroekonomik dinamiklerin hızla değiştiği ekonomilerde; dalgalanmaları yakalamak yerine bunları düzgünleştirdiği gerekçesiyle sıkça eleştirilmektedir. Hodrick ve Prescott tarafından doğrusal trendin özel bir hali olarak önerilen yöntem, kullanılmaya başlandığı yıllardan itibaren bu gibi bir çok eleştiriye maruz kalmış ve tartışmalara yol açmıştır. Buna rağmen, HP filtresi ekonomik politika ve izlenmeye karşı olan temel ihtiyaca basit ve görsel olarak bir çözüm getirdiğinden IMF, OECD ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) gibi önemli kuruluşların iş döngülerinin tahmininde en çok kullanılan prosedür haline gelmiştir. Ayrıca Yeni Zelanda Merkez Bankası yarı-yapısal bir yöntem olan çok değişkenli (multivariate) HP filtresini uygulamaktadır. Kanada Merkez Bankası da çok değişkenli HP filtresini uygulayarak hasıla açığı

¹²⁰ Pınar Yaşar, **Alternatif Hasıla Açığı Tahmin Yöntemleri ve Philips Eğrisi: Türkiye Üzerine Bir Çalışma**, 2008, DPT Uzmanlık Tezleri, No:2768, s. 65-68.

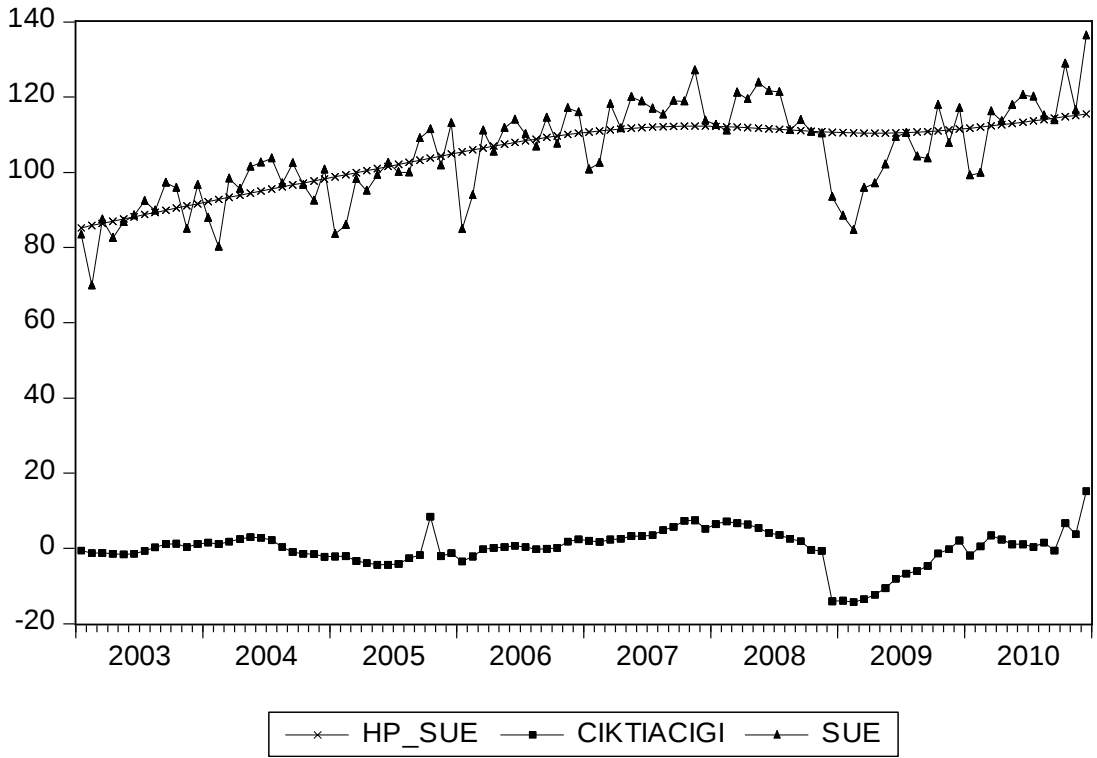
tahminlerini belirlemektedir. Japonya Merkez Bankası tahminleri için üretim fonksiyonunun yanı sıra HP filtresini de kullanmaktadır.

HP filtreleme yönteminin önemli derecede tartışılan dezavantajı, ceza parametresi değerinin belirlenmesinde yaşanan güçlüklerdir. Hodrick ve Prescott tarafından önerilen değerlerin; ABD verileri için uygun olması ve her ekonomiye uyum sağlayamayacağı konusunda bir çok eleştiri söz konusu olmasına rağmen, bu değerler uluslararası bir standart olarak kabul edilmektedir. Filtrelemenin diğer bir dezavantajı da, yöntemde serideki yapısal kırılmaların göz önünde bulundurulmaması ve serinin düzeltilmesidir. Bununla birlikte, HP filtrelemesinin sonucunda elde edilen devresel bileşenin ortalamasının sıfır değerini alması, tahmin edilen dönemde mevcut üretimin sürekli olarak potansiyel düzeyin üzerinde veya altında seyredebeyeceğine dikkatleri çekmektedir. Bu durumda yöntem, tahmin dönemi süresince üretimin sürekli olarak potansiyel düzeyinin üzerinde olan veya altında seyrettiği ekonomilerde yanıltıcı sonuçlara yol açabilmektedir. Ancak özellikle gelişmiş ülkelerde, üretimin uzun dönemler potansiyel düzeyinin üzerinde veya altında değerler aldığı görülmemektedir. Ayrıca, HP filtresi yöntemi tahmin dönemi sonu verilerine oldukça duyarlı olması yönünden de eleştirilere maruz kalmaktadır. Bu eleştirilerin sebebi, ileriye dönük herhangi bir öngörü için, ağırlıklı olarak tahmin dönemi sonundaki gözlemlere dayanarak bir sonuç çıkartılmasının sorun yaratacak olmasıdır.

Çıktı açığı hesaplamasında GSYH yerine sanayi üretim serisinin kullanıldığı çalışmalar da mevcuttur. Akat, Türkiye ekonomisinde 2001 krizi sonrasında görülen ihracattaki canlanma sonucunda sanayi üretimi ve milli gelir büyüme hızı ile iç talep artışı arasındaki bağın kopmasıyla sanayi üretiminin aslında modelin gerektirdiği iç talep baskısını yansıtmadığını belirtmiştir. Akat'a göre, sanayi üretim endeksinden faydalanılarak hesaplanan üretim açığı serisi ele alınan dönemde talepten kaynaklanan enflasyonist baskıyı abartmakta, yani iç talep yetersizliğinin fiyat artışları üstünde oluşturduğu aşağı yöndeki baskıyı yeterince kavramamaktadır.

Ancak GSYH'nın üç ayda bir gecikmeli yayımlanırken, sanayi üretim endeksinin aylık olarak yayımlanması gibi pratik nedeniyle sanayi üretim endeksinin tercih edilebileceğini ifade etmiştir.¹²¹

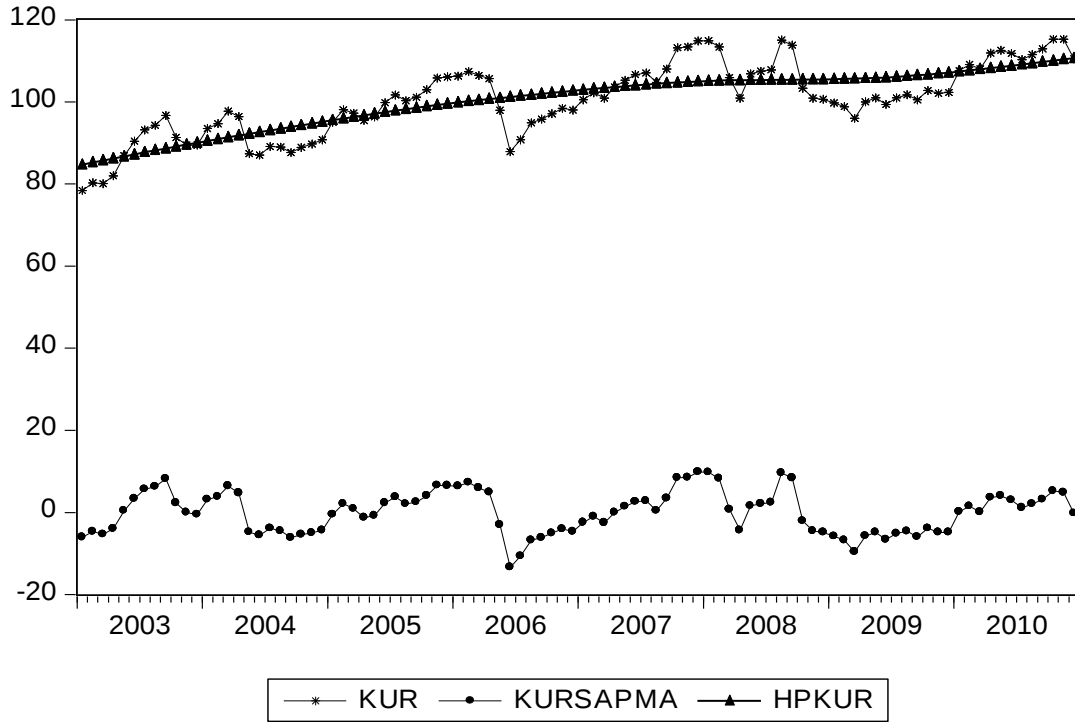
Bu çalışmada potansiyel üretim düzeyi ve çıktı açığı hesaplanırken sanayi üretim endeksi serisi kullanılmıştır. Sanayi üretim serisi mevsimsellikten arındırılarak HP filtreleme tekniğiyle potansiyel üretim düzeyi (HP_SUE) elde edilmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretim serisinden, potansiyel üretim düzeyinin çıkartılmasıyla da devresel birleşene, yani çıktı açığına ulaşılmıştır (Grafik 16).



Grafik 16 Çıktı Açığı Gelişimi Tahmini (2003-2010)

İncelenen dönem için yapılan uygulamada reel efektif döviz kuru için de bu teknikten faydalanılarak bir trend belirlenmiş (HPKUR), söz konusu trendden sapmanın (KURSAPMA) gecikmeli değerleri de merkez bankası reaksiyon fonksiyonunda enstrüman olarak yer almıştır (Grafik 17).

