

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KURALA DAYALI VE İHTİYARİ PARA POLİTİKASI TARTIŞMALARI
KAPSAMINDA TAYLOR KURALININ ANALİZİ: TEORİ VE TÜRKİYE
ÖRNEĞİ**

Esmâ ERDOĞAN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA/2018

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM**

**KURALA DAYALI VE İHTİYARİ PARA POLİTİKASI TARTIŞMALARI
KAPSAMINDA TAYLOR KURALININ ANALİZİ: TEORİ VE TÜRKİYE
ÖRNEĞİ**

Esmâ ERDOĞAN

Danışman: Prof. Dr. Harun BAL

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA/2018

ukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne;

Bu alışma, jürimiz tarafından İktisat Ana Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS olarak kabul edilmiştir

Başkan: Prof. Dr. Harun BAL
(Danışman)

ye: Prof. Dr. Mehmet ÖZMEN

ye: Yrd. Doç. Dr. Banu TANRIÖVER

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen ğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

17 /01/2018

Prof. Dr. H. Mahir FİSUNOĞLU

Enstitü Müdürü

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, izelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 Sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ETİK BEYANI

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde ve ortaya çıkan sonuçlarda herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim. 17/01/2018

Esmâ ERDOĞAN

ÖZET

KURALA DAYALI VE İHTİYARİ PARA POLİTİKASI TARTIŞMALARI KAPSAMINDA TAYLOR KURALININ ANALİZİ: TEORİ VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Esmâ ERDOĞAN

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Ana Bilim

Danışman: Prof. Dr. Harun BAL

Ocak 2018, 127 sayfa

Merkez bankasının para politikasını kurala dayalı mı yoksa ihtiyari bir şekilde mi yürütülmesi gerektiği konusu iktisat literatürün de uzun zamandır tartışılan önemli konulardan birisidir. İktisatçılar ve politika uygulayıcıları para politikasının bir kural çerçevesinde uygulanması gerektiği ve ihtiyari politikaların ekonomide zaman tutarsızlığı problemine yola açabileceği konusunda hem fikirlerdir. Fakat literatür de uygulanacak kuralın ne olması gerektiği konusunda halen bir fikir birliği sağlanamamıştır. Ayrıca MB'nin uygulayacağı kural politika uygulamaları konusunda da literatür de farklı uygulamalar mevcuttur. Bu farklı uygulamalardan biri de Taylor kuralıdır. Söz konusu kural, MB'nin ekonominin kurala bağlı olarak kısa dönemli nominal faiz oranı düzeyini belirlenmesini gerektiğini ifade etmektedir.

Çalışmada 2001:08-2017:09 dönemi için ekonomik aktörler tarafından anlaşılması kolay ve uygulama açısından basit bir kuralı temsil eden döviz kuru değişkeninin modele dâhil edildiği genişletilmiş Taylor Kuralının Türkiye ekonomisi için geçerliliği test edilmiştir. Çalışmada analiz yöntemi olarak GMM yöntemi tercih edilmiştir. Söz konusu yöntemin tercih edilme sebebi, zayıf varsayımlar altında dahi güçlü ve tutarlı katsayılarla ulaşılmalarını mümkün kılarak, tahmin edicilerin tutarlılığına bağlı güçlü varsayımlarda bulunmasıdır.

Taylor kuralı analiz sonucunda elde edilen katsayıların MB'nin politika kararlarında sadece enflasyon açığı tepki katsayısının etkili olduğu ama çıktı açığı ve döviz kuru açığı tepki katsayılarının politika kararlarında enflasyon açığı tepki katsayısı kadar etkili olmadığı tespit edilmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgular literatür de yer alan çalışmaları destekler nitelikte olup, söz konusu kuralın daha çok düşük enflasyon

oranı ve istikrarlı büyüme oranlarına sahip ekonomilerde geçerli olabileceği sonuca ulaşılmıştır.

Anahtar kelimeler: Taylor Kuralı, Kurala Dayalı Para Politikası, İhtiyari Para Politikası, TCMB, GMM Modeli



ABSTRACT**ANALYSIS OF TAYLOR RULE WITH IN THE CONTEXT OF RULE BASED
MONETARY POLICIES AND SPECIFIC RULE DISCRETIONARY POLICIES
DISCUSSION: THEORY AND AN APPLICATION ON TURKEY****Esma ERDOĞAN****Çukurova University, Department of Economics****Master Thesis****Supervisor: Prof. Dr. Harun BAL****January 2018, 127 pages**

Whether the central bank's monetary policy should be based on rules or voluntarily is one of the important issues discussed for a long time in the economic literature. Economists and policy makers agree that monetary policy must be applied within the framework of a rule, and that voluntary policies may lead to the problem of time inconsistency in the economy. However, there is still no consensus on what should be the rule in the literature. There are also different applications in the literature on rule-policy applications that the central bank will apply. One of these different practices is Taylor rule. The rule implies that the central bank central bank's should set the short-term nominal interest rate level depending on the rule of the economy.

On the economic actors side, on study period for 2001: 08-2017: 09; the exchange rate variable, which is easy to understand and represent a simple rule in terms of implementation, is included as a model. And the validity of extended Taylor's rule is tested for Turkey's economy. The GMM (Generalized method of moments) method was chosen as the method of analysis in the study. The reason why this method is preferred is, even under weak assumptions making it possible to achieve strong and consistent coefficients and offering strong assumptions depending on consistency estimators.

The coefficients obtained by Taylor rule analysis shows that only the inflationary response coefficient is effective in the central bank's policy decisions. Output deficit and exchange rate openness coefficient is not as effective as inflationary response coefficient in policy decisions. Findings obtained from the study are

supportive of the studies in the literature. That mentioned rule is lead to be valid on economies with a lower rate of inflation and steady growth rates.

Key Words: Taylor Rule, Rule Based Monetary Policy, Discretionary Monetary Policy, CBRT, GMM Model

ÖNSÖZ

Kurala dayalı ve ihtiyari para politikaları tartışmaları kapsamında ekonomilerde uygulanan para politikasının önemi günden güne artmaktadır. Bu sebeple Türkiye’de de uygulanan para politikasının daha iyi anlaşılması için Taylor kuralı tipi bir kural politikanın geçerliliği sınanarak okuyucular katkı sağlanması amaçlanmıştır.

Çalışmamın her aşamasında güler yüzü, sabrı ve verdiği güven ile beni motive eden, deneyimlerinden faydalandığım ve yakın desteklerini gördüğüm tez danışmanım kıymetli hocam Prof. Dr. Harun BAL ve Yrd. Doç. Dr. Banu TANRIÖVER hocalarıma sonsuz saygı ve teşekkürlerimi bir borç bilirim. Ayrıca tezimin uygulama kısmında bilgi ve tecrübelerinde faydalandığım, yoluma ışık tutan Prof. Dr. Mehmet ÖZMEN hocama tüm içtenliğimle teşekkürlerimi sunuyorum.

Her zaman maddi ve manevi desteği ile arkamda olduğunu bildiğim hocam, ablam, yol göstericim, neşe kaynağım Dr. Elif KEMALOĞLU-ER’e sonsuz minnettarım. Tez çalışmam süresince akademik bilgi ve tecrübeleri ile her konuda yardımlarını esirgemeyen İsmail ÇİFÇİ ve Tuğçe KAYA’ya çok teşekkür ediyorum. Ayrıca çalışmam sırasında bana destek veren yol arkadaşlarım Müge MANGA, Burhan BİÇER, Kerem KİPER, Emrah Eray AKÇA ve Gülhan YENİLMEZ başta olmak üzere isimlerini sayamadığım hayatımda olan ve desteklerini esirgemeyen tüm arkadaşlarıma teşekkür ediyorum.

Tez çalışmam süresince beni destekleyen, motive eden ve en önemlisi bana hep inanarak desteklerini hiç kesmeyen canım ailem, annem ve babam Meryem-Nizamettin ERDOĞAN başta olmak üzere kardeşlerim Eda, Sinan, Said ve Yaşar Can’a şükranlarımı borçluyum. Onların desteği olmasaydı, bu aşamaya ulaşmam çok daha zor olurdu.

Esmâ ERDOĞAN

Ocak, 2018 (ADANA)

(Bu çalışma Öğretim Üyesi Yetiştirme Programı- ÖYP tarafından desteklenmiştir.)

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
ÖNSÖZ	viii
İÇİNDEKİLER	ix
KISALTMALAR	xiii
TABLolar LİSTESİ	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ	xv

BÖLÜM I

GİRİŞ

1.1. Araştırma Konusu ve Amacı.....	1
1.2. Araştırmanın Yöntemi	1
1.3. Araştırmanın Planı	2

BÖLÜM II

PARA POLİTİKASI AMAÇLARI- ARAÇLARI VE KURAMSAL ÇERÇEVESİ

2.1. Para Politikası Nedir?	3
2.2. Para Politikasının Amaçları	4
2.2.1. Fiyat İstikrarı.....	6
2.2.2. Ekonomik Büyüme	7
2.2.3. Finansal İstikrar	9
2.2.4. Ödemeler Bilançosu Dengesi.....	10
2.2.5. Faiz Oranlarında İstikrar	12
2.2.6. Yüksek İstihdamın Sağlanması.....	12
2.2.7. Para Politikası Amaçları Arasında Mukayese	14
2.3. Para Politikası Araçları	15
2.3.1. Genel Para Politikası Araçları.....	15
2.3.1.1. Açık Piyasa İşlemleri	16
2.3.1.2. Zorunlu Karşılık Oranları	19

2.3.1.3. Reeskont Oranları	21
2.3.1.4. Faiz Oranı Kontrolleri.....	22
2.3.1.5. Kredi Tavanları	23
2.3.1.6. Disponibilite Uygulaması	23
2.3.2. Para Politikası Özel Araçları.....	24
2.3.2.1. Farklılaştırılmış Reeskont Oranları.....	24
2.3.2.2. Selektif Kredi Kontrolleri	24
2.3.2.3. İkna Yolu	25
2.3.2.4. Tüketici Kredilerinin Kontrolü	25
2.4. Para Politikası Kuramsal Çerçevesi	25
2.4.1. Klasik Görüş ve Para Politikası	25
2.4.2. Keynesyen Görüş ve Para Politikası.....	27
2.4.3. Monetarist Görüş ve Para Politikası	29
2.4.4. Yeni Klasik Görüş ve Para Politikası	31
2.4.5. Yeni Keynesyen Görüş ve Para Politikası	33
2.5. Bölüm Değerlendirme.....	36

BÖLÜM III

KURALA DAYALI VE İHTİYARİ PARA POLİTİKASI

3.1. Kurala Dayalı ve İhtiyari Para Politikaları Tartışmaları.....	38
3.2. İhtiyari (Duruma Göre) Para Politikası.....	43
3.3. Kurala Dayalı Para Politikası.....	46
3.4. Kurala Dayalı Para Politikaları Çeşitleri	48
3.4.1. Amaç Kuralları.....	48
3.4.1.1. Enflasyon Hedeflemesi (EH)	49
3.4.1.2. Nominal Gelir Hedeflemesi	52
3.4.1.3. Döviz Kuru Hedeflemesi	54
3.4.1.4. Parasal Hedefleme	56
3.4.1.5. Faiz Hedeflemesi	58
3.4.2. Araç Kuralları	58
3.4.2.1. Parasal Durum İndeksi (MCI- Monetary Condition Index).....	59
3.4.2.2. McCallum Kuralı	60

3.4.2.3. Taylor Kuralı.....	61
3.5. Bölüm Değerlendirme.....	61

BÖLÜM IV

TAYLOR KURALINA GENEL BİR BAKIŞ

4.1. John Taylor'un Görüşleri ve Geleneksel Taylor Kuralı	63
4.2. Geleneksel Taylor Kuralının Bileşenleri	67
4.2.1. Taylor Kuralı ve Çıktı Açığı Bileşeni.....	67
4.2.2. Taylor Kuralı ve Enflasyon Bileşeni	70
4.2.3. Taylor Kuralı ve Denge Faiz Oranı	71
4.3. Bekleyiş ve Hedef Değer Değişken İçeren Taylor Kuralı	72
4.4. Dışa Açık Ekonomilere Uyarlanmış Taylor Modeli.....	74
4.5. Taylor Kuralı ve Seçilmiş Ülke Ekonomilerini Ele Alan Literatür Taraması	76
4.6. Bölüm Değerlendirme.....	80

BÖLÜM V

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE PARA POLİTİKALARININ GELİŞİMİ, TAYLOR KURALI ANALİZİ, EKONOMETRİK YÖNTEM ve TAHMİN SONUÇLARI

5.1. TCMB'nin 1980 Döneminde Günümüze Kadar Uyguladığı Para Politikaları.....	81
5.2. Türkiye Ekonomisi İçin Taylor Kuralının Geçerliliğini Test Eden Çalışmalar.....	85
5.3. Taylor Kuralı Tahmininde Kullanılan Ekonometrik Yöntemler	92
5.3.1. Açık Tahmininde Tercih Edilen Yöntemler	92
5.3.2. Hodrick Prescott Filtreleme Yöntemi (HP Yöntemi)	93
5.3.3. Zaman Serisi Birim Kök Testleri.....	94
5.3.3.1. Genelleştirilmiş Birim Kök Testi (ADF)	95
5.3.3.2. Philips Peron (PP) Birim Kök Testi.....	95
5.3.4. Tahmin Yöntemleri.....	97
5.3.4.1. Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM)	97
5.4. Türkiye Ekonomisi İçin Taylor Kuralı Tahmin Sonuçları.....	100
5.4.1. Veri Seti ve Yöntem	100
5.4.2. Analiz Sonuçları	101

5.4.3. Çıktı Açığı, Enflasyon Açığı ve Kur Açığı Tahmin Sonuçları.....	103
5.4.4. Taylor Kuralı Model Tahmin Sonuçları	105

BÖLÜM VI

SONUÇ

6.1. Öneriler	112
KAYNAKÇA	113
EKLER	121
ÖZGEÇMİŞ	127



KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Gelistirilmiş (Augmented) Dickey- Fuller
APİ	: Açık Piyasa İşlemleri
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası
Bkz.	: Bakınız
BM	: Birleşmiş Milletler
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
EH	: Enflasyon Hedeflemesi
EKK	: En Küçük Kareler Yöntemi
EVDS	: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FRED	: Federal Reserve Economic Data
GMM	: Generalized Method of Moments
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
HP	: Filtresi Hodrick Prescott Filtresi
IFS	: International Financial Statistics
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LRAS	: Long-run Aggregate Supply
MB	: Merkez Bankası
PP	: Phillips–Perron
s.	: Sayfa No
SIC	: Schwarz Bilgi Kriteri (Schwarz Info Criterion)
SRAS	: Short-run Aggregate Supply
SUE	: Sanayi Üretim Endeksi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
VAR	: Vector Autoregressive

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1. Para Politikası Amaçları	5
Tablo 2. Para Politikası Amaçları Arasındaki Mukayese	14
Tablo 3. Kurala Dayalı Politika Türleri	48
Tablo 4. Türkiye Ekonomisi İçin Yapılan Taylor Kuralı Çalışmaları	88
Tablo 5. Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları.....	101
Tablo 6. ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları.....	102
Tablo 7. GMM Tahmin Sonuçları.....	107



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.	Dış Açıkların Para Arzında Meydan Getirdiği Etki	11
Şekil 2.	Açık Piyasa Alım İşlemlerinin Etkileri	17
Şekil 3.	Yeni Klasik Yaklaşımına Göre Hedeflenen ve Beklenmeyen Para Politikası Uygulamalarının Ekonomiye Yansımaları	33
Şekil 4.	Yeni Keynesyen Para Politikasının Kısa Dönemde Ekonomiye Etkileri	35
Şekil 5.	İhtiyari ve Tahmine Dayalı Para Politikasının Ekonomideki Etkileri	47
Şekil 6.	Nominal Gelir Hedeflemesi (Talep Şoku Örneği)	53
Şekil 7.	AD-IA Uzun Dönem Dengesi	66
Şekil 8.	Çıktı Açığı	68
Şekil 9.	Hodrick Precott Çıktı Açığı	104
Şekil 10.	Enflasyon Açığı	104
Şekil 11.	Döviz Kuru Açığı	105

BÖLÜM I

GİRİŞ

1.1. Araştırma Konusu ve Amacı

1970’ler başlayan ve güzüümüze kadar devam eden süreçte para otoritelerinin uygulayacakları politikalar da kural politika mı yoksa ihtiyari politika mı uygulayacağı konusu tartışmalı bir konudur. Kurala dayalı ve ihtiyari politika nedir ve bu iki politika arasındaki fark nelerdir diye bakıldığında ise literatürde bu sorulara verilen cevapların, içinde bulunan döneme göre farklılık gösterdiği tespit edilmiştir. İhtiyari politika uygulamalarında MB’ları ekonominin içinde bulunduğu duruma göre, en uygun para politikası araçlarını seçerek uygulamaktadır. Kural politika uygulamasında ise MB’nin kamuoyu tarafında kolayca anlaşılabilen somut görevler üstlenmesini ifade etmektedir.

Konu ile ilgili literatür incelendiğinde 1990’lı yıllardan itibaren para otoritelerinin kural politika uygulamalarını daha çok tercih ettikleri gözlemlenmiştir. MB’nin uyguladığı para politikasının kamuoyu tarafında tahmin edilebilir olması önemlidir. Bu durum ise basit bir para kuralı sayesinde mümkün kılınabilmektedir.

Çalışmanın temel amacı kurala dayalı ve ihtiyari para politikaları tartışmalarının devam ettiği günümüzde TCMB’nin politika faiz oranlarını belirlerken kurala dayalı bir para politikası stratejisi izleyip izlemediği, döviz kuru değişkenin eklendiği genişletilmiş Taylor kuralı modeli yardımı ile Türkiye ekonomisi için sınamaktır.

1.2. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmanın analizinde Türkiye ekonomisi için Taylor kuralının geçerliliği 2001:08-2017:09 dönemi için GMM yöntemi ile sınanmıştır. Politika faiz oranını hesaplamak için kurulan ekonometrik modelde gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyondan sapması, gerçekleşen üretimin potansiyel üretim düzeyinden sapması ve reel efektif döviz kurunun trendin den sapması Hodrick- Prescott yöntemi ile elde edilerek modele dâhil edilmiştir. Açık değişkenleri elde etmeden önce sanayi üretim endeksi, reel efektif döviz kuru değişkeni ve faiz oranı değişkenlerine TRAMO/SEAT yöntemi ile mevsimsellikten arındırma işlemi uygulanmıştır.

1.3. Araştırmanın Planı

Çalışma genel olarak beş bölümde oluşmaktadır. İlk bölümde çalışmanın önemi, yöntemi ve planı anlatılarak çalışma hakkında ön bilgi verilmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümde para politikasının tanımı yapılarak MB'lerin para politikası ile ekonomide gerçekleştirmek istediği amaçları ve bu amaçlara hangi araçları kullanarak ulaşmaya çalıştıkları hakkında bilgi verilmektedir. Ayrıca iktisat bilimine katkı sağlamış ekoller çerçevesinde Klasik yaklaşım, Keynesyen yaklaşım, Monetarist yaklaşım, Yeni Klasik yaklaşım ve Yeni Keynesyen yaklaşımın para politikasına verdiği önem irdelenmiştir.

Üçüncü bölümde iktisat yazınında para politikasının belirli bir kurala göre yürütülüp yürütülmeyeceği veya politika yapıcının takdirine bırakılıp bırakılmayacağı üzerine yapılan tartışmalar çeşitli başlıklarla ele alınmıştır. Özellikle literatürde yer alan kural ve ihtiyari politikaların neler olduğu ve para otoritelerinin bu politikaları ekonomide hangi araçlarla uyguladığı konusuna geniş yer verilmiştir.

Akabinde yer alan çalışmanın dördüncü bölümünde ise özellikle son zamanlarda para otoritelerinin makroekonomi büyüklüklerle ilgili belirlenen hedeflere ulaşmak için kullanmayı tercih ettiği önemli kural politikalarından birisi olan ve kısa vadeli faiz oranının temel politika aracı olarak kullanıldığı Taylor Kuralına yer verilmiştir. Taylor kuralında yer alan bileşenler detaylı bir şekilde incelenmiş olup konu ile ilgili literatür ile desteklenmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın beşinci bölümünde ise Türkiye ekonomisinde 2001:08-2017:07 dönemi için Taylor kuralının geçerliliği GMM yöntemi ile test edilmiş olup kullanılan yöntemin teorik alt yapısı hakkında bilgi sunulmuştur.

Sonuç ve öneriler kısmında ise para otoritelerinin kural politika mı yoksa ihtiyari politika mı uygulaması gerektiği tartışmalarından hareket edilerek TCMB'nin hangi politika uygulamasını tercih ettiği irdelenmiştir. Ve TCMB'nin 2001 yılından itibaren enflasyon hedefleme rejimini uygulamaya geçirmesi ve bu doğrultuda hedeflerini kamuoyu ile paylaşmasının ihtiyari politika uygulamalarını kısıtladığını göstermiştir. TCMB 2001 yılından itibaren kural ve kural benzeri politikalar uygulayarak fiyat istikrarı ve ekonomik büyüme hedeflerini gerçekleştirmeye çalıştığı tespit edilmiştir. Fakat Taylor gibi bir kural politikanın Türkiye ekonomisinde döviz kurlarında meydana gelen volatilité ve yüksek enflasyon oranlarından kaynaklı olarak geçerli olmadığı tespit edilerek öneriler geliştirilmiştir.

BÖLÜM II

PARA POLİTİKASI AMAÇLARI- ARAÇLARI VE KURAMSAL ÇERÇEVESİ

2.1. Para Politikası Nedir?

Para politikasının ekonomideki etkinliğinin artması ile birlikte para politikası tam anlamı ile neyi ifade eder sorusunu gündeme getirmiştir. Bu soruyu birçok farklı şekilde cevaplamak mümkündür. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) bu konuda en kapsamlı tanıma yer vermektedir. TCMB’ ye göre para politikası; ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade eder (www.tcmb.gov.tr). Bu tanım MB ekonomide etkili bir karar merci olduğu göstermektedir. Bu yüzden MB’ları içinde bulundukları ülkenin sosyo-ekonomik durumunu dikkate alarak uyguladığı para politikası ve kurumsal yapısında değişiklik arz edebilme yeteneğine sahiptir (www.tcmb.gov.tr).

Başka bir tanımda ise para politikası “belli ekonomik amaçları gerçekleştirmek için para ve kredi koşullarının MB tarafında kontrol edilmek üzere bilerek ve isteyerek yapılan çalışmalar” olarak açıklanmaktadır (Serin, 1998, s. 3). Bu bağlamda MB ekonomide belirlediği amaçlara ulaşmak ve ekonomiyi yönlendirmek için para arzı ve faiz oranlarını kontrol etmektedir. Para politikası yoluyla para miktarını kontrol edilmesi istikrar politikasının önemli bir türüdür (Froyen, 2002, s. 33).

Daha spesifik olarak ifade edildiğinde ise para politikası parayı yönetme sanatı olarak tanımlanır. Yani merkez bankalarının ekonomik büyümeyi oluşturmak için likiditeyi nasıl yönettiklerine karar vererek bugünkü ve gelecekteki toplam milli geliri etkileme gücüne sahip olmalarıdır (Holtrop, 1963, s. 13).

Literatürdeki tanımlar baz alınarak bir genelleme yapıldığında ise, para politikası; paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının beklentilerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik, oluşturulan kararlar bütünü olarak ifade edilmektedir (Yapraklı, 2007, s. 54). MB’lerinin para politikası uygulamalarındaki temel hedefi fiyat istikrarı ve kur istikrarını sağlamanın yanı sıra istikrarlı bir büyüme trendini de yakalamaktır. Bu kapsamda para politikası uygulamalarına istikrar programları da demek mümkündür. Ancak farklı istikrar programı uygulamalarında para politikasının üstlendiği görevler değişiklik arz ederek makroekonomik değişkenleri de önemli ölçüde etkileyebilmektedir (Keyder, 2012, s. 2). Bu sebeple de para

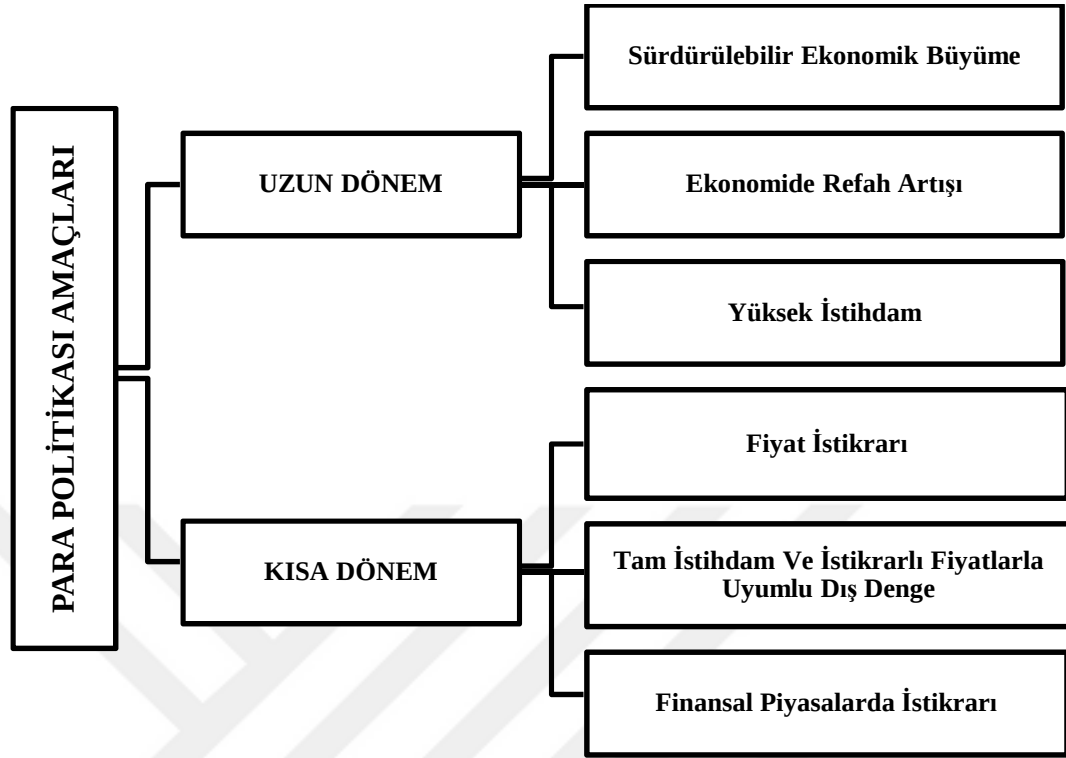
politikasının nihai amaçları ve bu nihai amaçlara ulaşmasında kullandığı araçların incelenmesi önem arz etmektedir.

2.2. Para Politikasının Amaçları

Finansal Liberalizasyon ile birlikte ekonomik hayatın düzenleyicisi olarak paranın önemli bir değişken olarak kabul edilmesi, hükümetlerin ve merkez bankalarının uyguladıkları politikalar içerisinde para politikasının ne kadar önemli olduğunu gündeme getirmiştir (Mayer vd. 1990, s. 357). Özellikle 1970’li yıllara kadar ekonomide uygulanan politikalara yardımcı rol üstlenen para politikası, 1973 petrol krizinden sonra yaşanan yüksek enflasyonla birlikte fiyat istikrarını nihai amaç edinen Merkez Bankalarının birinci önceliği olmuştur (www.tcmb.gov.tr). Para politikası, hane halkı, iş dünyası, hükümet ve dünyanın geri kalan sektörlerinde borçlanma, borç verme, harcama ve tasarruf davranışlarını etkilemektedir. Bu kapsamda para politikası toplam talep üzerinde değişimler oluşturan önemli bir iktisat politikası olarak da ele alınabilir (Bindseil, 2004, s. 10-20). Toplam talep üzerindeki (daralma ve genişleme) etkilerinde kaynaklı para politikasında oluşan değişimler, fiyat seviyesi, üretim ve istihdamda seviyesinde değişim oluşturmak için toplam arzı da etkilemektedir.

Para politikasını Benjamin Friedman (2000), serbest piyasa koşullarında para politikası uygulayıcılarının kısa dönem hedefleri (fiyatlar genel seviyesindeki değişim gibi) ile birlikte, uzun dönem (gelir ve işsizlik gibi) hedeflerini de kapsayan ekonomik hareketlerinin yönünü ve hızını düzenli olarak etkilemek amacı ile kullandığı yöntem olarak tanımlamıştır.

Tablo 1

Para Politikası Amaçları

Mishkin (2000) para politikasının temelde 6 amacının olduğunu belirtmektedir. Bu amaçlar; sürdürülebilir ekonomik büyüme, tam istihdam, istikrarlı fiyatlar ve tatmin edici bir dış denge sağlayacak politikalar tasarlamak ve uygulamak, faiz istikrarı ve finansal istikrar olarak özetlenmektedir (Rose, 1986, s. 54). Para politikasının uygulamakla görevli birim merkez bankasıdır. Merkez bankası bulunduğu ülkenin ekonomik şartlarına göre uygulanacak olan para politikasının özelliklerini belirlemektedir. Nitekim MB para politikasını uygularken, mali sistem üzerinden çalışır ve özetlenen bu amaçları gerçekleştirmek için birçok değişkenden yararlanmaktadır. Söz konusu değişkenlerden ülkelerin dışa açıklık oranı, jeopolitik konumu, ülkenin iş gücü ve ülke vatandaşlarının tasarruf oranları vb. para politikasının temel amaçlarına ulaşmada etkin rol üstlenmektedir (Sürmeli, 2014, s. 10).

Sonuç olarak para politikası kendi içinde ve belirli bir düzen çerçevesinde temel amaçları iyi belirlenerek sıkı takip edilmelidir. Bu kontrol yapılmadığı takdirde yanlış seçilen bir amaç piyasa ekonomisi üzerinde olumlu etkiden çok olumsuz etki ile sonuçlanabilecektir. Bu sebeple para politikasının amaçları neler olmalıdır? sorusuna cevap aramalıyız.

2.2.1. Fiyat İstikrarı

Merkez bankası tarafından düşük ve istikrarlı enflasyon olarak tanımlanan fiyat istikrarı para politikasının en temel amacıdır. Fiyatlar genel düzeyinin belli bir istikrara sahip olması, fiyatlarda oluşacak sürekli değişimleri yok etmek anlamına gelmektedir (Savaş, 1994, s. 13). Başka bir ifade ile ekonomik aktörlerin yatırım, tüketim ve tasarrufa ilişkin kararlar alırken dikkate değer bir enflasyon oranının olmaması şeklinde ifade edilir (Greenspan, 1994).