¹²¹ Asaf Savaş Akat, age, s. 12-13.



Grafik 17 Reel Efektif Döviz Kurunun Gelişimi (2003-2010)

3.4. MODEL

Modelde tahmin edilecek reaksiyon fonksiyonu Taylor Kuralı'nın açık ekonomi versiyonu olup, aşağıdaki şekilde formülize edilebilir:

$$r_t^* = r + \beta (\pi_t - \pi_t^*) + \gamma (y_t - y_t^*) + \theta (e_t - e_t^*) \quad (1)$$

r_t^* = aylık reel mevduat faiz hedefini

r = ekonominin uzun dönem denge reel mevduat faizini

π_t =t dönemi TÜFE oranını

π_t^* =t dönemi enflasyon hedefini

y_t =t dönemi sanayi üretim endeksini

y_t^* =potansiyel üretim düzeyini

e_t =reel efektif döviz kurunu

e_t^* =reel efektif döviz kuru trendini

β =enflasyon hedeflenen değerinden saptığında, faiz oranının ne kadar değişmesi gerektiğini gösteren enflasyon tepki katsayısını

γ =üretim potansiyel düzeyinden saptığında faiz oranının ne kadar değişmesi gerektiğini gösteren büyüme tepki katsayısını

θ =reel efektif döviz kurunun trendinden saptığında faiz oranının ne kadar değişmesi gerektiğini gösteren kur tepki katsayısını temsil etmektedir.

Uygulamada merkez bankalarının ekonominin istikrarı bakımından faiz oranlarında ani ve hızlı değişimlere izin vermedikleri, faiz oranlarını (r_t) hedeflenen düzeye (r_t^*) aşamalı bir şekilde yaklaştırdıkları doğrultusunda görüşler ağırlıktadır.¹²² Bu süreç göz önüne alındığında denkleme faiz düzleştirme parametresi eklenmiştir. Faiz düzleştirme parametresi $p \in [0,1]$ (2) no'lu ayarlanma mekanizmasıyla modele dahil edilmiştir.

$$r_t = p(L)r_{t-1} + (1 - p)r_t^* \quad (2)$$

Modele faiz düzleştirme parametresi dahil edildiğinde model Denklem 3'deki şekliyle yeniden düzenlenmiştir.

$$r_t = (1 - p)[r + \beta (\pi_t - \pi_t^*) + \gamma (y_t - y_t^*) + \theta(e_t - e_t^*)] + pr_{t-1} \quad (3)$$

Modelde GMM kullanılarak geriye dönük reaksiyon fonksiyonu tahmini yapılmakta olup, bu kapsamda enstrümanlar enflasyonun hedefinden (ENFSAPMA) ve kurun trendinden sapmasının (KURSAPMA) gecikmeli değerleri ile çıktı açığının (CIKTIACIGI) ve reel faizin gecikmeli değerleri olarak belirlenmiştir. (Denklem 4) E-Views tahmin sonuçları sunulurken hatalardaki serisel kolerasyon ve değişen varyansın düzeltilmesinde Newey-West prosedürü kullanılmıştır.

$$r_t = (1 - p)[r + \beta (ENFSAPMA)_{t-1} + \gamma (CIKTIACIGI)_{t-1} + \theta(KURSAPMA)_{t-1}] + pr_{t-1} \quad (4)$$

¹²² Nejla Adanur Aklan, Mehmet Nargeleçekenler, age, s.31.

3.5. UYGULAMA SONUÇLARI VE DEĞERLENDİRME

Tablo 10'da Denklem 4'e göre oluşturulmuş TCMB'nin geriye dönük reaksiyon fonksiyonu tahmin sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 10 Tahmin Sonuçları

	r	β	γ	θ	p
Parametreler	8,821515	0,447159043	0,517783853	-0,516847	0,845281
t-istatistiği	5,290595	3,728659	4,40645	-4,889246	32,02819
p-değerleri	0,0000	0.0004	0,0000	0,0000	0,0000
Düzeltilmiş R²	0,822884				
J-istatistiği	7,592887				
Prob (J-istatistiği)	0,998929				

Tablo 10'da yer alan sonuçlar incelendiğinde ekonominin uzun dönem denge reel mevduat faizinin (r) tahmin edilen değeri 8,82 olarak bulunmuştur. Elde edilen sonuçlara göre faiz düzleştirme parametresi (p) 0,84 olup, bu değer TCMB'nin faiz oranlarını hedeflenen değerine aşamalı bir şekilde yaklaştırdığını, ani ve yüksek faiz değişimlerinden kaçındığını göstermektedir. Enflasyonun hedeflenen değerinden sapmasını gösteren parametre (β) yaklaşık 0,45 olarak tahmin edilmiştir. Yani diğer değişkenler sabitken enflasyon hedeflenen değerini 1 puan aştığında, bir dönem sonra reel faiz oranı yaklaşık 0,45 puan arttırılmaktadır. Ayrıca tahmin sonuçları, diğer değişkenler sabitken üretimin potansiyel düzeyini 1 puan aşması durumunda, TCMB'nin bir dönem sonra reel mevduat faiz oranını yaklaşık 0,52 puan arttıracağını öngörmektedir. Reel efektif döviz kurunun trendinden saptığında faiz oranının ne kadar değiştiğini gösteren tepki katsayısı (θ) yaklaşık -0,52'dir. Buna göre, ulusal paranın trendinden saparak dolar karşısında %10 değer kazanması (kaybetmesi) merkez bankasının genişlemeci (sıkı) para politikaları uygulayarak faiz oranlarını %5,2 oranında

düşürmesine (yükseltmesine) neden olmaktadır. Tahmin değerleri verilen tüm parametreler %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı bulunmuştur.

Modelde, faiz oranlarının enflasyon ve çıktı açığına duyarlılığını gösteren parametrelerin orijinal Taylor Kuralı'na yakın değerler alması dikkat çekicidir. Ancak faiz kararlarında çıktı açığının etkisi, enflasyondan sapmanın etkisine göre görece olarak daha fazladır. Ayrıca döviz kuruna duyarlılık parametresinin negatif değer alması, Taylor Kuralı'nın açık ekonomi versiyonuna yönelik yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlara ve beklentilere uygun sonuç vermiştir.

Esnek döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde döviz kuruna duyarlılık parametresinin sıfıra yakın değerler alması beklenmekteyken, Türkiye için görece olarak yüksek bir değer bulunmuştur. Söz konusu gelişmede, küresel finansal kriz sonrasında kısa vadeli sermaye girişleri ve bozulan cari işlemler dengesinin yol açtığı risklerin etkili olduğu ileri sürülebilir. Nitekim Merkez Bankası söz konusu risklere karşı düşük faiz, geniş faiz koridoru ve yüksek zorunlu karşılıklardan oluşan politika birleşimini uygulamaya koyduğunu kamuoyuyla paylaşmıştır.

SONUÇ

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, fiyat istikrarına ulaşmak için uygulanan ve son yıllarda giderek yaygınlaşan bir para politikası stratejisidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, alternatif stratejiler olan parasal taban ve döviz kuru çıpasına dayalı stratejinin tüketilmiş olması ve dünyada giderek artan sayıda ülkede başarıyla uygulanıyor olması sebebiyle önem taşımaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin tasarımı ve uygulanması daha karmaşık ve zor bir süreç gerektirmiştir. Strateji için gerekli önkoşulların tamamının başlangıç evresinde bir çok gelişmekte olan ülkede sağlanamamasına karşılık, zamanla bu önkoşulların sağlanması yolunda önemli adımlar atılmış ve enflasyonla mücadelede önemli yol kat edilmiştir. Bu stratejiyi uygulayan hiçbir ülkenin henüz stratejiyi terk etme sinyali vermemiş olması stratejinin geleceği açısından umut verici bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Merkez Bankaları fiyat istikrarını gözetmeye devam ettiği sürece enflasyon hedeflemesi stratejisi izlenmeye devam edilecektir. Enflasyon hedeflemesinin şartlara uyum sağlayan esnek bir yapısı bulunması sebebiyle, stratejinin değiştirilmesi yerine tasarımının değişen koşullara göre güncellenmesinin yeterli olacağı düşünülmektedir.

Türkiye’de enflasyonla mücadelede 1990 yılından 1994 yılına kadar parasal büyüklükler, 1995-2001 döneminde ise döviz kuru para politikası çıpası olarak benimsenmiştir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş süreci, gerekli kurumsal ve ekonomik yapının sağlanamaması, mali baskınlığın ve dolarizasyonun yüksek seviyelerde olması gibi nedenlerle aşamalı bir seyir izlemiş, 2002-2005 yılları arasındaki geçiş dönemi örtük enflasyon hedeflemesi dönemi olarak adlandırılmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde gerçekleşen enflasyonun hedeflerin altında kalmasına ve başarılı bir performans sergilenmesine karşılık, açık enflasyon hedeflemesi döneminin ilk yıllarında hedefler belirgin bir şekilde aşılmıştır. Açık enflasyon hedeflemesi, stratejinin uygulanmaya başlandığı yıllarda ciddi

şoklarla test edilmiştir. 2006 yılının ikinci yarısında dünyadaki enflasyon eğilimindeki artışın etkisiyle gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz oranlarını artırmalarının gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarına neden olması ve artan enerji ve gıda fiyatlarının yol açtığı şoklar 2006, 2007 ve 2008 yıllarında gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflerinin aşılmasının temel nedenleri olmuştur. Diğer taraftan küresel finansal kriz döneminde uygulanan para politikaları ve enflasyonda gözlenen belirgin azalış, 2009 ve 2010 yıllarında Türkiye’de enflasyon hedeflerin tutturulmasında rol oynamıştır.

Genel olarak 2002 yılından itibaren enflasyonun ve beklentilerin büyük ölçüde kontrol altında tutulduğu ve enflasyon hedeflemesi stratejinin başarıya ulaştığı ileri sürülebilir. Nitekim 1983-1994 döneminde enflasyon ortalama %62,7, 1995-2001 döneminde ise %71,6 seviyesindeyken, 2002 yılından itibaren uygulanan stratejinin de etkisiyle bu oran 2002-2010 yılları arasında %11,8’e kadar gerilemiştir.