Para politikası uygulayıcıları fiyat düzeyinde istikrar sağlayarak deflasyonist ve enflasyonist eğilimleri ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır. Enflasyon ve deflasyon olgusu ekonomide belirsizlik oluşturmaktadır. Ekonomide yaşanan bir belirsizlik fiyatlarda aşırı hareketliliğe yol açarak ekonomik birimlerin karar almalarını zorlaştıracaktır (Mishkin, 2007, s. 393). Ekonomide fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen sürekli bir artış piyasada yer alan aktörlerin geleceği öngörememeleri ve gerekli bilgiye sahip olamamaları nedeniyle finansal piyasaların etkin aracılık yapma yeteneklerini azaltmaktadır. Para politikası uygulayıcısı merkez bankası temel amacı olan fiyat istikrarını gerçekleştirmek için para ve maliye politikası arasında eş anlı denge sağlamalıdır. Eş anlı denge her iki politikayı da aynı amaç için uyguladığımız zaman gerçekleşecektir. Örneğin; enflasyonist bir ortamda uygulanacak olan daraltıcı para politikası, benzer özelliklere sahip maliye politikası ile desteklendiğinde bir anlam ifade etmektedir. Yani ekonomide toplam talebi baskılamak için para ve kredi hacmi daraltıldığında, kamu harcamalarının azaltılması ve vergi oranlarındaki artış bütçe fazlasına yol açacaktır. Benzer şekilde deflasyonist dönemde genişletici para ve maliye politikası uygulamaları toplam talep düzeyini arttırmak koşulu ile eş anlı uygulanmalıdır (Orhan & Erdoğan, 2007, s. 57).

Literatürde ve uygulamada fiyat istikrarının sağlanması konusunda (sıfır ya da sıfıra yakın enflasyon) geniş bir anlaşma söz konusudur (Aslan, 2009, s. 534-537). Fakat istikrarın hangi fiyat seviyesinde sağlanması gerektiği hususunda tek bir ölçüt yoktur. Para politikasının etkinliğini arttıran fiyat istikrarının sağlanması konusunda önemli bir hususta merkez bankasına olan güvendir. Özellikle ekonomide uygulanan para politikasına kamuoyu kuşku ile yaklaşmamalıdır.

Ekonomide gerçekleşen istikrarlı bir fiyat ortamı ekonomik büyümeye destek olarak para politikasının diğer amaçlarının gerçekleşmesine yardımcı olmaktadır. Bu bağlamda literatürde yer alan çalışmalar incelendiğinde fiyat istikrarı olan ülkelerde

uzun dönemli kalkınma performanslarının daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Ekonomide yaşanan fiyat istikrarsızlığının en uç örneği olan hiperenflasyon durumunu yakın geçmişte Arjantin, Brezilya ve Rusya yaşamıştır. Hiperenflasyonun ekonomide oluşturabileceği tahribatlar bu ülkeler ile deneyimlenmiştir (Mishkin, 2007, s. 393).

Bir ekonomide fiyat istikrarı sağlamanın faydaları sıraladığında ise (www.tbb.org.tr);

- Fiyat istikrarı, toplumda bireylere daha iyi yaşam standartlarını yakalama imkânını sunar.
- Ekonomideki genel fiyat gelişmeleri hakkındaki belirsizliği azaltarak, görece fiyatların şeffaflığının artırılmasına yardımcı olur.
- Faiz oranlarındaki enflasyon riski primlerini azaltır.
- Nakit tutmanın faydalarını artırır.
- Sosyal güvenlik ve vergi sistemlerinin olumsuz etkilerini azaltır.
- Servetin ve gelirin isteğe göre dağılımını önler.
- Finansal istikrara yardımcı olur.
- Merkez bankaları, fiyat istikrarını koruyarak ekonomideki daha büyük amaçların gerçekleşmesine destek olur.

Ekonomide serbest piyasa işlerliğini devam ettirebilmesi için fiyat mekanizmasının, enflasyonun istikrar bozucu etkilerinden arındırılmış olmalıdır.

2.2.2. Ekonomik Büyüme

Günümüzde ekonomi politikası amaçlarında biri ekonomik büyüme hedefidir. Özellikle İkinci Dünya Savaşından önceki dönemde ekonomik büyüme konjonktür kavramından farklı görülüyordu ve kısa dönemli ekonomik dalgalanmaların önlenmesi daha önemliydi (Parasız, 2007, s. 299-300). Fakat bu savaştan sonraki dönemde uzun dönemli ekonomik gelişmelere öncelik verilerek para politikası amaçlarından biri olarak ön plana çıkan büyüme olgusu gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin üzerinde durduğu önemli bir konu duruma gelmiştir. İktisadi birimler uzun dönemde paranın yansızlığı konusunda hem fikirlerdir (Arestis & Sawyer, 2001, s. 12). Yani uzun dönemde para politikası ekonomi üzerinde yeterince etkili olmamaktadır. Bu

kapsamda ekonomik aktörler para politikası nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlayarak ekonomik büyümeye yardımcı olmaktadır.

Literatürde daha çok reel milli gelirdeki artış ekonomik büyüme olarak nitelendirilmektedir. Nitekim ekonomik büyüme; sermaye stokundaki artış, teknolojik ilerleme, doğal kaynakların gelişimi ve üretim faktörleri kullanımında verimliliğin sağlanması sonucu reel milli gelirin yıllık olarak artması şeklinde de tanımlanır. Emek ve sermaye gibi üretim faktörlerinin arzlarındaki artış veya üretimde kullanılan faktörlerdeki birim başına düşen hasıla oranındaki artışın potansiyel milli gelire yaptığı pozitif katkı ekonomik büyüme olarak nitelendirilmektedir (Lipsey vd, 1984, s. 981).

Ekonomik büyümenin belirleyicilerini incelediğinde 3 temel büyüklük ile karşılaşmaktadır. Bunlar sermaye birikimi, teknolojik ilerleme ve nüfus-iş gücü artışıdır. Dolayısıyla, üretim sürecindeki kilit girdilerin büyümesi ve teknolojik gelişmeler, uzun dönemde üretimin büyümesinin anahtarıdır. İlk olarak sermaye birikimi ekonomik büyümenin lokomotifleri olarak kabul edilir. Bir ülke gelişimini sağlayabilmesi için yatırımlar gerçekleştirmelidir. Buradaki yatırımın gerçekleşebilme koşulu yüksek gelirden elde edilen tasarruf artışı ile mümkündür. İşte bu noktada meydana gelen kısır döngüden kurtulmanın yolu ülkelerin sermaye birikimlerinin artırılması ile mümkün olacaktır. Bir diğer belirleyici teknolojik ilerleme yani üretimde ihtiyaç duyulan bilgi, işlem ve tekniklerin bütünüdür. Ülkeler teknolojik ilerleme aracılığı ile üretim sırasında aynı miktar girdi ile daha fazla çıktı elde ederek işgücü ve sermaye tasarrufu gerçekleştirecektir. Üçüncü belirleyici olan nüfus artışının meydana getireceği iş gücü artışı ekonomik büyümeyi hızlandıran önemli bir uyarıcı olmaktadır. Daha genel olarak ifade edildiğinde ise; bir ulusun ekonomik pastasının (toplam milli gelirin) boyutu ve dolayısıyla potansiyel yaşam standardı zamanla yükselmek zorundaysa, ekonominin üretkenlik kapasitesi de buna paralel bir şekilde genişleyeceği ileri sürülmektedir (Burton & Brown, 2014, s. 585-587).

Ekonomik büyüme trendinin istikrarlı bir şekilde sürdürülebilmesi finansal genişlemenin yanı sıra parasal genişlemenin ılımlı bir düzeyde tutulması ile mümkündür. Yani para politikasının ekonomik büyümeye yönelik olarak kullanılması, faiz oranlarını etkileyerek ya da ılımlı bir parasal genişleme ile enflasyonu önleyerek mümkün olacaktır. Keynesyen iktisatçılara göre para politikası aracılığıyla faiz oranlarında değişiklikler meydana getirilerek yatırım düzeyi değiştirilebilir. Monetarist ve Yeni Klasik İktisatçılar ise para politikasının ekonomik büyümeyi yönlendirmek amacıyla kullanılabileceği argümanına karşıdır (Orhan & Erdoğan, 2007, s. 69).

2.2.3. Finansal İstikrar

Para politikasının nihai amaçlarından biride finansal istikrarın sağlanmasıdır. Küreselleşen dünyada yaşanan gelişmeler finansal istikrarın ekonomik istikrar için bir ön koşul olduğunu ve merkez bankalarının finansal sistemde oluşan riskleri göz ardı etmemesi gerektiğini ön plana çıkarmıştır. Bu bağlamda finansal istikrar kavramı, finansal piyasalarda, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarda ve ödeme sistemlerindeki istikrarı ve şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmektedir. Bu alanlardaki istikrar genelde finansal sistemin sağlıklı ve istikrarlı işlemesini, dolayısıyla ekonomideki kaynakların üretken bir şekilde tahsisini ve risklerin uygun bir şekilde yönetim ve dağılımını beraberinde getirmektedir. Bu nedenle merkez bankaları finansal sistemin istikrarını çok yakından takip etmektedir(www.tcmb.gov.tr).

Schioppa (2002), finansal istikrarı sürekli artan maliyetler olmaksızın finansal sistemde meydana gelen şoklara dayanabilme gücü olarak tanımlamıştır. İktisat yazınında finansal istikrar kavramı finansal piyasaların işleyişinden altyapısına kadar bütününe kapsayacak şekilde geniş bir kavram olarak ifade edilmektedir (Schinasi, 2004, s. 6).

Ekonomilerde likit varlıkların kullanılabilirliğinin artması ve sermaye hareketlerinin finansal piyasalar aracılığı ile makro ekonomik sonuçlar oluşturmaları finansal istikrar kavramını gündemde tutmuştur. Özellikle yakın zamanda finansal piyasalarda yaşanan 2008 krizi reel piyasalara etki ederek oluşacak krizlerin reel sektör krizine nasıl dönüşeceğini göstermiştir. Finansal krizler finansal piyasaların fonlarını etkili yatırımlara dönüşmesini engelleyerek ekonomik faaliyetlerde daralmalara yol açmaktadır. Bu sebeple finansal krizlerden kaçınılarak daha istikrarlı bir finansal sistem merkez bankalarının önemli bir amacı olmuştur. Bu kapsamda Federal Rezerv Sistemi banka paniklerine cevap olmak ve finansal istikrarı sağlamak için 1907 yılında kurulmuştur (Mishkin, 2000, s. 86).

Finansal istikrar kavramı sadece finans sisteminde kaynakları ve riskleri tahsis etme, tasarrufları harekete geçirme ve zenginlik birikimi, kalkınma ve büyümeye yardımcı olma anlamına gelmemektedir; aynı zamanda ekonomideki ödeme sistemlerinin sorunsuz (resmi ve özel, perakende ve toptan satış ve resmi ve gayri resmi ödemeler mekanizmaları) işlev gördüğünü de ifade etmektedir.

Finansal istikrarsızlık kavramı ise, mali piyasaların finansal sistemin işleyişi üzerindeki etkileri ile bir ekonominin performansına zarar veren veya bunlara zarar

vermekle tehdit eden koşulları ifade eder. Bu tür finansal istikrarsızlık ekonominin işleyişine zarar verir. Ayrıca, belirli finansal kurumların ve piyasaların operasyonlarını aksatabilir, böylece ekonominin geri kalan kısmını finanse etme kabiliyetlerini kaybedebilirler (Chant, 2003, s. 3-4).

Finansal istikrarın sağlanabilmesi için para politikası ile finansal istikrarın ilişkisinin tespiti önemli fakat yeterli değildir. Yapılması gereken husus, değişik para politikaları uygulamalarında finansal istikrarın nasıl bir seyir izlediğinin anlaşılabilmesi ve bu yolla uygulanacak para politikasında karşılaşılabilecek risklerin önceden belirlenmesi gerekmektedir (Özcan, 2006, s. 2).

Finansal istikrarın sağlanması hususunda, merkez bankası krizlerin başlangıcında ya da yeni başlamış olup derinleşmeyen kriz ortamında son kredi mercii olma özelliğini kullanarak finansal paniklerin önlenmesini sağlayabilir. Özellikle finansal piyasalarda istikrarın devam etmesi açısından faiz oranlarının istikrarlı düzeylerde seyretmesi çok önemlidir. Çünkü faiz oranlarında meydana gelen aşırı oynaklıklar, uzun dönemli tahvillerin değerini kaybettirecektir. Yaşanan bu durum finansal kurumlar için belirsizliklere yol açarak ekonomide panik havasının yaygınlaşmasını sağlayacaktır (Orhan & Erdoğan, 2013, s. 422).

Güçlü bir ekonomi olma yolunda belirlediğimiz amaçlar belirsizlikleri bertaraf ederek birini destekler nitelikte olmalıdır. Bu sebeple istikrarlı bir ekonomik büyüme ve tam istihdamın sağlanabilmesi için fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarında sağlanması gerekir.

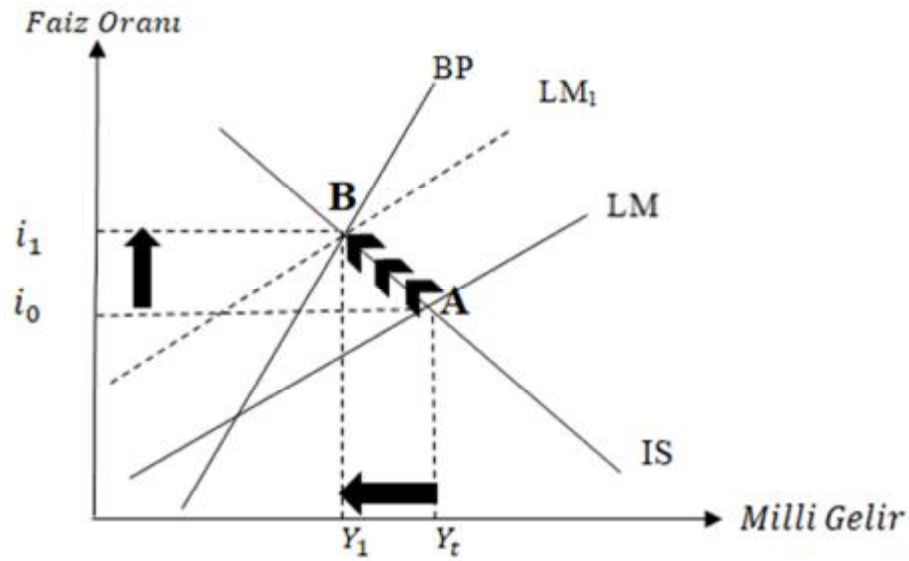
2.2.4. Ödemeler Bilançosu Dengesi

Küreselleşen dünyada sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ülke ekonomilerinin uluslararası piyasalara entegrasyonu hızlandırmıştır. Ekonomide yaşanan bu süreç para piyasalarının günümüzde etkinliğini arttırarak ödemeler bilançosu dengesinin önemini ortaya koymuştur.

Ödemeler bilançosu kavramını tanımladığımızda, genellikle bir ülkede yerleşik olan kişilerin, işletme veya kurumların belirli bir dönem boyunca yabancı ülkelerdeki yerleşik kişiler, işletmeler veya kurumlarla yaptıkları tüm ekonomik işlemlerin sonucunu gösteren sistematik kayıtlar olarak ifade edilir (Seyidoğlu, 2013, s. 329). Ülkeler ödemeler bilançosunun başa baş noktasında dengede olmasını hedeflemekle birlikte ödemeler bilançosunda açık ve fazla verme durumları ile de karşı karşıya

kalabilirler. Çünkü bir ülkenin dış ödemeler bilançosunda meydana gelen denge veya dengenin sapma durumu, o ülkenin uluslararası ödeme gücündeki iyileşme ya da bozulmaları yansıtmaktadır. Bu sebeple ödemeler dengesi ekonomik saygınlığın bir göstergesi olarak da kullanılır.

Ödemeler dengesi üzerinde dolaylı veya doğrudan para miktarı, önemli bir etkiye sahiptir (Paya, 2007, s. 158). Ödemeler dengesi verileri para politikasının belirlenmesinde önemli bir gösterge olan para arzındaki değişiklikleri açıklamak için de kullanılmaktadır. Para arzındaki artışlar genellikle uzun vadedeki fiyat artışlarıyla yakından ilgilidir. Para arzı dar kapsamda daha kısa vadeye sahip olan mevduatları kapsarken daha geniş kapsamda, banka dışı özel sektörün tüm mevduatlarını içerecek şekilde tanımlanmaktadır. Ödemeler dengesinde meydana gelen bir dış açık veya fazla para arzında değişim meydana getirmektedir. Bu durumun ekonomideki dengeye olan etkisi IS-LM-BP analizi ile açıklanmaktadır.



Şekil 1. Dış Açıkların Para Arzında Meydan Getirdiği Etki

Yukardaki grafik ödemeler bilançosunda meydana gelen bir dış açığın ülke ekonomisine etkilerini göstermektedir. Grafikte **A** noktasında mal ve para piyasasında denge sağlanmıştı (**IS** ve **LM** eğrilerinin kesişim noktası) ancak ekonomide bir dış açık mevcuttur. Bu dış açığın para arzını etkilemesine müsaade edilirse **A** noktasındaki denge uzun süreli olmayacak ve kısa sürede etkisini kaybedecektir. Bu noktada ülkedeki döviz rezervlerindeki azalma ile beraber para arzında daralma meydana gelerek, **LM** eğrisinin sola doğru kaymasına neden olacaktır. **LM** eğrisindeki kayma **IS** ile **BP**

eğrisinin kesiştiği **B** noktasından geçerek ekonomide yeni denge oluşturacaktır. **B** noktasında oluşan yeni denge para piyasası, mal piyasası ve ödemeler bilançosu dengesini sağladığı için uzun süreli etkiye sahip olacaktır.

Konuyu özetlediğimizde; ödemeler bilânçosunda meydana gelen bir artış veya azalış para arzı ve faiz oranlarında değişiklik meydana getirerek ülke ekonomisi üzerinde büyük etkilere yol açabilmektedir. Bu nedenle para politikası uygulayıcıları diğer amaçlarla birlikte ödemeler dengesinde meydana gelen hareketleri de yakından takip etmektedir.

2.2.5. Faiz Oranlarında İstikrar

Günümüz ekonomisinde ekonomik istikrarın sağlanması için borçlu-alacaklı ilişkisinin üzerinde durulmalıdır. Çünkü faiz oranlarında meydana gelen bir hareketlilik belirsizlik ortamı oluşturarak ileriye dönük sağlıklı planların oluşmasına engel olmaktadır (Paya, 2007, s. 157).

Özellikle faiz oranlarında meydana gelen aşırı hareketlilik, spekülatif güdüyle para talep eden kesimin ilgisini çekmektedir. Faiz oranlarında yaşanan bu hareketlilik bireylerin kar elde etmeleri ya da büyük zararlarla karşılaşmalarına yol açacaktır (Orhan & Erdoğan, 2007, s. 69). Merkez bankası faizlerde meydana gelen aşırı hareketlilik durumunda, duruma müdahale ederek faiz oranlarını aşağı çekebilir fakat bu durum merkez bankasının itibarını olumsuz etkileyerek tepkilere yol açmaktadır.

Bir ekonomi de faiz oranlarında istikrar sağladığında finansal piyasalarda da istikrar sağlamış olur. Özellikle faiz oranlarındaki aşırı hareketlilik finansal kurumlarda belirsizlik oluşturarak bu kurumları uzun dönemli tahvil ve mortgage'ler üzerinde büyük sermaye kayıpları oluşmasına sebep olmaktadır. Yaşanılan kayıplar ekonomide büyük tahribat oluşturarak finansal kurumların iflası ile sonuçlanabilir (Mishkin, 2006b, s. 396).

Dolayısıyla ekonomilerde faiz oranlarında meydana gelen hareketliliğe karşı tepki 1970 öncesi kadar büyük olmamakla birlikte günümüzde merkez bankalarının para politikası uygulamaları ile azaltılmaktadır.

2.2.6. Yüksek İstihdamın Sağlanması

Ekonomide yüksek istihdamın sağlanması konusu 1929 Dünya Ekonomik Buhranına dayanmaktadır. Bu dönemde dünya ekonomisinde yaşanan daralma ve

beraberinde getirdiği artan işsizlik büyük problemlere yol açmıştır. Bu problemleri ortadan kaldırmaya yönelik alınan tedbirler yüksek istihdamın sağlanmasının iktisat politikasının temel amaçlarından biri olduğunu göstermiştir (Parasız, 1998, s. 1).

Ekonomide yüksek istihdamın sağlanması, iki sebepten dolayı önemlidir. (1) yüksek işsizlik ekonomide yer alan bireylerin acı çekmesine, yoksulluk oranının artmasına ve toplumdaki bireylerin suç işleme potansiyelinin artmasına yol açmaktadır. (2) yüksek işsizlik oranları sadece bireylerin işsiz kalması ile sonuçlanmaz ayrıca ekonomide atıl iş gücü ve atıl kaynaklar oluşturarak yatırımların ve üretimin azalmasına yol açacaktır (Mishkin, 2006b, s. 395)

İktisat yazınında tam istihdam düzeyinin arzu edilen bir amaç olarak belirlenmesi yaygın olmakla beraber, ekonomik isleyiş açısından belirli bir işsizlik oranının faydalı olabileceği görüşleri de yer almaktadır. Ekonominin doğal çalışma temposunda belirli bir işsizlik oranı doğal kabul edilmekte ve bu ilişkide doğal işsizlik oranı tanımı çok sık kullanılmaktadır (Paya, 2007, s. 156). Yüksek istihdam ekonomide yer alan bireyleri %100'ünün işgücüne katıldığı olarak düşünülebilir fakat bu tanım doğru değildir. Çünkü en ileri ekonomilerde bile %3-%5 oranında bir doğal işsizlik mevcuttur. Bu oran literatürde doğal işsizlik oranı ya da enflasyonu arttırmayan işsizlik oranı olarak ifade edilmektedir. Hükümet ve para politikası uygulayıcıları bu oranların dışındaki işgücünün istihdamı ile ilgilenirler (Lipsey vd. 1999, s. 15).

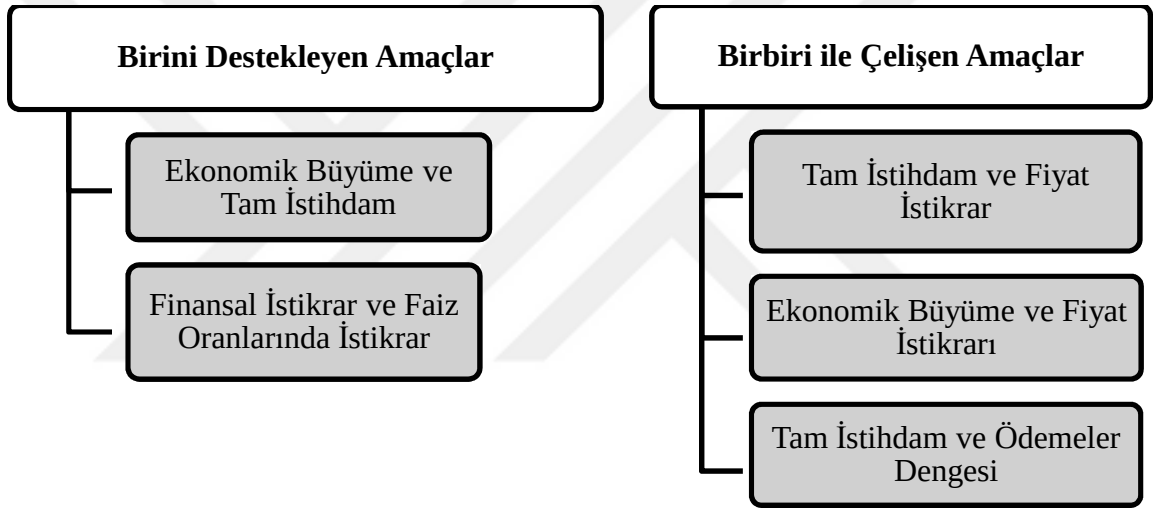
Para politikasının istihdam düzeyi üzerine etkileri konusunda da iktisat yazınında tam bir görüş birliği yoktur. Keynesyen görüşe göre, Philips eğrisindeki ilişkiden hareketle para politikası, her ne kadar enflasyonist bir etki meydana getirse de işsizliğin azaltılması karşısında önemli sonuçlar oluşturmaktadır. Monetarist iktisatçılar, para politikasının istihdamı arttırabileceği görüşünü günümüz bilgi düzeyinin yeterli olmadığını ileri sürerek küçümsemektedirler. Yeni Klasik İktisatçılar ise politika etkisizliği kapsamında para politikası uygulamalarının istihdam üzerinde etkili olmayacağını ileri sürmektedirler (Orhan & Erdoğan, 2007, s. 68). Günümüz ekonomisinde merkez bankaları kısa dönemde istihdamın sağlanması konusunda söz vermezler, daha çok fiyat istikrarının uzun dönemde yüksek istihdamı sağlayacak iyi bir politika olduğunu belirtirler. Bu kapsamda merkez bankaları Taylor kuralının, istihdam düzeyinde meydana gelen sapmaların para politikası üzerinde oluşturacağı etkileri en iyi biçimde gösterdiğini iddia ederler (Paya, 2007, s. 157).

2.2.7. Para Politikası Amaçları Arasında Mukayese

Ekonomide uygulanan para politikaları ve hedefledikleri amaçları her zaman birbirlerini anahtar kilit ilişkisindeki uyum gibi tamamlamayıp, politika ve amaçlar arasında çelişkilerde meydana gelebilmektedir. Uygulanan para politikası nihai amaçla çeliştiği zaman ekonomideki politika uygulamalarını zorlaştırarak, bu politika uygulamalarının ekonomideki etkinlikleri azaltabilmektedir (Pierce, 1978, s. 337). Böyle bir durumda merkez bankası çelişki içinde olan amaçları arasında bir seçim yaparak, diğer amacından fedakârlık yapma yolunu tercih edebilir.

Tablo 2

Para Politikası Amaçları Arasındaki Mukayese



Ekonomide kısa dönemde tam istihdam ve fiyat istikrarı birkaç açıdan çelişki içindedir (Congdon, 2008, s. 69-78). Örneğin; enflasyonu meydana getiren etmenler hem faktör (emek) sahipleri hem de satıcılar ekonomide bir maliyet enflasyonu söz konusudur. Böyle bir enflasyonu durdurmak için eksik istihdam ve aşırı kapasitelerin oluşturulması zorunlu olabilir. Özellikle Phillips Eğrisi para politikası uygulamalarının tam istihdam ve fiyat istikrarını aynı anda sağlanmasının ne kadar zor olduğu göstermektedir. Nitekim para politikası uygulayıcıları bu iki amaçtan fiyat istikrarına öncelik verdiğinde ekonomide işsizlik artmakta, istihdama öncelik verdiğinde ise fiyatlar genel düzeyi yükselmektedir (Parasız, 2009, s. 301).

Ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı amaçları da kısa dönemde birbiri ile çelişki içindedir. Enflasyonda meydana gelen artış ekonominin etkin işleyişini etkileyerek uzun dönemde yatırımların azalmasına neden olacaktır.

Para politikası amaçlarından bazıları birbirleri ile çelişki içinde olmasına rağmen bazı amaçları birbirlerini destekleyebilmektedir. Örneğin nihai amaç; ekonomik büyüme ve tam istihdamı içeren milli gelirin en üst seviyeye çıkarılması ve bununla birlikte fiyat istikrarının girişimcilere güven sağlayarak ekonomik büyümeyi teşvik edeceği düşünülüyorsa bu durumda fiyat istikrarının ekonomik büyümeye yardım edeceği düşüncesi geçerli olacaktır (Parasız, 2009, s. 302). Ekonomide finansal istikrar ve faiz oranlarındaki istikrar amaçları da birlerini destekleyen amaçlar olarak literatürde yer almaktadır (Mishkin, 2006b, s. 390).

2.3. Para Politikası Araçları

Merkez bankası para arzını kontrol ederek uygulayacağı politikaların ekonomide etkili bir şekilde gerçekleşmesi için çeşitli araçlardan faydalanmaktadır. MB'nin para politikası uygulamalarında kullandığı araçlar kendi içinde genel araçlar ve özel araçlar olmak üzere ikili bir ayrıma tabiidir. Bunlar;

- a. Genel para politikası araçları, yapılan düzenlemelerle ya fiyatları (faiz oranlarını) ya da miktarları (kredi- mevduat) belirler veya kısıtlandırır iken, özel para politikası araçları piyasadaki arz-talep koşullarından etkilenerek yürütülmektedir.
- b. Kredi tavanları biçimindeki genel para politikası araçları temelde finansal sistemde yer alan kurumların (ticari bankalar) bilançolarını etkilemeyi hedeflerken, özel para politikası araçları merkez bankası bilançosunu veya merkez bankası imkânlarını yani fiyatlarını (faizlerini) etkilemeyi amaçlamaktadır. Kısacası, genel araçlar müdahaleye yönelik olur iken, özel araçlar piyasa bazlı olmaktadır (Önder, 2005, s. 55).

2.3.1. Genel Para Politikası Araçları

Para politikası araçlarının etkileri ekonominin genelinde hissedilmesi durumunda kullanılan araçlara genel para politikası araçları denilmektedir. Merkez bankası genel para politikası araçlarını kullanarak piyasalarda bir aracı gibi işlem yapar fakat karar verme yetkisini piyasalara bırakmaktadır. Yani piyasadaki para ve kredi hacmini yönlendirmeye çalışmaktadır. Bu bağlamda MB'nin kullandığı en önemli genel para politikası araçları; açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılıklar, reeskont oranları, kredi

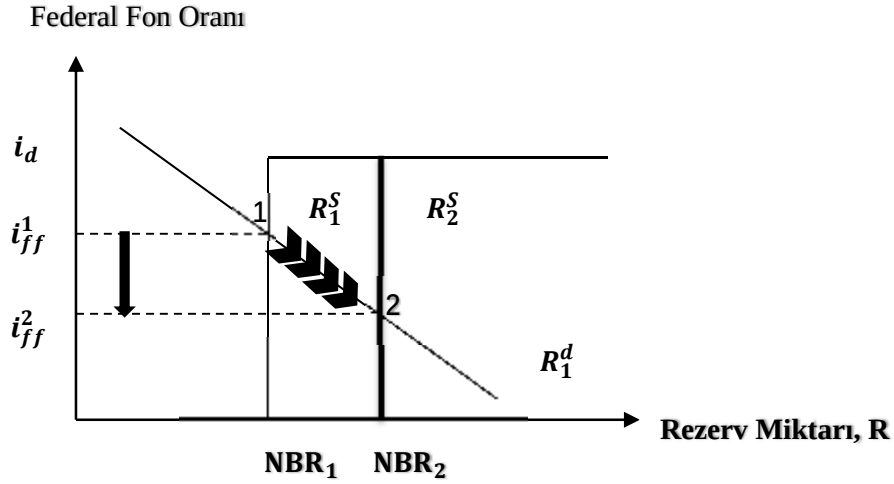
tavanları, disponibilite oranları ve faiz oranı kontrol araçlarıdır. Merkez bankaları, zorunlu karşılıklar ile para çarpanı büyüklüğünü, açık piyasa işlemleri ve reeskont oranları ile parasal taban büyüklüğünü etkilemeyi amaçlamaktadır (Orhan & Erdoğan, 2007, s. 71).