Enflasyon hedeflemesinin optimizasyon probleminden türetilen hedefsel bir para politikası kuralı ya da kural benzeri bir para politikası stratejisi olduğu yönünde değerlendirmeler mevcuttur. Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan ülkelerde merkez bankası reaksiyon fonksiyonu büyük ölçüde Taylor Kuralı’ndan esinlenerek oluşturulmaya ve tahmin edilmeye çalışılmaktadır. Kurala dayalı politikaların ihtiyari politikalara göre avantajlarının fazla olması ve özellikle beklentileri yönlendirme anlamında önemli bir avantaj sağlaması, para politikalarında kural arayışını da beraberinde getirmiştir. Taylor Kuralı, para politikası aracı olan kısa vadeli nominal faiz oranındaki değişimin; enflasyonun hedeflenen değerinden, üretimin ise potansiyel düzeyinden sapmasına göre belirlendiği basit bir para politikası kuralı olarak öne çıkmaktadır. Taylor enflasyonun hedeflenen değerini, üretimin ise potansiyel düzeyini aşması durumunda nominal faiz oranlarının bir politika aracı olarak kullanılmasını önermektedir. Taylor Kuralı, temelde kapalı bir ekonominin reaksiyon fonksiyonunu ifade etmekle birlikte, özellikle sermaye hareketlerine ve yurtdışı yatırımlara duyarlılığı olan

gelişmekte olan ülkeler için döviz kurlarını da içerecek şekilde yeniden geliştirilmiştir.

Bu çalışmada Merkez Bankası'nın geriye dönük reaksiyon fonksiyonu kurulan model çerçevesinde örtük ve açık enflasyon hedeflemesi dönemi için aylık veriler üzerinden Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) ile tahmin edilmiştir. Bir model aracılığıyla reel mevduat faizlerinin enflasyonun hedeflenen değerlerinden sapmasına, ekonomideki çıktı açığına ve kurlardaki oynaklığa olan duyarlılığı incelenmiştir. Analiz sonucunda faiz oranlarının enflasyon hedefinden sapma ve çıktı açığına tepki katsayılarının, orijinal Taylor Kuralı'ndaki tahminlere yakın değerler aldığı görülmüştür. Diğer taraftan kurdaki oynaklığın da faiz oranları üzerinde negatif yönde güçlü bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

KAYNAKÇA

AKALIN, Gülsüm, TOKUCU, Erkan, “Kurala Dayalı- Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt 22, Sayı 1, 2007.

AKAT, A. Savaş, “Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi”, **Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2004.

AKINCI, Özge, BARLAS ÖZER, Yasemin, USTA, Bülent, “Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye’deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler”, **TCMB Çalışma Tebliği**, No:05/17, Aralık 2005.

AKLAN, Nejla Adanur, NARGELEÇKENLER, Mehmet, “Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 63-2, s. 21-41.

AKYAZI, Haydar, **Enflasyon Hedeflemesi Ülke Deneyimleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, 1. Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2004.

ALPARSLAN, Melike, ERDÖNMEZ, Pelin A., “Enflasyon Hedeflemesi ve Ülke Uygulamaları”, **Bankacılar Dergisi**, Yayın No.35, 2000, s.14-41.

ASTAR, Melek, **OECD Ülkelerinde Taylor Kuralı’nın Geçerliliğinin Logit Modelleri ile İncelenmesi**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2009.

BALL, Laurance,. Policy Rules for Open Economies, in John Taylor (eds), Monetary Policy Rules, **NBER Working Paper** , 6760,1999.

BAŞÇI, Erdem, KARA, Hakan, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği** No:11/08, Mayıs 2011.

BERNANKE, Ben, MISHKIN, Frederic “Central Bank Behaviour and the Strategy of Monetary Policy: Observation From Six Industrialized Countries”, **NBER Macroeconomics Annual**, Vol:7, 1992.

BERÜMENT, Hakan, TAŞÇI, Hakan, "Monetary Policy Rules in Practice: Evidence From Turkey", **International Journal of Finance and Economics**, s. 9, 2004, s. 33-38.

BHATTARAI, Keshab, An Analysis of Interenst Rate Determination in the UK and Four Major Leading Economies, **The University of Hall Research Memorandum 42**, Ekim 2003.

CALVARHO, A., MAURO, M. C., "What Can Taylor Rule Say About Monetary Policy in Latin America?", **Insper Working Papers No. 134**, 2008, (Erişim) http://www.insper.edu.br/sites/default/files/2008_wpe134.pdf, 10 Ekim 2011.

CİCİOĞLU, Şükrü, "Fiyat İstikrarının Sağlanmasına Yönelik Alternatif Bir Para Politikası Stratejisi: Enflasyon Hedeflemesi", **TÜHİS**, cilt 20, sayı 1-2, Şubat-Mayıs 2006, s.35-50.

CLARIDA R., GALI J., GERTLER M, "Monetary policy rules in practice: Some International Evidence", **European Economic Review** 42:1033-1067,1998.

ÇANAKÇI, Ekrem, "Küresel Borsalarda 2006 ve 2007 Dalgalanmaları ve Türkiye", SPK Araştırma Raporu, 2007.

ÇOLAKOĞLU, Bayram, "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:4, 2002, s.17-31.

COŞKUN, M. Necat, ARDOR, Hakan Naim, "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama", **İktisat Seçme Yazılar**, Ankara, 2003.

ÇAĞLAYAN, Ebru, "Türkiye’de Taylor Kuralı’nın Geçerliliğinin Ekonometrik Analizi", **İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 20, Sayı. 3791, İstanbul, 2005, s.379-392.

ÇAĞLAYAN, Ebru, ASTAR, Melek, "Taylor Rule: Is it an Applicable Guide for Inflation Targeting Countries?" **Journal of Money, Investment and Banking**, Issue 18, 2010.

ÇULHA, Olcay Yücel, KAYA, Neslihan, "Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hesap Verme Araçları", TCMB, **Ekonomi Notları**, Sayı:09-01, 23.11.2009.

DEMİRHAN, E., **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul, TBB Yayınları, 2002.

DİKMEN, Nedim, **Ekonometri Temel Kavramlar ve Uygulamalar**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2009.

ERİŞAH, Arıcan, "Türkiye'de Çıpa Uygulamaları ve Sonuçları: 1990-2004 Dönemi", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt XX, Sayı 1, 2005, s.49-76.

GUJARATI, Damodar N., **Temel Ekonometri**, Literatür Yayınevi, İstanbul, 1999.

HODRICK, Robert J., PRESCOTT, Edward C., "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.29, No.1, 1997, s. 1-16.

HYEONGWOO, Kim, Hodrick –Prescott Filter, (Erişim)
<http://www.auburn.edu/~hzk0001/hpfilter.pdf>, 6 Haziran 2011.

JUDD J.P., RUDEBUSCH, G. "Taylor's Rule and the FED: 1970-1997", **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review**, no.3,1993.

KARA, Hakan, ORAK, Musa, "Enflasyon Hedeflemesi", **Ekonomik Tartışmalar Konferansı**, İstanbul, Ekim 2008.

KARAHAN, Özcan, "Türkiye'de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulamasına İlişkin Oluşturulan Riskler ve Bu Risklerin Yönetim

Politikaları”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, (Erişim) www.e-sosder.com, Güz 2005, C.4, S.14., 6 Haziran 2011

KAYA, Şerife Demet, **A Study About the Monetary Policy Rule of The Central Bank of the Republic of Turkey in the Implicit Inflation Targeting Framework**, Bilkent Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Şubat 2006.

KAYTANCI, Bengül Gülümser, **Merkez Bankası Para Politikası Tepki Fonksiyonu: Türkiye Uygulaması (1990-2003)**, Anadolu Üniversitesi Doktora Tezi, 2005.

KAYTANCI, Bengül Gülümser, “Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Nisan 2008, s.11-25.

KESRİYELİ, Mehtap, YALÇIN, Cihan, **Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No:9802, Ekim 1998.

KOZICKI, Sharon, “How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy?”, **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Second Quarter, 1999.

KUMCU, Ercan. “Dünyada ve Bizde Para Programları”, **Finans Dünyası**, Sayı:102, 1998. s.40-41.

MCCULLOCH, J. Huston, “Adaptive Least Squares Estimation of the Time-Varying Taylor Rule”, 2007, (Erişim) <http://www.econ.ohio-state.edu/jhm/papers/TaylorALS.pdf>, 20 Kasım 2011.

MOHANTY, M., Klau M., **Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies Issues and Evidence**, Bank for International Settlements, 2003.

NEFTÇİ, Salih, “EMBI+ Endeksindeki Kritik Bilgi”, (Erişim) http://www.turkcebilgi.com/kose_yazisi_69688_salih-neftci-embii+-endeksindeki-kritik-bilgi.html, 5 Haziran 2011.

NELSON, Edward, UK Monetary Policy 1972-1997: A Guide Using Taylor Rules, **Bank of England Working Paper**, no 120, 2000.

ONGAN, Hakan, “Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği”, **Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, Kırkbeşinci Seri, 2004.

ÖSTERHOLM, Pör, “The Taylor Rule: A Spurious Regression?”, **Uppsala University, Department of Economics Working Paper Series: 20**, 2003.

ÖZATAY, Fatih, “Türkiye’de 2000-2008 Döneminde Para Politikası”, **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt 24, Sayı 275, Şubat 2009, s.37-45.

PETERSEN, Kenneth B. “Does the Federal Reserve Follow a Non-Linear Taylor-Rule?”, 2006, (Erişim) <http://ideas.repec.org/zimm/students/NL-Taylor-Rule.pdf>, 20 Kasım 2011.

RAPACH, David E., WEBER, Christian Ernst, “Are Real Interest Rates Really Nonstationary?”, **Seattle University Working Paper**, 2001.

ROGER, “Scott, Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges”, **IMF Working Paper**, WP/09/236, Ekim 2009.

SERDENGECİ, Süreyya, **Fiyat İstikrarı ve Büyüme**, ODTÜ’de yaptığı sunum, Eylül 2002, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/ODTU.pps>, 1 Haziran 2011.