Para politikası genel araçları her ülkede ekonomisinde zaman zaman kullanıldığı için para otoriteleri tarafından önemli kabul edilmektedir. Bu bağlamda bu araçlar hakkında detaylı açıklamalar aşağıda yer almaktadır.

2.3.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankalarının para politikası amaçlarını gerçekleştirebilmek adına kullandığı en önemli para politikası aracı açık piyasa işlemleridir (Miller & Vanhoose, 1993, s. 406). Merkez bankaları açık piyasa işlemleri ile kısa vadeli faiz oranlarının belirlenen düzeylerde oluşmasını sağlamakta ve finansal piyasalardaki likiditeyi düzenlemektedir (www.tcmb.gov.tr). Açık piyasa işlemleri, parasal tabandaki ve faiz oranlarındaki değişikliklerin temel belirleyicisi ve para arzında oluşan dalgalanmaların birincil kaynağı olduğu için Merkez bankaları tarafından en çok tercih edilen en hızlı ve en kolay para politikası aracıdır. Merkez bankasının uyguladığı açık piyasa alımları, para arzını arttırmakta ve kısa dönem faiz oranlarını düşürmektedir. Nitekim bu durum ekonomide rezervlerin ve parasal tabanın genişlemesine yol açmaktadır. Açık piyasa satışı durumunda ise tam tersi bir mekanizma işleyecektir. Yani para arzında meydana gelen bir düşüş faiz oranlarını yükseltecektir. Bu durum ise rezerv ve parasal tabanda bir azalışa yol açacaktır (Mishkin, 2006b, s. 378).

Para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla, Merkez Bankası'nın piyasadaki mevcut tahvilleri (senetleri) alıp satması açık piyasa işlemleri vasıtası ile gerçekleşir. Bu işlem için yeni tahvil, hazine bonusu veya senet ihraç işlemi yapılmaz (Keyder, 2012, s. 76). Açık piyasa işlemleri menkul kıymetlerin fiyatlarını ve buna bağlı olarak faiz oranlarını etkilemektedir. Merkez bankası menkul kıymet piyasasından senet aldığı anda senetlerin piyasadaki fiyatları yükselecek ve senetlerin getirisi sabit olduğu için faiz oranları düşecektir. MB piyasaya senet satması durumunda ise senedin karşılığı olan miktarı piyasadan peşin olarak alacağı için para arzı azalacak ve bu azalış faiz oranlarının yükselmesine sebep olacaktır (Parasız & Özer, 2005, s. 373).



Şekil 2. Açık Piyasa Alım İşlemlerinin Etkileri

Şekil 2'yi incelediğimizde açık piyasa alım işlemlerinin etkisi görülmektedir. Grafikte (R^S) rezerv arz eğrisini, (R^d) rezerv talep eğrisini, (i_d) federal faiz oranını, (i_{ff}) federal fon oranını, (NBR) ise Fed' in açık piyasa işlemi sonucunda arz edilen rezerv miktarını temsil etmektedir. Açık piyasa alım işlemi sonucunda arz edilen rezerv miktarı artacaktır. Bu işlem ödünç alınmayan rezerv miktarını her bir faiz oranı seviyesinde artırarak NBR_1 'den NBR_2 'ye çıkartacaktır. Federal fon oranındaki artışa bağlı olarak arz eğrisi sağa doğru kayacak ve yeni denge noktasını 2 numaralı konumda oluşacaktır. Bu durum denge federal fon oranı i_{ff}^1 den i_{ff}^2 ye düşürecektir. Grafiği özetlediğimiz de ise; açık piyasa alım işlemleri federal fon oranının düşmesine, tersi durum satım işlemleri ise federal fon oranının artmasına sebep olmaktadır (Mishkin, 2006b, s. 374-377).

Merkez bankası ekonomide iki tip açık piyasa işlemi uygulamaktadır. Bunlar; dinamik açık piyasa işlemleri (ofansif) ve savunmacı açık piyasa işlemleri (defansif) dir. Merkez Bankası, bayram öncesi, yılbaşı öncesi vs. gibi belirli özel dönemlerde para tabanında başka faktörlerin etkisiyle görülen değişiklikleri ortadan kaldırmak için açık piyasa işlemi uyguluyorsa bu duruma defansif açık piyasa işlemi denir. Fakat, Merkez bankası herhangi bir tehdit unsuru olmadığı halde para tabanını değiştirmek için açık piyasa işlemleri gerçekleştiriyor ise bu duruma ofansif veya dinamik açık piyasa işlemi denir (Yalta, 2001, s. 4).

Merkez bankasının uyguladığı açık piyasa işlemleri ekonomide geçici uygulama özelliği gösterebileceği gibi kalıcı uygulama olma özelliği de taşıyabilmektedir.

Örneğin; menkul değerlerin piyasadan alınıp satılması işlemi süreklilik özelliği gösterirken, repo ve ters repo uygulamaları geçici işlem uygulamalarını ifade edebilmektedir (Keyder, 2012, s. 68).

Günümüzde TCMB para politikası hedeflerini etkili bir şekilde gerçekleştirmek adına, Merkez Bankası Kanunu'nun 52 maddesi çerçevesinde çeşitli açık piyasa işlemleri uygulamakta veya bu işlemlere aracılık hizmetinde bulunmaktadır. Yapılan açık piyasa işlemlerinde repo, ters repo, doğrudan alım ve doğrudan satım olmak üzere dört çeşit işlem gerçekleştirilmektedir.

Repo işlemini merkez bankası piyasada likidite sıkışıklığı yaşanması durumunda uygulamaktadır. Bu uygulamada merkez bankası devlet iç borçlanma senetleri, tahvil ve bono gibi kıymetli kağıtları geri satmak vaadi ile piyasadan kısa süreli olarak alır ve piyasaya likidite enjekte eder. MB'nin repo işlemi yapacağını ilan etmesi, ekonomide geçici bir para darlığı veya para talebi fazlalığının oluştuğunu ifade etmektedir. Repo işleminin vadesi 91 günü aşmaz.

Ters Repo işlemi; piyasadaki likidite bolluğunun geçici olduğu düşünüldüğü durumlarda yapılan kısa vadeli işlemidir. İşlem tarihinde, açık piyasa işlemleri portföyündeki devlet iç borçlanma senetleri, tahvil ve bonolar belirli bir vadede belirli bir fiyattan geri alınmak vaadiyle bankalara/aracı kurumlara satılmaktadır. Ters Reponun vadesi de 91 günü aşamaz (Yiğit, 2002, s. 3).

Doğrudan Alım; Merkez bankası piyasada kalıcı bir likidite sıkışıklığı yaşanması durumunda eksik olan likidite miktarınca piyasadan menkul kıymet (DİBS, bono vs.) satın alarak, piyasaya likidite enjekte etmesidir.

Doğrudan Satım; Piyasada kalıcı olarak likidite fazlası olması durumunda uygulanan işleme doğrudan satım işlemi denilir. Merkez bankası, piyasadaki likiditenin kalıcı bir şekilde fazla olacağına inanıyorsa, söz konusu fazla likiditeyi çekmek için, açık piyasa işlemi portföyündeki kıymetli evrakları bankalara/aracı kurumlara satar ve bu işlem karşılığında bankalar, ellerindeki fazla likiditeyi merkez bankasına kalıcı olarak devrederler. Böylece bankaların/aracı kurumların toplam rezervleri azaltılmış olur (Önder, 2005, s. 70).

Açık piyasa işlemlerinin diğer para politikası araçlarına birkaç açıdan üstünlüğü mevcuttur. Bu üstünlükler (Mishkin, 2000, s. 71);

1. Açık piyasa işlemleri merkez bankalarının inisiyatifi ile uygulanır ve bu işlemler MB'nin tam kontrol mekanizması ile çalışmaktadır.
2. Açık piyasa işlemleri esnek ve kesin olmakla birlikte istenilen ölçüde uygulanabilir. Rezervlerdeki veya parasal tabandaki miktarın küçük veya büyük olması fark etmez. Her durumda gerekli miktarda değerli kâğıt alım ve satım işlemi gerçekleştirilebilir.
3. Açık piyasa işlemlerinde yapılan bir hata kolaylıkla tersine çevrilebilir. Örneğin; merkez bankası fazla açık piyasa alımı gerçekleştirip piyasada fonların azaldığına karar verirse, açık piyasa satım işlemi yaparak bu hatayı düzeltebilir.
4. Açık piyasa işlemleri kolaylıkla tamamlanabilir ve bu işlemlerde idari gecikmeler yaşanmaz.

2.3.1.2. Zorunlu Karşılık Oranları

Merkez bankasının son dönemlerde en çok tartıştığı para politikası araçlarından biri de zorunlu karşılık oranlarıdır. Zorunlu karşılık oranları, bankalar tarafında kabul edilen mevduatların garanti alınması ve para arzını kontrol edebilmek için uygulanan para politikası aracıdır. Özellikle ticari bankalar başta olmak üzere bankalar yasa gereği topladıkları mevduatın belirli bir oranını (yasal karşılık oranını) MB yatırmak zorundadır (Yapraklı, 2007, s. 60).

TCMB Kanunu'nun "40'ıncı maddesi zorunlu karşılık oranlarına ilişkin yetki düzenlenmesine yer vermiştir. Bu madde;

"Madde 40 II: Bankalar ve elektronik ödeme araçlarını çıkaran kuruluşlar da dahil olmak üzere Bankaca uygun görülecek diğer mali kuruluşlar, Banka nezdinde açılacak hesaplarda yükümlülükleri esas alınarak, nakden zorunlu karşılık tesis ederler. Zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı, zorunlu karşılıkların oranı, tesis süresi ve bu yükümlülükler için tesis edilen karşılıklara gerektiğinde ödenecek faiz oranı, mevduat veya katılım fonlarından olağanüstü çekilişler ile birleşme, devir ve bölünme hallerinde yapılacak işlemler de dahil olmak üzere uygulamaya yönelik her türlü usul ve esaslar Bankaca belirlenir (www.tcmb.gov.tr)".

Merkez bankasının zorunlu karşılık oranı uygulaması ile bankaların mevduatlarında oluşabilecek ani hareketlenmelere karşı mevduat sahiplerini koruyarak para arzını kontrol etmeyi amaçlamaktadır. Nitekim zorunlu karşılık oranlarında meydana gelen bir yükseliş, mevduat miktarında azalışa yol açarak para arzının

daralmasına neden olacaktır. Tersi durumda ise; zorunlu karşılık oranlarındaki bir düşüş mevduat miktarını arttırarak para arzının genişlemesine imkân tanıyacaktır. Fakat MB zorunlu karşılık oranı uygulanırken çok dikkatli hareket etmelidir. Çünkü küçük bir ayarlama para arzı üzerinde büyük etkilere yol açabilecektir (Orhan & Erdoğan, 2007, s. 77).

Zorunlu karşılık oranı uygulamaları gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde farklı amaç ve farklı özelliklerde kullanılmasına rağmen, genel kabul görmüş beş temel fonksiyona sahiptir. Bu fonksiyonlar (Önder, 2005, s. 87);

- ◆ Para arzını ayarlamak,
- ◆ Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak,
- ◆ Likidite yönetimini kolaylaştırmak,
- ◆ Bankacılık sistemindeki riskleri azaltmak ve
- ◆ Senyoraj geliri elde etmek şeklinde sıralanmaktadır.

Zorunlu karşılık oranı uygulamalarının finansal piyasalardaki etkilerini özetlediğimizde ise (Parasız, 1994, s. 302);

1. Merkez bankası zorunlu karşılık oranlarında küçük bir değişim yaptığında bu değişimden bütün banka sistemleri etkilenecektir. Bu etkinin olumsuz yönleri oluşabilir. Örneğin; Kaydi para oluşumu birkaç büyük bankanın kontrolünde gerçekleşiyor ve işlem hacminin fazla yoğun olmadığı küçük yerleşim yerlerinde para darlığı meydana geliyorsa, karşılık oranlarında meydana gelecek küçük bir artış, bu yerleşim yerlerindeki yerel bankaların zaten kıt olan para oluşturma imkânlarını daha da kısıtlayacaktır.
2. Zorunlu karşılık oranları uygulama politikası esnek bir politika aracı değildir. Çünkü karşılık oranında yapılacak küçük bir değişiklik para stoku üzerinde büyük bir etki oluşturabilecektir.
3. Merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını arttırması durumunda, ellerinde yeterince parasal taban (rezerv) bulunmayan bazı bankaları, portföylerinde yer alan kıymetli evrakları satma durumu ile karşı karşıya bırakabilir.
4. Zorunlu karşılık oranının arttırılması durumunda bankaların ek karşılık sağlama işlemleri belirli bir zaman alabileceği için hedeflenen etkileri hemen gözlenmeyebilir.

Özetle; gelişen ve sürekli çeşitlenen finansal piyasalarda mevduat alternatifi yatırım araçlarındaki artış, zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesini sağlayarak bu karşılık oranlarına faiz ödenmesini gündeme getirmiştir. Bu durum TCMB'nin da dünyadaki genel eğilime paralel olarak, zorunlu karşılık oranlarını son yıllarda aşamalı olarak düşürmesine yol açmıştır. Merkez bankası Ağustos 2001'den itibaren zorunlu karşılıklara faiz ödemeye başlamıştır. Fakat 1 Ekim 2010 tarihinden itibaren TL mevduatlarındaki zorunlu karşılıklara faiz işletilmesi uygulamasına son vermiştir.

2.3.1.3. Reeskont Oranları

Reeskont¹ bankalarca iskonto edilmiş bir senetin MB tarafında tekrar iskonto edilmesi işlemine denir. MB'nin bankalardan mevduat kabul etmesi ve bankalara ödünç para vermesi “bankaların bankası” olduğunu göstermektedir. Merkez bankasının bankalara ödünç para verme işlemi sırasında uyguladığı faize, reeskont oranı denilmektedir (Keyder, 2012, s. 82).

Merkez bankası reeskont oranlarında değişiklik yaparak bankaların reeskont kredisi taleplerini azaltabilir veya artırabilir. Böyle bir durumda bankaların rezervlerinde oluşacak azalış ya da artış çarpan mekanizmasını aracılığı ile kaydi para oluşturma imkânlarını etkileyecektir. MB reeskont politikası uygulayarak, bankaların kaydi para oluşturma imkanlarını değiştirebilir (Thornton, 1986, s. 85).

Finansal piyasalarda reeskont işlemleri, reeskont kredileri ve avanslar olmak üzere iki şekilde gerçekleşmektedir. Ticari bankalar ellerindeki vadesi dolmamış, iskonto edilmiş senetleri Merkez Bankasına götürerek tekrar iskonto ettirmesi işlemine reeskont kredileri işlemi denir. Bu işlem sırasında Merkez bankası cari faiz uygulamaktadır. Yani Merkez bankası kredi karşılığı olan faizleri düşürdükten sonra, kalan miktarı işlem yapan bankaya öder. Avans uygulama işlemi ise reeskont kredi işleminden farklıdır. Bu işlemde Merkez Bankası iskonto işlemi uygulamadan, belirli bir faiz karşılığında isteyen bankaya kredi sunar. Uygulamada ise maddi bir varlığın rehin ya da ipotek edilmesi karşılığında verilen krediler avans kabul edilmektedir (Orhan & Erdoğan, 2007, s. 76).