TAYLOR, J. B., “Discretion Versus Policy Rules in Practice”, **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, 39, 1998.

TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, (Erişim)
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesiRejimi.pdf>, 10 Haziran 2011.

TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**, (Erişim)
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/DUY2005-56.pdf>, 6 Haziran 2011.

TCMB, **Fiyat İstikrarı**, (Erişim)
http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/fiyat_istikrar.pdf, 1 Haziran 2011.

TCMB, Para Politikası Metinleri, 9 Aralık 1999 tarihli niyet mektubu

TCMB, Para Politikası Metinleri, 18 Aralık 2000 tarihli niyet mektubu

TCMB, Para Politikası Metinleri, 3 Mayıs 2001 tarihli niyet mektubu

TCMB, Para Politikası Metinleri, 18 Ocak 2002 tarihli niyet mektubu

TCMB, 2009 Yılında Para ve Kur Politikası

TCMB, 2011 Yılında Para ve Kur Politikası

TUTAR, Eser, **Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları; Türkiye’de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ağustos 2005.

YAP, T.J., “The Output Gap And Its Role in Inflation-Targeting in the Philippines”, **Philippine Institute for Development Studies, Discussion Paper Series**, No:2003-10

YAPRAKLI, Sevda, “Türkiye’de Enflasyon ve Döviz Kurunun Para Politikası Kuralı Üzerindeki Etkisi”, **İktisat, İşletme ve Finans**, sayı 258, Eylül 2007, s.122-135.

YAŞAR, Pınar, **Alternatif Hasıla Açığı Tahmin Yöntemleri ve Philips Eğrisi: Türkiye Üzerine Bir Çalışma**, 2008, DPT Uzmanlık Tezleri, No:2768

YAY, Gülsün Gürkan, "Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi," **İktisat Dergisi**, sayı 470-471, Şubat-Mart 2006, s.3-17.

YAZGAN, M. Ege, YILMAZKUDAY, Hakan, "Monetary Policy rules in Practice: Evidence from Turkey and Israel", **Applied Financial Economics**, vol. 17 (1), 2007.

YILDIRIM, Oğuz, **Türkiye’de Parasal Programlama ve Enflasyon Hedeflemesi**, (Erişim) http://paribus.tr.googlepages.com/o_yildirim7.doc, Ağustos 2009.

YÜKSELER, Zafer, "IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi: Brezilya Deneyimi ve Türkiye İçin Dersler", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2005/9.

ZORTUK, Mahmut, "Koşulluluk Aracı Olma Bağlamında Kısa Vadeli Faiz Oranlarının Hedeflenen Enflasyondan Sapmada Kullanımı: Bounds Test Yaklaşımı (Türkiye Örneği)", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, sayı 6, 2007, s.41-68.

EKLER

EK 1 Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Benimsenmesinin Altında Yatan Nedenler- Ülke Örnekleri

Ülkeler / EH Geçiş Yılı	Diğer çıpaların enflasyonun kontrolü ve beklentilerin yönetilmesinde yetersizliği	Birincil Koşullar		Enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer ülkelerin başarısı	Diğer etkenler /Yorumlar
		Yüksek Enflasyon	Ekonomik Kriz		
Şili (1990)	+	+			
Kanada (1991)	+	+			Katma değer vergisine geçiş
İsrail (1992)	+	+			Sürünen pariteler rejimine girdi sağlamak
Çek Cumhuriyeti (1998)	+	+	+	+	1997 yılında yaşanan ekonomik krizde tek seçenek olarak görülmesi
Polonya (1998)	+	+			Yoğun sermaye girişi; kredibilitiyi sağlamak ve enflasyonu düşürmek
Macaristan (2001)	+	+			Enflasyonu düşürmede daha hızlı bir gelişmeye ihtiyaç duyulması
Romanya (2005)	+			+	ERM II kriterini ve euroya geçişi sağlamak; yoğun sermaye girişi; kredibilitiyi sağlamak
Türkiye (2006)	+	+	+	+	2001 finansal krizinde tek seçenek olarak görülmesi 2002-2005' de örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır.

Ülke merkez bankalarından aktaran: Charles Freedman, İnci Ötker-Robe, "Country Experiences with the Introduction and Implementation of Inflation Targeting", **IMF Working Paper**, WP/09/161, Temmuz 2009, s.4

EK 2 Seçilmiş Ülkelerin Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Döneminde Temel Koşulların Sağlama Durumu

Koşullar	Koşulları Sağlayan Ülkeler
Para politikasında birincil hedefin fiyat istikrarı olması	Romanya ve Türkiye
Fiyat istikrarının diğer hedeflerle birlikte temel amaç olması	Kanada, Şili, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İsrail ve Polonya (döviz kuru hedefleri ile birlikte)
Amaç bağımsızlığı ya da hükümetle enflasyon hedef aralığı üzerine anlaşılması	İsrail (hükümet hedefi belirlemekte); Kanada, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye (hükümet ve MB birlikte belirlemekte); Şili ve Polonya (MB belirlemekte)
Mali baskınlığın olmaması (hükümetin MB kredisine erişimin kısıtlanması / yasaklanması)*	Kanada, Şili, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İsrail, Polonya, Romanya ve Türkiye
Merkez Bankası araç bağımsızlığı*	Kanada, Şili, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İsrail, Polonya, Romanya ve Türkiye
Anlaşılır bir aktarım mekanizmasının varlığı	Kanada'da göreceli olarak iyi; Şili, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İsrail, Polonya, Romanya ve Türkiye'de başlangıç düzeyindeydi ancak çabalar sürmekte
Kısa vadeli faizler üzerindeki kontrolün makul düzeyde olması*	Kanada, Şili, Çek Cumhuriyeti ve Türkiye. Macaristan, İsrail ve Polonya'da makul düzeyde olmasına rağmen karmaşıktı.
Gelişmiş finansal piyasalar*	Kanada ve Şili (gelişmiş), Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İsrail (görelî olarak gelişmiş), Türkiye, Polonya ve Romanya (az gelişmiş)
Finansal sistemde istikrar*	Kanada, Şili, Macaristan, İsrail, Polonya, Romanya ve Türkiye
Kapasiteyi modelleme / tahmin etme	Kanada (gelişmiş). Kalan ülkelerde başlangıç seviyesindeydi, ancak zaman içinde geliştirildi.
Hesap verebilirlik mekanizması	Kanada (Başlangıçta resmi hesap verilebilirlik mekanizması yoktu ancak para politikası kamuya açıklanıyordu. Resmi mekanizmalar zaman içinde geliştirildi.) Türkiye (Merkez Bankası operasyonları, para politikası ve hedeflerin belirlenen sürede tutturulamadığında nedenleri konusunda kamuoyunu bilgilendirmekteydi.)

* Çoğu ülke tarafından sağlanan koşulları göstermektedir.

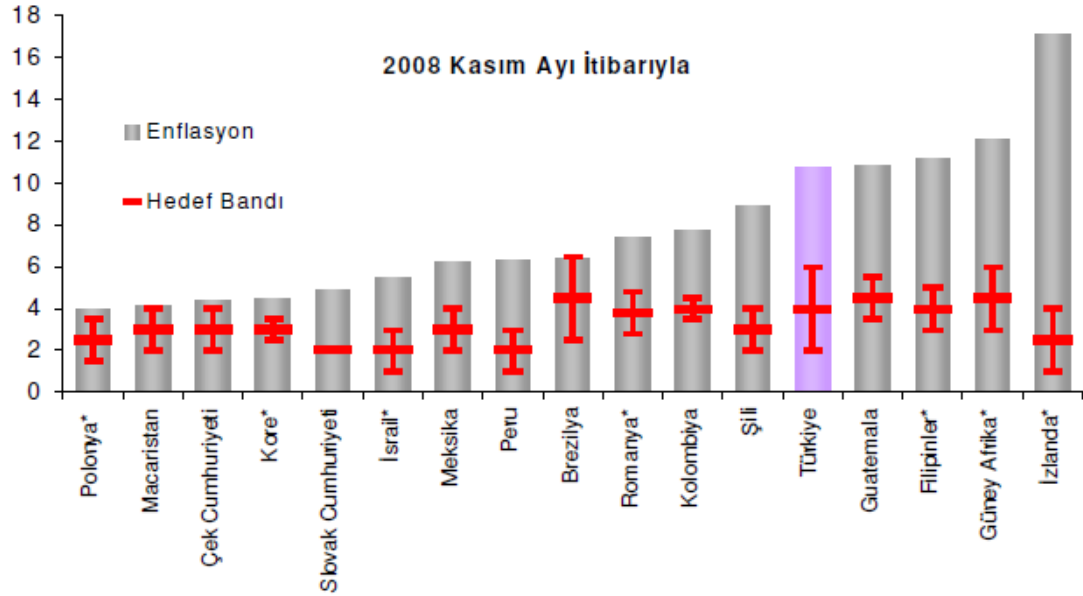
Ülke merkez bankalarından aktaran: Charles Freedman, İnci Ötke-Robe, age, s.5

EK 3 Seçilmiş Ülkelerin Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Döneminde Önkoşulları Sağlama Durumu (Ülke Bazında)

Ülke	EH'ne Geçiş Döneminde Sağlanan Önkoşullar	EH'ne Geçiş Döneminde Sağlanmayan Önkoşullar
Genel	EH benimsendiğinde nihai hedefin fiyat istikrarı olması ve MB araç bağımsızlığının mevcudiyeti Mali baskınlığın az olması Kısa vadeli faiz oranların makul düzeyde kontrolü Makul düzeyde finansal istikrar Makul düzeyde gelişmiş finansal piyasalar	Kapasite modelleme/tahmini Aktarım mekanizmasının iyi anlaşılması ve iyi işlemesi İkili çıpanın eksikliği (Polonya, İsrail ve Hindistan) Amaç bağımsızlığı ve yasal bağımsızlık Tam anlamıyla gelişmiş ekonomik veritabanlarının olmaması
Kanada	Fiyat istikrarının para politikası amaçlarından biri olması Fili araç bağımsızlığı Mali baskınlığın olmaması Kısa dönemli faiz oranlarında efektif kontrol Aktarım mekanizmasının makul düzeyde anlaşılabilir olması Gelişmiş finansal piyasalar Sağlıklı ve istikrarlı finansal sistem	Resmi olmayan amaç bağımsızlığı (Genel görüş amacın hükümetin ve MB'nin ortak sorumluluğunda olduğu zaman çerçevesinin sağlanabileceği yönündeydi) MB'nin EH'deki sorumluluğunu nasıl yerine getirdiğini kamuoyuna duyurması beklenmekle birlikte, resmi bir şeffaflık mekanizmasının olmaması
Şili	Tam bağımsızlık (amaç ve araç) Mali baskınlığın olmaması Finansal istikrar Kısa vadeli faiz oranların makul düzeyde kontrolü Makul düzeyde gelişmiş finansal piyasalar	İkili çıpanın mevcudiyeti (1999'a kadar sürünen pariteler) Kapasite modelleme/tahmini Aktarım mekanizmasının anlaşılabilirliği
Çek Cumhuriyeti	Mali baskınlığın olmaması Araç bağımsızlığı Faiz oranı ekseninde efektif para politikası uygulanması Makul düzeyde gelişmiş finansal piyasalar	Fiyat istikrarı yönetimi Kırılgan bankacılık sistemi Enflasyon tahmininde denetim eksikliği Aktarım mekanizmasının yeterince anlaşılır olmaması Kredibilitenin, hesap verilebilirliğin ve şeffaflığın az olması Yetersiz kurumsal yapı Politik desteğin az olması
Macaristan	EH benimsendiğinde nihai hedefin fiyat istikrarı olması ve MB araç bağımsızlığının mevcudiyeti Makul düzeyde finansal istikrar Kısa vadeli faiz oranların makul düzeyde kontrolü Makul düzeyde gelişmiş finansal piyasalar	İkili çıpa (EH benimsendiğinde genişletilmiş ER bandı) Kademeli olarak yapılandırılan kapasite modelleme/tahmin Aktarım mekanizmasının biraz anlaşılabilir olması ancak ekonometrik kanıtının olmaması Mali kuralın mevcut olmaması
İsrail	Mali baskınlığın olmaması Kısa vadeli faiz oranların makul düzeyde kontrolü MB bağımsızlığının fiili olarak geliştirilmesi Gelişmiş finansal piyasalar Makul düzeyde finansal istikrar	Zayıf yasal bağımsızlık Aktarım mekanizmasının temel düzeyde anlaşılır olması Kademeli olarak yapılandırılan kapasite modelleme/tahmin İkili çıpanın varlığı (kademe kademe arttırılan sürünen band)
Polonya	Fiyat istikrarını sağlamak için kurumsal taahhüt Mali baskınlığın olmaması Kısa vadeli faiz oranların makul düzeyde kontrolü Araç bağımsızlığı Gelişmiş finansal piyasalar Sağlıklı /sağlam finansal istikrar	İkili çıpanın mevcudiyeti (EH benimsendikten sonra kademeli olarak genişletilen ve sonunda dalgalanmaya bırakılan sürünen bant) Gelişmiş finansal piyasaların olmaması Gelişmiş tahmin kapasitesinin olmaması Aktarım mekanizmasının iyi işlememesi; enflasyon gelişmelerini değerlendirmek için sınırlı veri olması
Romanya	Fiyat istikrarını sağlamak için kurumsal taahhüt Mali baskınlık tehlikesinin olmaması Kısa vadeli faiz oranların makul düzeyde kontrolü Tam operasyonel ve kurumsal bağımsızlık Gelişmiş finansal piyasalar Sağlamlaşan ve derinleşen finansal sektör	Gelişmiş finansal piyasaların olmaması Kapasite tahmini/modellemesi geliştirilme ihtiyacı Aktarım mekanizmasının iyi işlememesi; enflasyon gelişmelerini değerlendirmek için sınırlı veri olması
Türkiye	Mali baskınlığın olmaması Fiyat istikrarını sağlamak için kurumsal taahhüt Fiyat istikrarının hükümetle ortak nihai hedef olması Araç bağımsızlığı Kısa vadeli faiz oranların makul düzeyde kontrolü Gelişmiş finansal piyasalar Sağlamlaşan ve derinleşen finansal sistem	Kapasite tahmini/modellemesi geliştirilme ihtiyacı Aktarım mekanizmasının geliştirilmesi ihtiyacı

Ülke merkez bankalarından aktaran: Charles Freedman, İnci Ötke-Robe, age, s.6

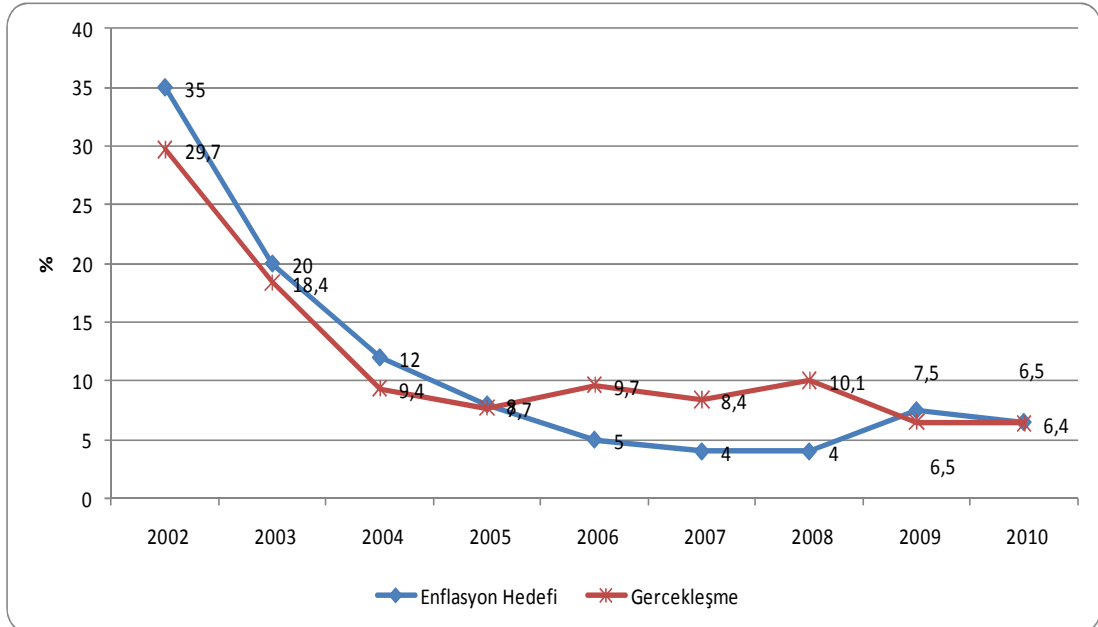
EK 4 Gelişmekte olan Ülkelerde Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşmeler



* Ekim ayı itibarıyla

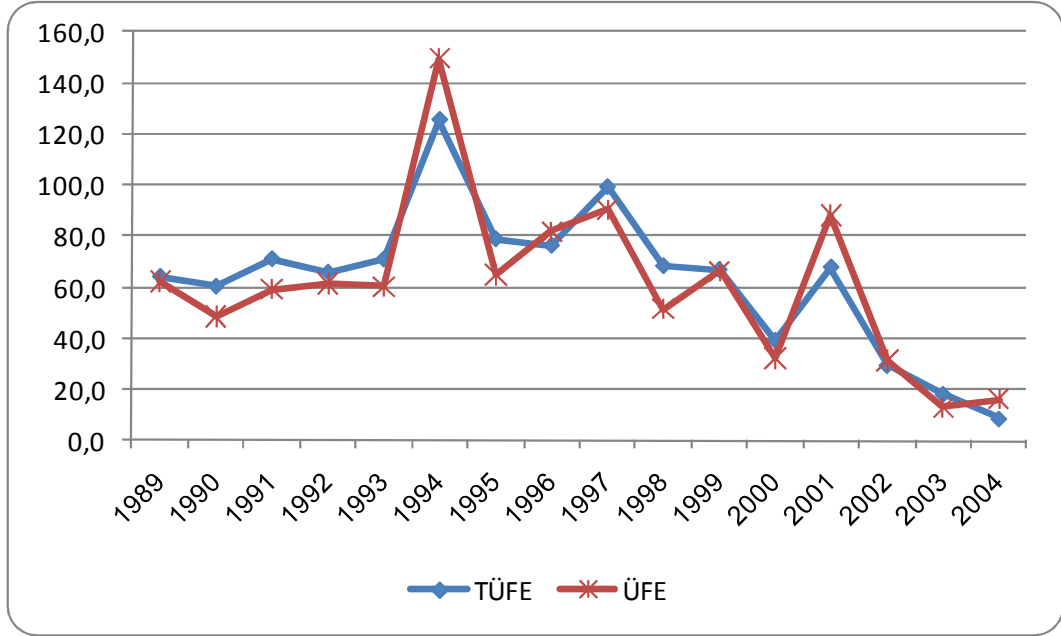
Kaynak: Merkez Bankaları, IFS, TÜİK ve TCMB.