Merkez bankaları tarafından bankacılık sistemine sağlanan reeskont kredileri üç temel amaç için kullanılmaktadır. Bu amaçlar (Önder, 2005, s. 99);

- ◆ Mali açıdan zor durumdaki bankalara yardımcı olmak,

¹ Reeskont İtalyanca kökenli bir terimdir. İkinci kez kırdırma veya yeniden iskonto ettirmek anlamına gelir. Reeskont işlemi daha çok kısa vadeli senetler üzerinden uygulanmaktadır.

- ◆ Piyasadaki para ve kredi imkanlarını kontrol etmek,
- ◆ Selektif kredi politikalarını etkilemektir.

Merkez bankası, reeskont faizlerini yükselterek, yani kısa vadeli piyasalarda, (para piyasalarında) faizleri yükselterek uzun vadeli piyasaların, (sermaye piyasaları) faizini etkileyebilir. Ancak faizleri düşürmenin sonuçları çok net değildir. Bu çerçevede; para piyasalarında düşen faizlerin sermaye piyasalarına yansımaları beklentilere bağlıdır. Örneğin, piyasalar faizlerin düşürülmesini, enflasyonist uygulamaların başlangıcı olarak kabul edebilir. Bu durumda, uzun vadeli kâğıt talebi daralır, faizler yükselir (Paya, 2007, s. 170).

Reeskont oranları özellikle gelişmiş ülke ekonomilerinde psikolojik bir öneme sahiptir. Az gelişmiş ülkelerde ise para ve sermaye piyasalarında ve organize edilmemiş piyasa sektöründeki faiz oranlarının Merkez bankasının iskonto oranları karşında, gelişmiş ülke ekonomilerindeki tepki kadar duyarlı olmadığı ifade edilebilir (Serin, 1987, s. 20).

2.3.1.4. Faiz Oranı Kontrolleri

Faiz oranı kontrolleri 1970'lere kadar çok sık kullanılmasına rağmen günümüzde gelişmiş ekonomilerin tercih etmediği para politikası araçlarından biridir. Çünkü Merkez Bankası'nın bankaların mevduata verebilecekleri azami faiz oranını veya kesin faiz oranını belirleme yetkisi vardır. Bu sebeple uygulanan faiz politikasının önemi büyüktür. Örneğin Merkez Bankası banka mevduat faiz oranını alternatif yatırımların getiri oranlarına göreli olarak düşük tutarsa, bankalar mevduat kaybına uğrayabilecekler, böylece Merkez Bankasının da dolaylı olarak ekonominin kredi bazı üzerindeki kontrolü zayıflamış olacaktır (Keyder, 2012, s. 88).

Merkez bankası bankaların ve diğer mali kuruluşların mevduat ve kredi faiz oranlarına sınırlamalar getirerek farklı sektörler için farklı faiz oranları uygulayabilmektedir. Bu uygulama ile MB teşvik etmek istediği sektörlerle verilecek kredilerde faiz oranlarını düşük düzeyde tutabilir veya teşvik etmek istemediği sektörlerde faiz oranını yüksek düzeyde belirleyebilmektedir. MB faiz oranları kontrol aracı ile kaynaklarının desteklediği sektörlerle aktarılmasını veya diğer sektörlerle kaymasını engellemeyi amaçlamaktadır (Önder, 2007, s. 61).

2.3.1.5. Kredi Tavanları

Para politikası araçlarında biri olan kredi tavan uygulamaları daha çok gelişmekte olan ülke ekonomilerinde tercih edilmektedir. Bu işlem ile MB'leri bankalarca açılacak maksimum kredi miktarını belirleyerek, para stoku kontrolünü sağlamayı amaçlamaktadır. MB'leri para miktarında bir azalışa gitmek istediğinde ya da piyasadaki para miktarını sabit tutmak istediğinde kredi tavan uygulamasını tercih etmektedir.

MB'lerin açılacak kredilere uygulayacağı kısıtlamalar farklılık arz edebilir. Örneğin; MB'ları koruyup desteklemek istediği sektörlerde kredi tavanlarını yüksek tutarak kredilerin bu sektörlerle ulaşmasını amaçlamaktadır. Ayrıca MB'ları kredi tavan uygulamalarını banka bazında da uygulayabilmektedir. Nitekim banka bazında bu para politikası aracı kullanıldığında MB, bankaların sermayesine, mevcut kredilerine ve kredi alanlara göre azami bir tavan uygulaması belirleyebilir. Nitekim para otoriteleri bu tür önlemler sayesinde ticari banka fonlarını spekülative hareketlere karşı korumayı amaçlar (Lipsey vd., 1984, s. 186-188).

2.3.1.6. Disponibilite Uygulaması

Para otoritelerinin kullandığı para politikası araçlarından biri de disponibilite² uygulamasıdır. Hükümet veya para otoritesi, ticari bankaları ve banka dışı mali araçların, ellerindeki fonların belli bir oranı ile öngördükleri tahvil ve bonoları satın almaya, merkez bankasında serbest tevdiat ve kasalarında nakit olarak bulundurmaya zorlayabilir. Serbest tevdiat ve kasa uygulaması piyasadaki para arzının kontrolünde etkili olurken, tahvil ve bonoların yaratacağı etki bu kağıtların faiz oranlarına bağlı olarak değişecektir. Eğer piyasa faiz oranları, bu gibi aktiflerin faiz oranlarından yüksekse, bu yolla normal piyasa faiz oranlarından daha düşük bir faizle bir kısım fonlar kamu sektörüne aktarılmış olur. Finansal kurumların fonlama maliyeti artar. Ters durumda ise bankaların fonlama maliyetini düşürücü etki yapar. Disponibilite uygulaması bankalara kaçınacak alan bırakmayarak (pasiflerin tamamını içerecek şekilde) uygulanmasıyla genel, bankaların kaçınabilecekleri alanlar bırakarak (pasiflerin

² Fransızca kökenli bir kelime olan disponibilite (hazır para); mevduat kabul eden bankaların taahhütlerine karşılık olarak nakit veya kolaylıkla nakde çevrilebilir, diğer bir ifadeyle likiditesi yüksek değerler bulundurma zorunluluğu olarak tanımlanmaktadır. Bankalardaki mevduat ile bu mevduata karşılık bulundurmaya zorunda oldukları nakde çevrilebilecek değerler arasındaki ilişkiyi ifade eden disponibilite oranı piyasanın likiditesini etkileyen bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır (www.tcmb.gov.tr).

bir kısmını içerecek şekilde) uygulanmasıyla özel bir araç niteliği taşımaktadır (Akçay, 1997, s. 14).

2.3.2. Para Politikası Özel Araçları

Para politikasının seçici kontrol aracı adı da verilen bu politika araçları ekonominin tümünü etkilemek yerine seçilen bazı piyasalar üzerinde etkili olmaktadır. Bu araçlar içerisinde farklılaşmış reeskont kotaları, selektif kredi kontrolleri, ikna yolu ve tüketici kredilerinin kontrolü yer almaktadır.

2.3.2.1. Farklılaştırılmış Reeskont Oranları

MB'ları bankaların bankası olma yetkisini kullanarak ticari bankaların getirdikleri senetler için farklı reeskont oranı uygulayabilirler. Bu kapsamda MB bankaların amaçlarını, risk durumunu ve likidite ihtiyaçlarını değerlendirmeye alarak bankalar için uygun reeskont kotaları belirleyebilmektedir. Merkez bankası bu kotalar aracılığı ile bazı sektörleri desteklemeyi amaçlamaktadır. Örneğin; MB hizmet sektörünü öncelikli destekleyeceği sektör olarak belirlemesi durumunda hizmet sektörü için kredi veren bankaların reeskont kotalarını yüksek tutarak bu bankalara daha fazla kaynak aktarılmasını sağlayabilir.

2.3.2.2. Selektif Kredi Kontrolleri

Selektif (tercihli) kredi politikaları MB'nin ekonomide kredi kaynaklarını belirli bir öncelik sırasına ve sektörlerin yapısına göre dağılımını sağlamak amacıyla kullandığı para politikası aracıdır. Merkez bankaları selektif kredi kontrol araçları ile ekonomideki toplam rezerv ve faiz oranını etkileme gücüne sahiptir. Selektif kredi uygulaması ile MB bazı sektörleri teşvik ederken, bazı sektörleri durdurmak isteyebilir. Örneğin Türkiye'de tarım sektörünün gelişmesini teşvik etmek amacı ile bu sektöre uzun vadeli ve ucuz kredi imkânı sunabilir. Selektif kredi kontrolleri, sanayileşme veya kalkınma amacına yönelik olabileceği gibi, ekonomide talep şişkinliğini önleyerek enflasyonu dizginleme amacına yönelik de olabilmektedir. Merkez bankalarının selektif kredi kontrol aracını, bir finansal kaynak olarak etkin şekilde kullanabilmesi ülkelerin gelişmişlik düzeylerine ve farklı sektörel tercih politikalarına göre değişiklik arz etmektedir (Patel, 1980, s. 562). Bu bağlamda etkili bir selektif kredi politikasının

uygulanabilmesi için ülkelere özgü yapısal sorunların aşılması finans sektörünün kurumsallaşması gerekmektedir (Narasimhan, 1980, s. 619).

2.3.2.3. İkna Yolu

Finansal kurumların kamu yararına uygun şekilde hareket etmesini sağlamak için Merkez bankaları bankaların bankası olma gücünü kullanarak ikna yolunu kullanabilir. Bu uygulama ile ödünç verme işlemleri ekonomik faaliyetler kapsamında yönlendirilmektedir. Nitekim MB enflasyonist bir ortamda toplam talebi kontrol altına almak amacıyla finansal kuruluşlardan ödünç verilebilir fon miktarlarını azaltmalarını talep edebilir. Söz konusu politikanın yasal bir dayanağı bulunmamaktadır.

2.3.2.4. Tüketici Kredilerinin Kontrolü

Para otoriteleri, konut ve apartman dairesi dâhil olmak üzere belirli bir kısım dayanıklı tüketim mallarının taksitli alımlarında, müşteriler tarafından peşin olarak ödenecek minimum para miktarını, vadesini ve bu amaçla verilen kredileri değiştirerek, söz konusu bu mallara karşı talebi teşvik edebilir ya da kısıtlayabilir (Parasız, 1998, s. 307).

2.4. Para Politikası Kuramsal Çerçevesi

Tarih boyunca yaşanan konjonktürel dalgalanmalar, ekonomik değişimlere neden olarak içinde bulunulan dönemin şartlarına göre farklı ekonomik görüşler ve kavramların meydana gelmesine yol açmıştır. Bu bağlamda çalışmada para politikasının şekillenmesinde yer alan Klasik görüş, Keynesyen görüş, Monetarist (paracı) görüş, Yeni Klasik görüş ve Yeni Keynesyen görüşlere yer verilerek bu görüşler çerçevesinde kısaca para politikası açıklanmaya çalışılmıştır.

2.4.1. Klasik Görüş ve Para Politikası

Adam Smith öncülüğünde oraya çıkan ve 1929 Ekonomik Buhranına kadarki döneme hâkim olan klasik görüş “*Say Kanunu*” ve “*Paranın Miktar Kuramı*” olmak üzere iki temel düşünce üzerine kurulmuştur. Klasik görüşün para politikasının etkin olabilmesi için ileri sürdüğü birtakım varsayımları vardır. Bu varsayımlar; ekonomide para nötr bir değişkendir, yani para ekonomide sadece mübadeleyi kolaylaştırmak için

kullanılmakta bunun dışında servet biriktirme gibi herhangi bir işlevi bulunmamaktadır. Ayrıca Klasik düşünce parayı ekonomide bir örtü (peçe) olarak kabul etmektedir. Bu kavramla paranın ekonomideki faaliyetlerin gerçekleşmesinde engel olacağı ifade edilmektedir. Klasik düşüncenin Say Kanunu kuramı, ekonomide âtil üretim faktörleri ve atıl kapasite olmadığını bu sebeple ekonominin her koşulda tam istihdam denge noktasında olduğunu varsayar yani “*Her arzın kendi talebini yaratacağını*” savunmuştur. Ekonomide “*Görünmez El*”³ mekanizması işlemektedir. Bu bağlamda ekonomide tüketim azlığı ya da işsizlik gibi sorun olmayacaktır. Klasik düşünce fiyatların esnek ve paranın dolaşımının hızının sabit olduğu varsayımından hareket ederek, reel gelir ve hâsıla miktarının ekonomide uygulanan para politikalarında etkilenmeyeceğini, bu uygulamaların sadece enflasyona yol açacağını savunmuşlardır.

Paranın ekonomide reel kesim üzerinde etkisiz olması Klasik düşüncenin Miktar kuramı ile açıklanmaktadır⁴. Yani para arzında meydana gelecek bir artış ya da azalışın sadece mal ve hizmet fiyatlarında artış ya da azalışa yol açarak, üretim, istihdam ve faiz oranlarını etkilemeyeceğini ifade etmektedir. Bu yönü ile Miktar teorisi, üstü kapalı bir talep teorisi özelliği taşımaktadır (Froyen, 1990, s. 73). Fakat bu özellik ekonomideki toplam talebi oluşturan unsurları ve bunların etkileşimlerini inceleyen talep teorisi şeklinde anlaşılmamalıdır. Nitekim Miktar kuramının talep teorisi özelliği sadece; para piyasalarında herhangi bir gömüleme olmayacağı, para piyasalarının her koşulda dengeye gelerek ekonomi de bir talep açığı meydana getirmeyeceği savları ile ilişkilendirmektedir (Paya, 2007, s. 206).

Fisher tarafında $M.V = P.Y$ şeklinde ifade edilen mübadele denkleminde M para arzını, V paranın dolaşım hızını, P fiyatları ve Y toplam üretimi temsil etmektedir. Eşitlikte, V ve Y paranın dolaşım hızının, parasal gelişmelerden ziyade kurumsal ve psikolojik etkenlere bağlı olmasından dolayı kısa dönemde sabit olduğu varsayımı yapılmaktadır. Herhangi bir şekilde para arzında meydana gelen bir artış fiyatlar genel seviyesini de yükseltecektir. Miktar kuramını analiz eden Cambridge yaklaşımında ise Fisher’in denkliği ile aynı mantığı taşıyan $M = kPY$ şeklinde denklem ifade edilmiştir. Denklem paranın dolaşım hızı (V) yerine elde tutulmak istenen para miktarını gösteren (k) yı ele almıştır. Denklemde yer alan (k) değişkeni Fisher

³ Adam Smith’in “*Görünmez El*” kavramını ekonomideki fiyat ve ücretlerin esnekliğine bağlı olarak, emek ve mal piyasalarında talep fazlası veya açığının oluşmasını ortadan kaldırmakta ve ekonominin kendiliğinden dengeye gelmesini ifade etmektedir.