EK 5 Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşmeler



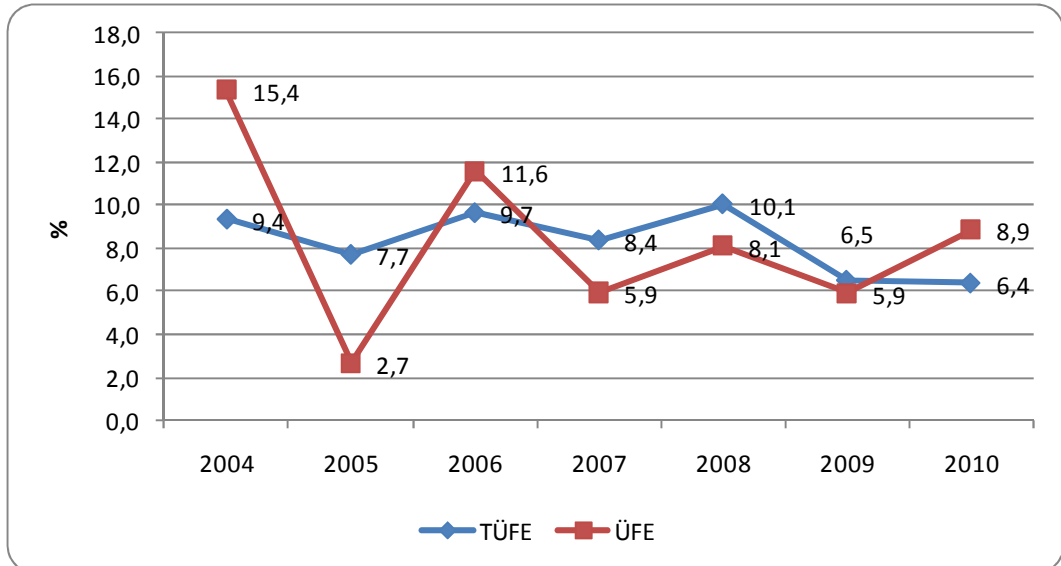
Kaynak:TCMB

EK 6 TÜFE ve ÜFE Gelişimi (1989-2001)



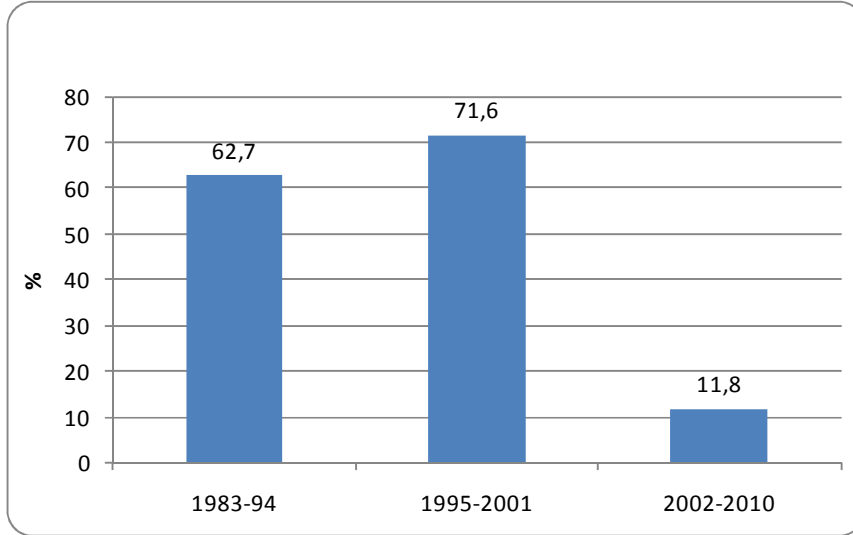
Kaynak: TÜİK, 1987 temel yıllı veriler

EK 7 TÜFE ve ÜFE GELİŞİMİ (2004-2010)



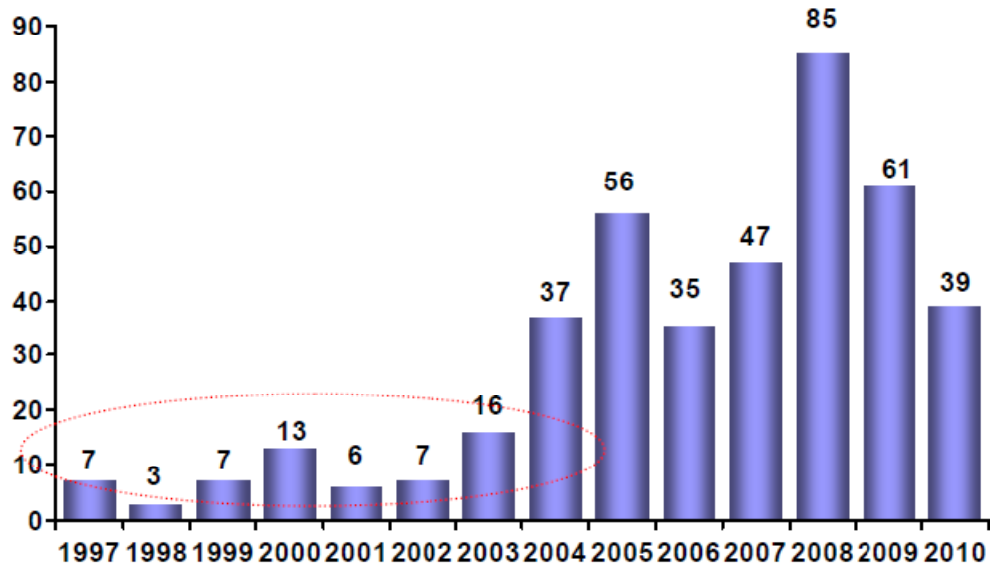
2003 Temel yıllı, Kaynak: TÜİK

EK 8 Ortalama TÜFE Oranı (1983-2010)



Kaynak: TÜİK, TCMB

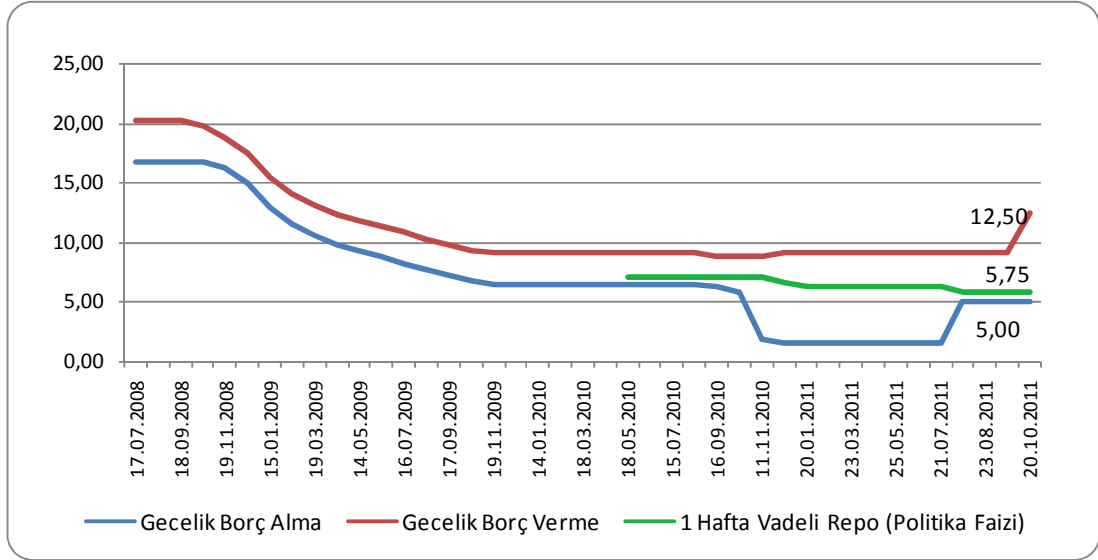
EK 9 Türkiye'nin Enflasyon Sıralamasında Dünyadaki Yeri (1997-2010)



*Toplam ülke sayısı 102 olup, sıralama büyükten küçüğe doğrudur.

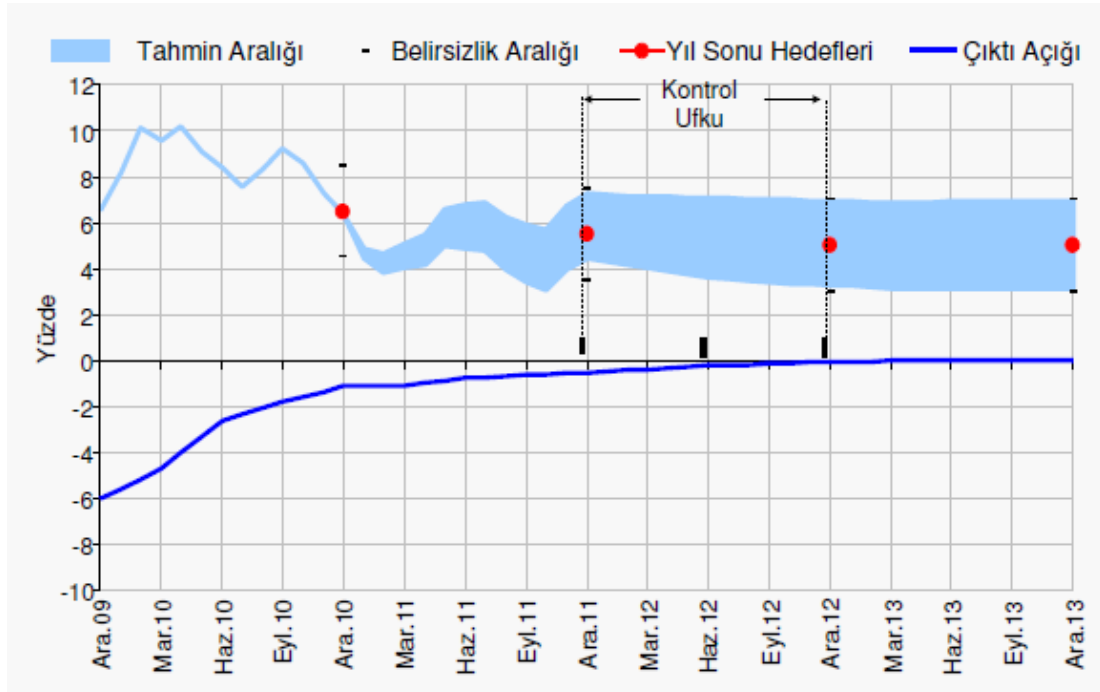
Kaynak: TÜİK, Economist Intelligence Unit

EK 10 TCMB Gecelik Faiz Oranlarının Gelişimi (2002-2010)



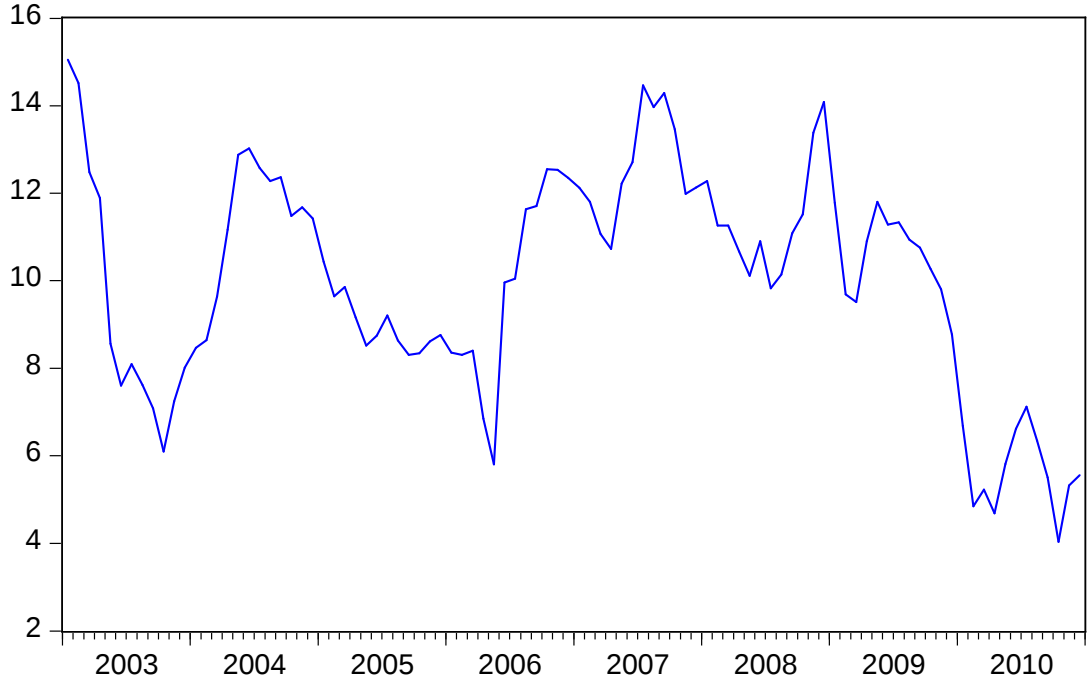
Kaynak: TCMB

EK 11 TCMB'nin Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



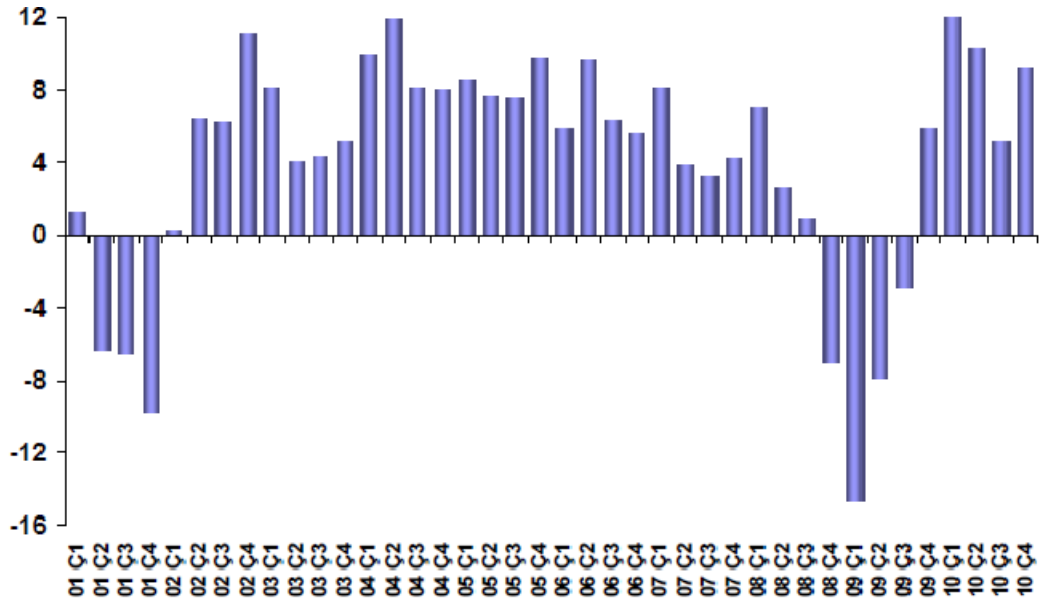
Kaynak: TCMB

EK 12 Türkiye’de Aylık Reel Mevduat Faiz Oranlarının Gelişimi (2003-2010)



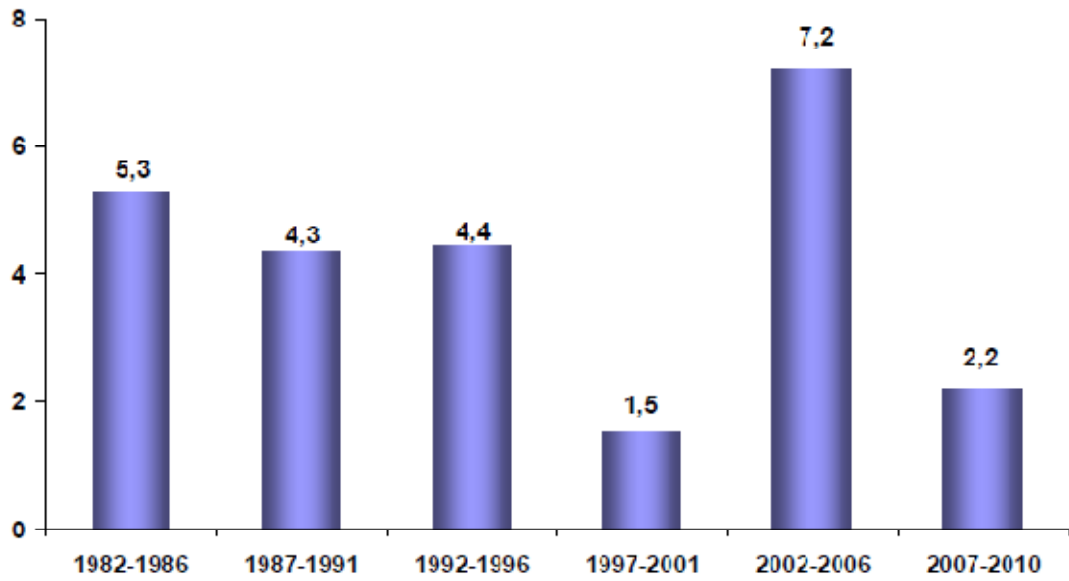
Kaynak: TCMB

EK 13 GSYH Büyüme Oranları (Yıllık %Değişim)



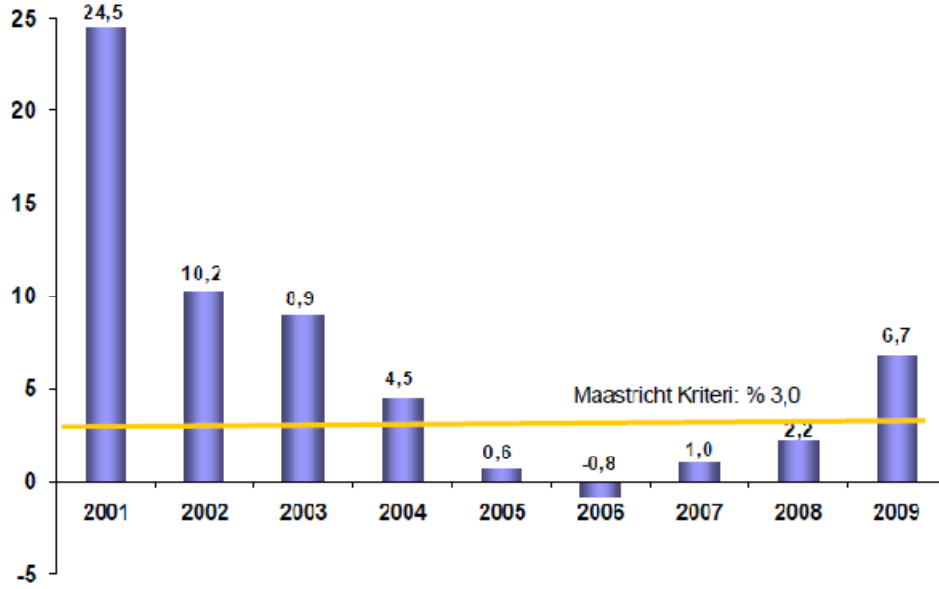
Kaynak: TÜİK

EK 14 GSYH Büyüme Oranı (Dönem Ortalaması, %)



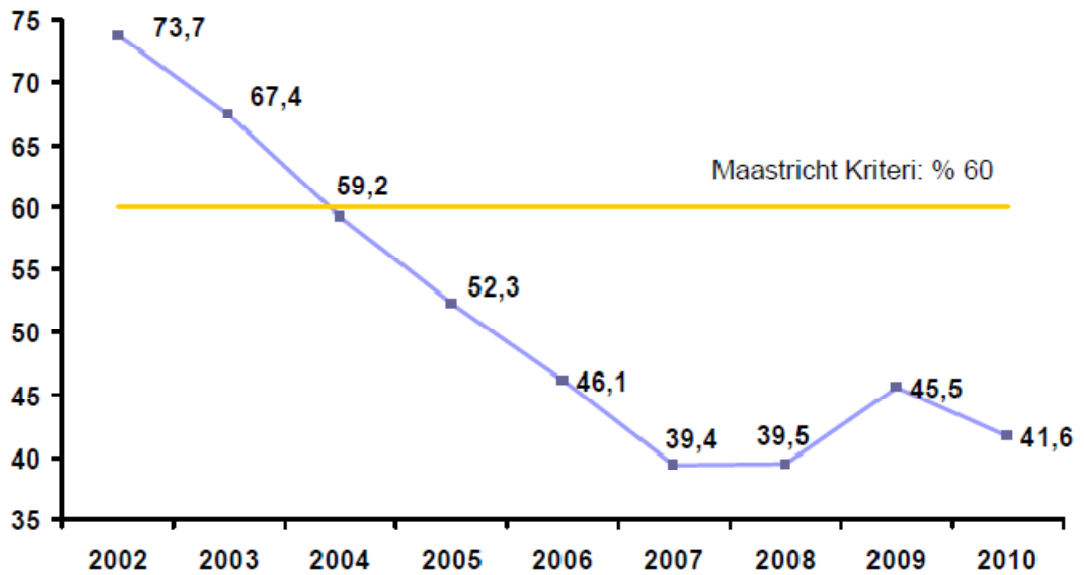
Kaynak: TÜİK, Hazine Müsteşarlığı

EK 15 AB Tanımlı Genel Yönetim Bütçe Açığı / GSYH (%)