⁴ Miktar kuramı parayı ekonomideki bir örtü(peçe) olarak kabul etmekte. Bu anlamda para sadece fiyatlar genel düzeyini etkileyen ve ekonomideki iktisadi faaliyetlerin gerçekleşmesinin önündeki bir engel olarak değerlendirilmektedir.

eşitliğindeki dolanım hızının tersi ($1/v$) şeklinde tanımlanmaktadır. Denklem bir ekonomide para talebinin düşmesi durumunda, artan para arzı ile birlikte harcamaların artacağını ve bu durumun ise enflasyon oranını yükselteceğini göstermektedir. Nitekim Fisher'in Miktar kuramı arz yönlü bakış açısı ile değerlendirilirken, Cambridge Miktar kuramı talep yönlü bakış açısı ile değerlendirilmektedir. Fisher denkleminde paranın dolanım hızı sabit olduğu gibi Cambridge yaklaşımında da para talebi kısa dönemde sabittir. Bu kapsamda her iki yaklaşımda para arzı ile enflasyon arasındaki doğrudan ilişkiyi ortaya koyarak, para arzının reel kesim üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığını belirtmektedir (Cengiz, 2007, s. 20-27).

Klasik düşünce ekonomi tam istihdam denge düzeyinde olduğu için “*Bırakınız yapsınlar, Bırakınız geçsinler*” temel ilkesinden hareket ederek ekonomide bir dengesizlik oluşması durumunda dışarıdan müdahaleye gerek kalmadan ekonominin tekrar dengeye geleceğini savunur. Bu nedenle dışarıdan yapılacak her türlü müdahaleye karşı çıkarlar. Aynı şekilde para üzerine yapılan bir müdahale de ekonomide istikrarsızlık oluşturacağı için hükümetin paraya yapacağı müdahaleler gereksiz kabul edilmektedir. Klasiklere göre para dışında uygulanacak müdahalesiz politikalar ekonomide dengeyi sağlayacaktır. Fakat para arzında meydana gelen bir artış enflasyonda da artışa yol açacağından ekonomide istikrarlı bir fiyat düzeyi için istikrarlı bir para politikası uygulanması gerektiğini ifade etmiştir. Bu nedenle Klasik düşünce para politikasının ekonomi üzerinde oluşturacağı etkiyi azda olsa kabul ederek ekonomide para politikalarını tamamen dışlanamayacağını belirtmiştir.

2.4.2. Keynesyen Görüş ve Para Politikası

Klasik görüşün Say yasasının ekonomide geçerli olmadığı 1929 Büyük Buhran ile gün yüzüne çıkmıştır. Amerika da başlayıp tüm dünyaya yayılan bu kriz, Klasik görüşün ileri sürdüğü ekonominin tam istihdam denge seviyesinde olduğu ve ekonomide kalıcı bir işsizlik durumu olmayacağı varsayımını çürütmüştür. Klasik düşüncenin temellerini sarsan 1929 Büyük Buhranı Keynesyen görüşün popüler olmasına yol açmıştır. Keynes fiyat ve faiz oranlarında oluşan hareketlenmelerin tam istihdam denge koşulunu sağlamayacağı bunun yerine ekonominin eksik istihdam koşulunda dengeye geleceğini savunmuştur.

Keynesyen modelde, ekonomi reel sektör ve finans sektörün bileşimi ile oluşmaktadır. Ekonomide yer alan reel sektörü yatırım, tüketim ve tasarruf birleşimi

oluştururken, finans sektörünü ise finansal varlıklar meydana getirmektedir (Jain & Tomic, 1995, s. 142). Ekonomide üretim seviyesi ise toplam mal ve hizmet talebi tarafından belirlenmektedir. Keynes 1929 Büyük Buhranın talep yetersizliğinden meydana geldiğini belirterek iktisat literatürüne “*efektif talep*”⁵ kavramını kazandırmıştır. Keynesyen modelde yer alan efektif talep, tüketim ve yatırım harcamalarının toplamından oluşmaktadır. Keynesyen teoride ekonomi eksik istihdam düzeyinde olduğu için hükümet, efektif talebi yatırım ve tüketim harcamalarındaki artış veya azalışları kontrol etmek için bir araç olarak kullanılmalıdır. Keynes Genel Teoride efektif talebi oluşturan üç fonksiyondan bahsetmektedir. Bu fonksiyonlar; yatırım, tasarruf ve tüketimden oluşmaktadır. Üç fonksiyonda ekonomi için önemli rollere sahiptir. Fakat tüketim fonksiyonu diğer iki fonksiyondan daha önemli hale gelmiştir. Keynes’e göre, “...bütün ekonomik faaliyetlerin tek amacı tüketim dir. Ekonomideki istihdam şartları mecburi olarak bir dereceye kadar toplam talep ile sınırlı kalabilmektedir (Keynes, 1967, s. 104)”. Keynesyen model de tüketim fonksiyonu tüketicilerin harcama davranışlarını göstermektedir. Bu nedenle tüketim harcamaları milli gelirin artan bir fonksiyonudur. Nitekim tüketim ve yatırım harcamalarında oluşacak bir hareketlilik, çarpan mekanizması aracılığıyla geliri değiştirecektir. Keynesyen teori ekonomide harcama kanalında değişiklik oluşturan politikalarla, toplam talep üzerinde istenen değişikliğin oluşturulabileceğini savunmuştur. Ekonomide enflasyona yol açmadan toplam talep miktarını tam istihdam seviyesine kadar arttırmak mümkündür. Ekonomi tam istihdam denge düzeyine ulaştıktan sonra, toplam talepte meydana gelecek her birim artış fiyatları yükselterek enflasyona sebep olacaktır (Akdiş, 1996, s. 13- 16).

Keynes, Klasiklerin miktar teorisinde savunduğu paranın sadece işlem güdüsüyle elde tutulması yaklaşımına karşı çıkmaktadır. Keynes’e göre para üç güdü ile elde tutulmak istenir. Bunlar; işlem(muamele), ihtiyat ve spekülasyon güdüleridir. Keynesyen bu durumu “*likidite tercihi kuramı (liquidity preference theory)*” ile açıklamaktadır. Bu kurama göre muamele ve ihtiyat güdüsü ile elde tutulan para miktarı kişilerin gelir düzeyine bağlı iken, spekülasyon güdüsü ile elde tutulan para miktarı faiz oranlarına bağlıdır. Likidite tercihi kuramında, ekonomide faiz oranlarının düşük olduğu ve yükseleceği beklentisi olduğu dönemlerde spekülasyon güdüsü ile bireyler ellerinde daha çok nakit tutarak, yükselecek olan faizlerden yararlanmak isteyecektir. Bu

⁵Bu kavram tüketicinin herhangi bir mal veya hizmeti satın alabilmek için elinde o mal ve hizmeti satın alabilecek kadar para veya benzerlerinin bulunmasını ifade eder.

durumda bireylerin likidite tercihi yükselecektir. Ters bir durumda ise bireylerin likidite tercihi düşük olacak ve ellerinde daha az nakit tutarak, yüksek faiz oranlarından borç verme yolunu seçeceklerdir. $M = L(Y, r)$ formülü Keynesin para talebi fonksiyonunu ortaya koymaktadır. Para talebi faizle ters, gelirle doğru orantılıdır (Günel, 2001, s. 5-8).

Likidite tercihi kuramında faiz oranları, para arzı ve talebine göre belirlenmekte ve paranın reel değişkenler üzerindeki etkisi faiz kanalı ile gerçekleşmektedir. Bu durumda ekonomide beklentiler kavramı ön plana çıkmaktadır. Beklentilerin değişmesi likidite tercihinde kaymalara yol açmakta ve faizi etkilemektedir. Keynesyen toeride spekülasyon amaçlı para talebi faiz gelişmelerine karşı oldukça duyarlı bir özellik sergilemekte ve buna bağlı olarak da faiz oranındaki düşüşler spekülasyon amaçlı para talebini arttırmaktadır. Enflasyon oranının altında gerçekleşen faiz oranları iktisadi kesimleri altın, döviz ve emlak gibi alanlara yönlendirmektedir (İmren & Akman, 1994, s. 18).

Keynes, Klasik Teori'nin para talebi hakkındaki görüşlerini eleştirerek para talebi politikalarını etkisiz bulmuştur. Keynes ekonomide spekülasyon güdüsüyle para talep edileceğini savunarak likidite tercih teorisini geliştirmiştir. Klasik görüşün aksine ekonominin eksik istihdam seviyelerinde de denge noktasına gelebileceğini savunmuştur.

2.4.3. Monetarist Görüş ve Para Politikası

Monetarist görüş, Keynes'in para politikası yerine maliye politikasına öncelik vermesine karşılık olarak Friedman'ın öncülüğünde ve Klasik düşüncenin miktar kuramını yeniden yorumlayarak "*modern miktar kuramını*" ile ortaya çıkmıştır. Modern miktar teorisi ekonomide meydana gelen istikrarsızlığın nedeni olarak parasal faktörleri görmektedir. Eğer politika yapıcılar ekonomide istikrarın oluşmasını istiyorlarsa önce para politikası istikrarını sağlamalıdır. Bu bağlamda para politikası istikrarı için hükümet merkez bankasına görevlerini ifa etme imkânı tanınmalıdır (Friedman, 1956, s. 3-20). Friedman ve arkadaşı Schwart A.B.D ekonomisi için para stokunda oluşan değişimlerin iktisadi faaliyetler üzerindeki etkilerini incelemek amacı ile 1877 yılından 1929'a kadar devam eden uzun süreçte para arzı istatistiklerini incelemiş ve bu süreçte Büyük Buhranın para politikasının ekonomide oluşturduğu gücün sonucu olduğu anlaşılmıştır (Burton, 1986, s. 79-81).

Monetarist görüş (parasalcı görüş) para politikasının ekonomideki fiyat ve çıktı düzeyinin belirlenmesinde sahip olduğu role büyük önem vermektedir (Dornbusch & Fisher, 1998, s. 444-448). Monetaristlere göre ekonomideki en önemli ve en etkili politika para politikasıdır. Monetarist görüş Klasik düşüncenin varsayımlarını kabul etmekle birlikte, modern miktar kuramı ile ekonominin eksik istihdam seviyesinde de dengeye geleceğini savunmuştur. Kuramda paranın ekonomide üretim seviyesinde de etkili olacağı yer almaktadır. Friedman'ın öncülüğünde ortaya çıkan parasalcı yaklaşımda para stokunda meydana gelen artış ve azalışlar parasal gelirdeki değişmelerin temel sebebi kabul edilir. Ekonomide para talebi istikrarlıdır ancak ekonomide bir istikrarsızlık meydana gelirse bu durum devletin oluşturduğu para arzındaki değişimlerden kaynaklanmaktadır. Monetaristlere göre para arzındaki değişme ile parasal gelirde oluşan değişme arasındaki gecikme uzunluğu farklılık göstermektedir. Bu sebeple ekonomide ihtiyari politikaların uygulanması istikrarsızlığa yol açacağı ifade edilmiştir (Snowdon vd., 1994, s. 163). Monetarist görüşe göre ekonomide kurala bağlı politikalar uygulanmalıdır. Parasalcı yaklaşıma göre para miktarında meydana gelen değişimin çıktı miktarında değişime sebep olması, ekonomide karar alıcı birimlerin bu etkinin kalıcı mı yoksa geçicimi olduğu ayrımını yapamamalarından kaynaklanmaktadır. Monetarist görüşe göre para politikası eğer kurala göre uygulanmazsa, ekonomideki karar alıcılar ellerinde bulunan aktiflerin bir kısmını Merkez bankasının fiyatlara, çıktı düzeyine, döviz kuru oranları ve diğer değişmelere nasıl tepki vereceğini kontrol etmek için kullanacaktır. Bu nedenle ekonomide uygulanacak olan her yeni politika faiz oranını, döviz kurunu ve görece fiyatları nasıl değiştireceğini dikkatlice takip etmeyi gündeme getirmektedir. Para otoritesi kurala bağlı bir politika uyguladığın da görece fiyatlarda ve reel servette meydana gelen hareketliliğin önemli bir sebebi olan yanlış anlama ve uygun olmayan beklentileri yok ederek ekonomideki belirsizliği azaltacaktır (Meltzer, 1995, s. 50-51)

Monetarist düşünce, para arzında oluşan bir artış ya da azalışın harcamalar üzerinde bir etki oluşturmada faiz oranlarını herhangi bir işlevi bulunmadığını savunur. Eğer ekonomide faiz oranları hiç değişmiyorsa bu durum ekonomide uygulanan para politikasının güçlü olduğunu gösterecektir. Ayrıca likidite miktarında oluşacak değişim doğrudan doğruya mal ve hizmet alımına harcanmakta ve hiçbir likidite finansal piyasalara dönmemektedir (Bindseil, 2004, s. 77-79).

Parasalcı yaklaşım, paranın ekonomide oluşturduğu etkiyi indirgenmiş kanıt modelleri ile açıklamaya çalışmaktadır. İndirgenmiş kanıt modellerinde, iki değişken

arasındaki ilişkiye bakılarak, birinin diğeri üzerindeki etkisi ölçülmeye çalışılır. Monetaristler para arzının toplam üretim üzerindeki etkisini belirli yollarla açıklamak yerine, ekonomiyi çalışma sisteminin bilinmediği kara bir kutuya benzeterek ifade etmektedirler (Morgül, 2013, s. 17).

Monetarist düşünceye göre ekonomide başlangıçta para arz ve talebi birbirine eşit iken para arzı arttırılırsa, halk para arzındaki aşırılığı gidermek için mal ve tahvil satın alacaktır. Halkın mal alımına yönelmesi fiyatların yükselmesine, dolayısıyla ihracatın azalmasına, ithalatın artmasına yol açarak cari hesap bilançosunun kötüleşmesine neden olacaktır. Ayrıca halkın ellerindeki aşırı parayla tahvil satın alması durumunda tahvil fiyatları yükselecek faiz oranları düşecektir (Tokel, 2011, s. 39)

2.4.4. Yeni Klasik Görüş ve Para Politikası

Yeni Klasik teori, para politikasının kısa dönemde herhangi bir reel etkiye sahip olmadığını savunur. Bu yaklaşıma göre ekonomik aktörler rasyonel beklentiler altında para politikası eylemlerinin enflasyonist sonuçlarını tahmin ederek ekonomik aktivitelerini buna göre ayarlamaktadır. Yeni Klasik yaklaşım üç temel görüş etrafında şekillenmiştir. Bunlar;

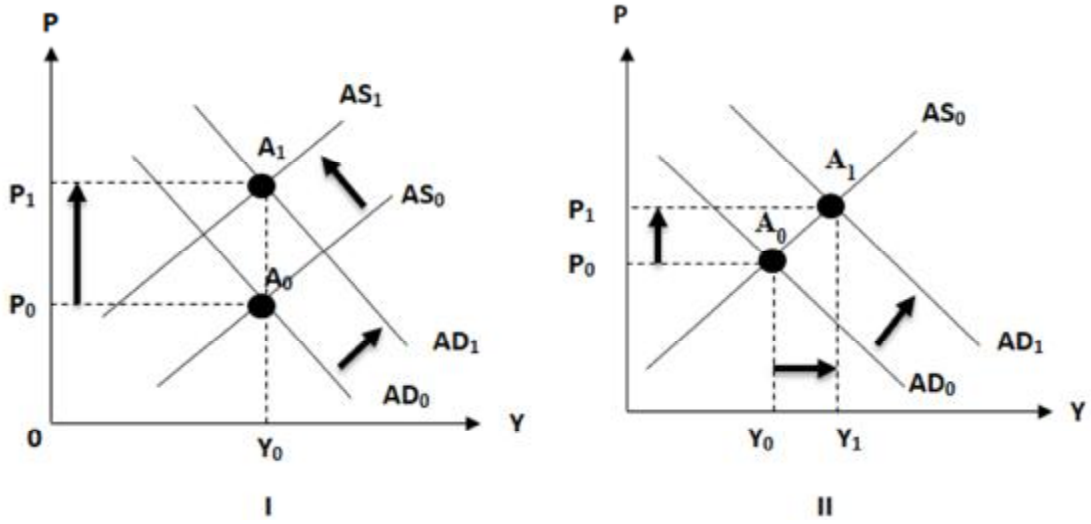
- i. Rasyonel Beklentiler (Muth-1961, Lucas-1970)
- ii. Piyasaların Sürekli Temizlendiği Varsayımı
- iii. Kısa Dönemde Düşey Arz Eğrisinin olduğu varsayımı olarak sıralanmaktadır.