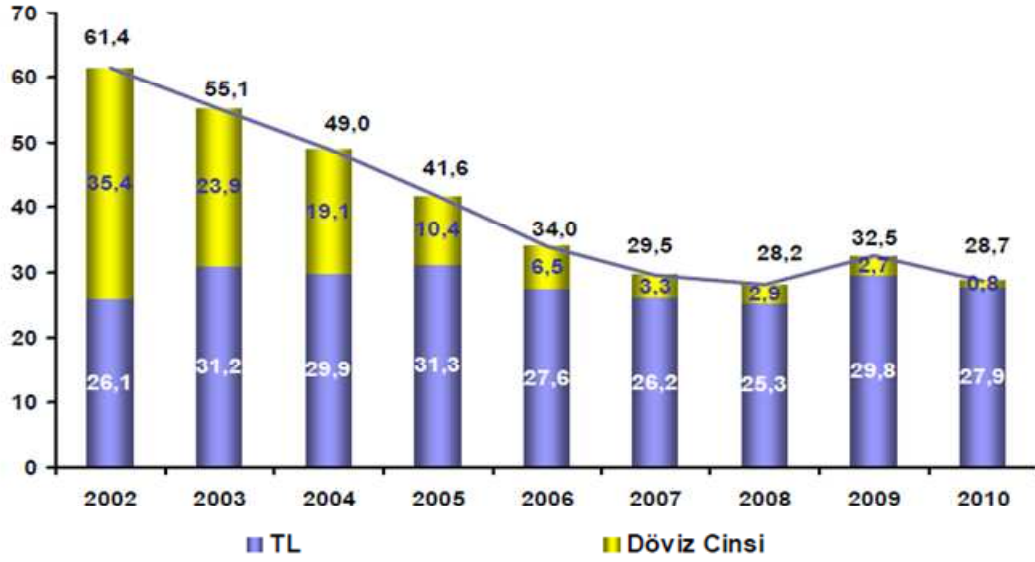
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

EK 16 AB Tanımlı Borç Stoku / GSYH (%)



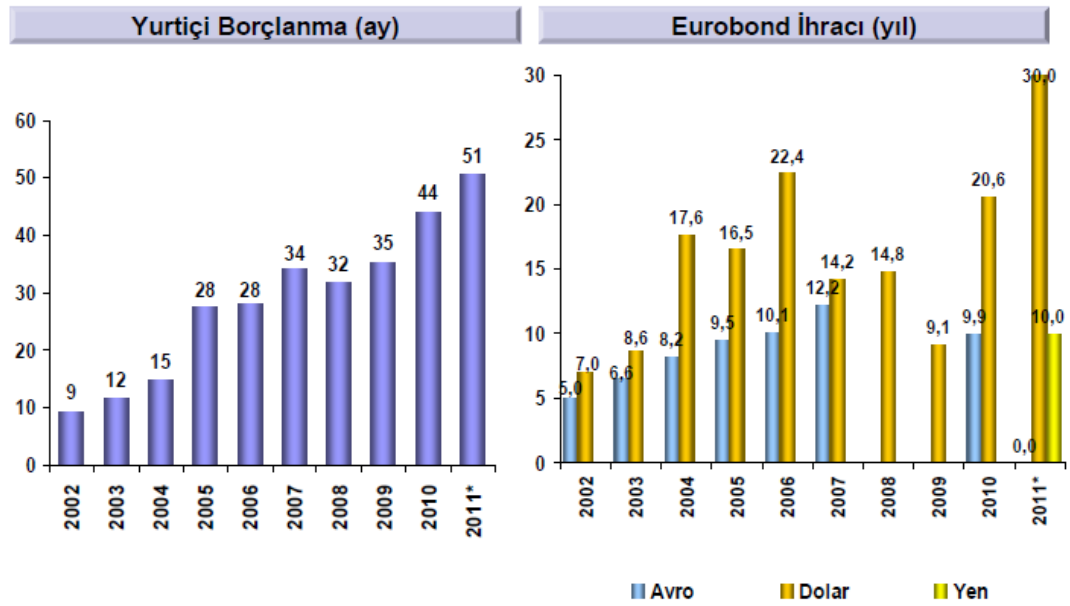
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

EK 17 Toplam Kamu Kesimi Net Borç Stoku/ GSYH (%)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

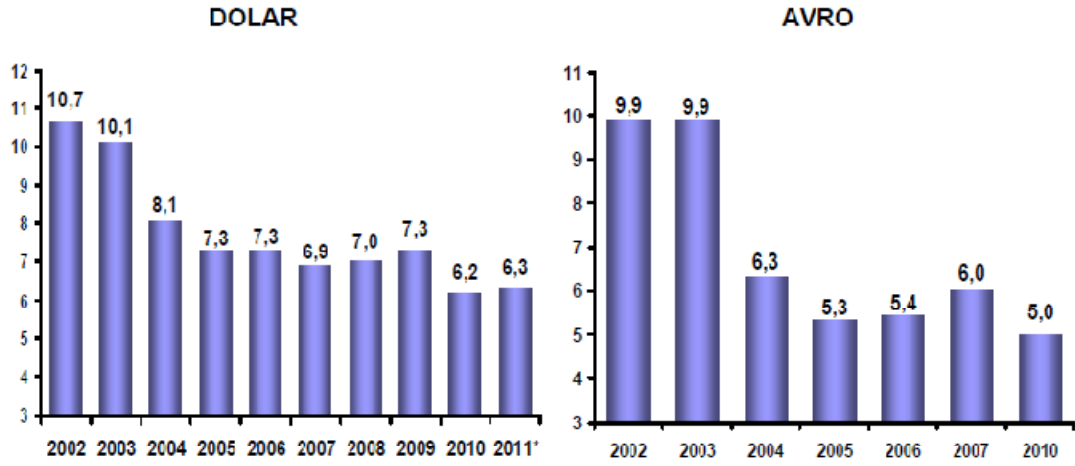
EK 18 Borçlanmanın Ortalama Vadesi



*13 Mayıs 2011 itibarıyla

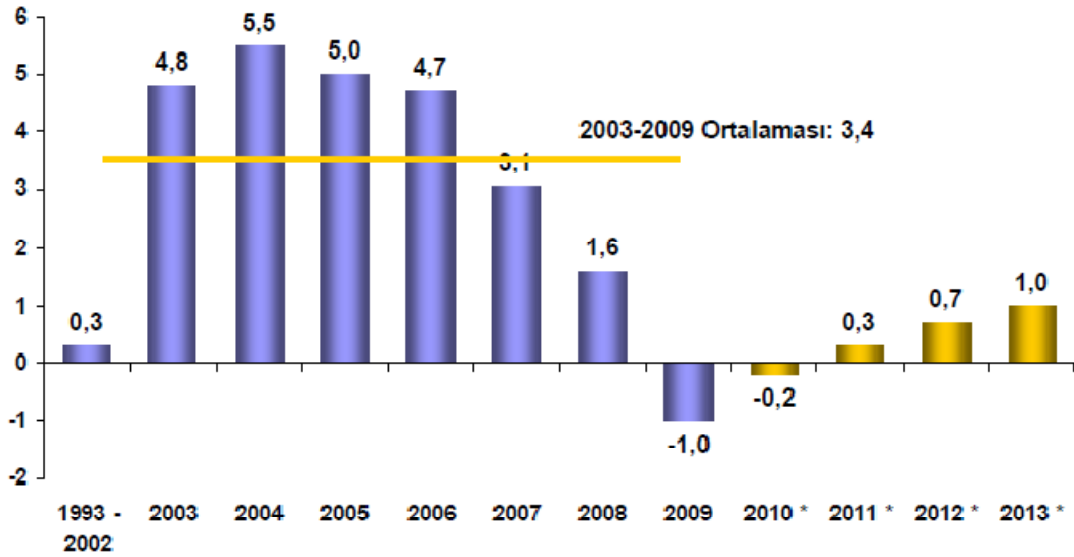
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

EK 19 Dış Borçlanma Maliyeti (%)



*13 Mayıs 2011 itibarıyla
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

EK 20 Kamu Sektörünün Faiz Dışı Fazlası (Program Tanımlı, % GSYH)



(*) 2010-2013: Orta Vadeli Program hedeflerini göstermektedir.
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

ÖZET

DOĞAN, Pakize Eda. Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Para Politikası Kuralı Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2011.

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de 2002-2005 yılları arasında örtük, 2006 yılından itibaren ise açık bir biçimde uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel özelliklerini ortaya koyarak, bu dönemde Merkez Bankası’nın geriye dönük reaksiyon fonksiyonunu tahmin etmektir. Taylor Kuralı’nın açık ekonomi modelinden yola çıkılarak aylık veriler üzerinden Genelleştirilmiş Momentler Metodu ile yapılan tahminde, reel mevduat faizlerinin enflasyonun hedeflenen değerlerinden sapmasına, ekonomideki çıktı açığına ve kurlardaki oynaklığa olan duyarlılığı incelenmiştir. Analiz sonucunda enflasyon hedeflerinden sapma, çıktı açığı ve döviz kurlarındaki oynaklığın faiz kararlarının belirlenmesinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Sözcükler

1. Enflasyon hedeflemesi
2. Fiyat istikrarı
3. Para politikası kuralı
4. Taylor Kuralı
5. Çıktı açığı

ABSTRACT

DOĞAN, Pakize Eda. Inflation Targeting and the Monetary Policy Rule Application of Turkey, Dissertation, Ankara, 2011.

The aim of this study is to predict the back looking reaction function of the Central Bank of Turkey during the implicit inflation targeting (2002-2005) and explicit inflation targeting implementation period (since 2006) as well as identifying the main properties of the inflation targeting strategy implemented. A model is constructed over the monthly data by using the Generalized Method of Moments according to open economy version of Taylor Rule. The reaction of the real deposit interest rates to deviations from inflation targets, output gap and exchange rate volatility is investigated. According to analysis results, the deviations from inflation targets, output gap and the exchange rate volatility play a significant role in the determination of the interest rates.

Key Words

1. Inflation targeting
2. Price stability
3. Monetary policy rule
4. Taylor Rule
5. Output gap