Yeni Klasik makroekonomik görüşün en önemli teorilerinde biri de Reel konjonktür dalgalanmaları teorisi. Kydland-Prescott (1982) ve Nelson-Plosser (1982) reel konjonktör dalgalanmaları teorisinin kurucularıdır ve oluşturdukları teoride konjonktürel resesyon modelini açıklamışlardır. Ekonomide oluşacak konjonktürel bir resesyonun nedenleri olarak teknolojik ilerleme, vergilerde yaşanacak değişim veya ekonomide beklenmeyen değişiklikler olarak belirtilmektedir. Ayrıca konjonktürel dalgalanmalar, reel ekonomiye uygulanan şokların optimal reaksiyonu olarak da ifade edilmektedir (Horn vd., 2007, s. 16). 19. yüzyılın sonu ve 20. yüzyılın başlarında Marshall, Pigou, Fisher ve Walras'ın temel görüşleri ile desteklenen Yeni klasik teoride potansiyel çıktı düzeyi, işgücü ve boş zaman ile teknoloji düzeyinin veri alındığı sermaye miktarı tarafından belirlenmektedir. Söz konusu ekonomide Tüketim-Tasarruf

dengesi ise reel faiz oranına bağılı olarak sermaye stokundaki artış ile (yani gerçekleşmesi muhtemel potansiyel üretim düzeyi) belirlenmektedir.

Yeni klasik iktisatçılar, para arzı ve üretim arasındaki ilişkiyi asimetrik enformasyona kavramı ile açıklamaktadır. Bu kavram ile ekonomik aktörlerin ekonomide meydana gelecek olan fiyat değişiklikleri ile ilgili tam bilgiye sahip olmadıkları ve bu sebeple kısa dönemde ücretler ile fiyatlar arasında bir denge oluşamayacağını savunurlar. Ekonomide fiyatların kısa dönemde katı (yapışkan) olması paranın yansızlaşması konusundaki en önemli engeldir. Nitekim ekonomik aktörler fiyatlarla ilgili tahminlerde bulunur iken para arzı beklentilerindeki değişimleri de göz önünde bulundurmaktadır. Para arzında yaşanacak bir artış (azalış) durumunda ekonomik aktörlerde fiyatlarda da artış (azalış) beklentisine girmelerine neden olmaktadır. Yeni klasik iktisatçılara göre, nominal para arzında yaşanacak bir değişimin kısa dönemde üretim düzeyinde oluşturacağı etkide söz konusu değişkende oluşacak olan değişimin beklenip beklenmediği durumuna göre önemli olmaktadır.

Para arzında beklentiler kapsamında meydana gelen değişimlerin ekonomiye etkilerini aşağıda yer alan Şekil 3 yardımı ile incelememiz mümkündür. Şekil 3'te yer alan I nolu grafik hedeflenen para politikası uygulamalarının ekonomiye etkisini göstermektedir. I nolu grafikte ekonomi başlangıçta A_0 noktasında dengededir ve MB para arzını %5 oranında artıracak düşüncesini kamuoyuna duyurduğu kabul edilmektedir. MB'nin kamuoyuna açıklama yapması ekonomide yer alan aktörlerin ileriye dönük fiyat beklentilerini oluşturmalarına neden olmuştur. Söz konusu ekonomide hedeflenen bir para arzı artışı toplam talep eğrisini AD_0 konumundan AD_1 konumuna kaydırmıştır. Bu durum karşısında hedeflenen enflasyon oranında meydana gelen artış ise ekonominin kısa dönem toplam arz eğrisini AS_0 konumundan AS_1 konumuna gelmesine yol açmıştır. Ekonomide yeni kısa dönem dengesi ise A_1 noktasında oluşmuştur. Yeni denge noktasını gösteren A_1 düzeyinde fiyatlar P_0 'dan P_1 'e yükselmiştir. Ekonomideki üretim ise Y_0 düzeyinde sabit kalmıştır. Şekil 3 de yer alan I nolu grafik ekonomik aktörlerin para arzında oluşacak değişim konusunda beklentileri tam ise, bu durumun üretim üzerinde bir etkiye sahip olmayacağını sadece fiyat düzeyinde etkiye yol açacağını göstermektedir. Yeni klasik teoriye göre, hedeflenen para arzı değişiklikleri kısa dönemde nötrdür.



Şekil 3. Yeni Klasik Yaklaşımına Göre Hedeflenen ve Beklenmeyen Para Politikası Uygulamalarının Ekonomiye Yansımaları

Şekil 3’de yer alan II nolu grafikte ise ekonomik aktörlerin beklentileri dışında para arzında meydana gelen bir değişikliğin ekonomiye yansımaları gösterilmektedir. II nolu grafikte ekonomi başlangıçta P_0 fiyat düzeyinde ve Y_0 üretim düzeyinde dengededir. MB’nin kamuoyuna duyurmadan para arzında %5 oranında bir artış yapması toplam talebi artırarak AD_0 konumundan AD_1 konumuna getirmiştir. Para arzında meydana gelen bu artış ekonomik aktörler için beklenmeyen bir durum olduğundan dolayı rasyonel bireyler fiyat beklentilerini değiştirmemiş ve bu sebeple kısa dönem toplam arz eğrisi AS_0 konumunda sabit kalmıştır. Ekonomideki yeni denge noktası A_1 noktasında oluşmuştur. Yeni denge noktasında üretim düzeyi Y_0 ’dan Y_1 ’e yükselmiş ve fiyatlar P_0 ’dan P_1 ’ düzeyine çıkmıştır. Söz konusu ekonomide fiili olarak gerçekleşen üretim düzeyi, hedeflenen fiyat düzeyini aştığı için firmalar, ürünlerin nispi fiyatlarının arttığını düşünürler ve üretimi artırma kararı alırlar. Nitekim grafikte görüldüğü üzere para arzın da meydana gelecek beklenmeyen değişiklikler üretim üzerinde etki yol açmaktadır (Şıklar, 2011, s. 215).

2.4.5. Yeni Keynesyen Görüş ve Para Politikası

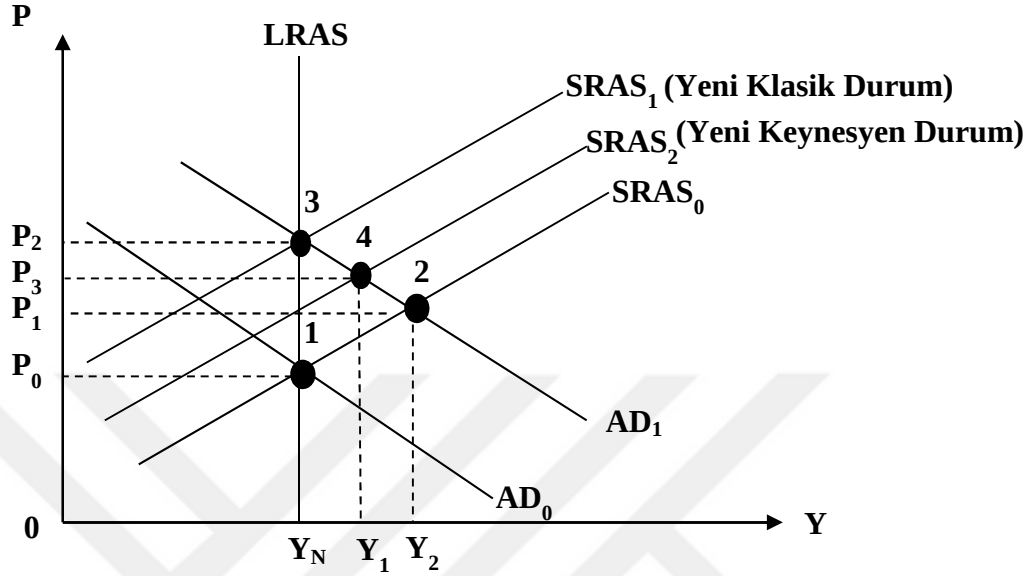
Yeni Keynesyen iktisat Yeni Klasik iktisadın Keynesyen İktisat’a yönelttiği eleştirilere karşı tepki olarak doğan ve farklı görüşleri içerisinde barındıran bir ekoldür. Özellikle Avrupa ekonomisinde 1980’li ve 1990’lı yıllarda artan işsizlik oranları sonucu başta John Taylor, Stanley Fischer, Bruce Greenwald, David Romer ve Gregory

Mankiw gibi iktisatçılar Keynesyen yaklaşımın temel varsayımlarını ve politika önerilerini alternatif bir yaklaşım olarak yeniden gündeme getirmiştir (Tekeoğlu, 1987, s. 10).

Yeni Keynesyen görüşe göre ekonomide beklentiler rasyonel olabilir. Fakat piyasalar her zaman kusursuz şekilde işlemediğinden ücretler ve fiyatlar kısa dönemde esnek değildir. Ayrıca bu görüşü savunan iktisatçılar genellikle, ekonomideki paranın yanlı olup olmadığı ve iktisadi dalgalanmaların açıklanmasında eksik rekabet şartlarının başarısının ne oranda olduğu üzerinde durmaktadırlar (Mankiw & Romer, 1991, s. 2–3). Bu kapsamda değerlendirildiğinde para politikasının ekonomi üzerindeki etkileri reel olmaktadır. Yeni Klasik görüşün aksine, Yeni Keynesyen görüş, beklenmeyen politikaların makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin hedeflenen politikalara göre daha fazla olduğu iddia eder ve Yeni Klasik iktisadın önerdiği politika etkisizliği koşulunun geçerli olmadığını savur (Mishkin, 2000, s. 358). Yeni Keynesyenler uzun dönemde toplam talep yönetim politikaları ile doğal işsizlik oranının düşürülemeyeceğini kabul ederek Yeni Klasiklerin uzun dönem hakkındaki görüşlerini red ederler. Nitekim iktisadi analizlere beklentilerin dâhil edilmesi, aktif para politikalarının uzun dönemde hâsıla ve istihdamı doğal seviyenin üzerine çıkaramayacağını göstermektedir.

Yeni Keynesyen iktisatçılar, Keynesyen görüşün savunduğu gibi para politikalarının etkisinin sadece elde tutulmak istenen para miktarını değil aynı zamanda kredi miktarını da etkileyeceğini ileri sürmektedir (Greenwald & Stiglitz, 1987, s. 126). Dolayısıyla para politikalarının ekonomiye etkilerinin sadece Keynesyen görüşün savunduğu gibi faiz kanalı ile olmadığı, aynı zamanda kredi kanalı ile de ortaya çıkabileceği ifade edilmektedir. Genişletici para politikaları ile firmaların net değerini yükseltmesi karşısında, borç alan firmaların ahlaki riski azalacak ve bankaların borç verme arzusu da artacaktır. Başka bir ifade ile, finansal piyasalarda kredi tayinlamasının azalması, yatırımlar için gerekli fona ulaşılmasının kolaylaşması yatırımların önünü açacak ve bu durum milli geliri arttıracaktır (Paya, 2007, s. 376). Yeni Keynesyenlerin geliştirdiği dinamik stokastik genel denge modellerinde, para politikası araştırmaları Taylor kuralı ve faiz oranları üzerine odaklanmaktadır. Ayrıca ihtiyari politikaların zaman tutarsızlığına yol açarak neden olduğu güvenilirlik problemleri sebebiyle kurala dayalı politikaları desteklemektedir (İlgün, 2010, s. 92).

Yeni Keynesyenlere göre para arzında meydana gelen hedeflenen ve beklenmeyen bir değişikliğin kısa dönemde etkisi nötr değildir. Bu durum aşağıdaki şekil yardımı ile incelendiğinde;



Şekil 4. Yeni Keynesyen Para Politikasının Kısa Dönemde Ekonomiye Etkileri

Yeni Keynesyen görüşü savunanlara göre ekonomide beklenmeyen bir para politikası üretim düzeyini hedeflenen bir para politikasından daha fazla arttırmaktadır. Çünkü beklenmeyen para politikaları nedeni ile ekonomide tahmin hataları oluşmayacaktır. Merkez bankası tarafından yapılan parasal sürprizler, gerçekleşen fiyat düzeyinin hedeflenenin üzerinde yükselmesine neden olacaktır. Ekonomide gerçekleşen fiyat seviyesinin hedeflenen fiyat seviyesinden yüksek olması reel ücretlerin düşmesine ve maliyetlerin azalmasına yol açmaktadır. Bu durum da ise firmalar üretimlerini arttıracaktır. Böylelikle ekonomide gerçekleşen hâsıla düzeyi, doğal hâsıla düzeyinin üstüne çıkacaktır. Ekonomideki bu durumu şekil 4 yardımı ile anlatmamız mümkündür. Şekil 4’ de ekonomi başlangıçta 1 noktasında dengededir. 1 noktasına karşılık gelen denge hâsıla düzeyi Y_N , denge fiyat düzeyi P_0 dır. Grafikte yer alan 1 noktasında gerçekleşen fiyat düzeyi hedeflenen fiyat düzeyine; gerçekleşen hâsıla düzeyi ise doğal hâsıla düzeyine eşit olmaktadır. Ekonomi 1 noktasında dengede iken, politika yapımcılar hâsıla düzeyini doğal hâsıla seviyesinin üzerine çıkarmak amacıyla para arzını sürpriz bir biçimde arttırdığında, para arzında meydana gelen bir artış, toplam talep eğrisinin

AD_0 konumundan AD_1 konumuna kaydıracaktır. Böyle bir durumda ekonomide yeni denge noktası ise 2 nolu konumda oluşacaktır. 2 nolu konumda ekonomide fiyat düzeyi P_1 iken hâsıla düzeyi Y_2 olur. Özellikle ekonomide P_1 fiyat seviyesinde gerçekleşen fiyat seviyesi hedeflenen fiyat seviyesinde büyük olduğu için ($P > P_e$) Y_2 gerçekleşen hâsıla düzeyi, doğal hasıla düzeyinden büyük olacaktır ($Y_2 > Y_N$). Grafik detaylı incelendiğinde görülüyor ki, beklenmeyen para politikasının üretim düzeyinde meydana getirdiği artış, ($Y_N - Y_2$), hedeflenen para politikasının üretim düzeyinde meydana getirdiği artıştan ($Y_N - Y_1$) daha büyüktür (Bilgili, 2011, s. 248-250).

2.5. Bölüm Değerlendirme

Para politikasının ekonomideki etkinliğinin artması ile birlikte para politikasının ne anlama geldiği, politika uygulaması yapılırken hangi araçlardan faydalandığı konusu önemli bir husustur. Para politikası uygulayıcısı olan MB ekonomide refahı arttırmaya yönelik olarak kısa dönem ve uzun dönem olmak üzere ulaşmaya çalıştığı altı ekonomik amacı vardır. Bunlar uzun dönem amacı olarak; sürdürülebilir ekonomik büyüme, ekonomide refah artışı ve yüksek istihdam iken kısa dönem amaçları; fiyat istikrarı, tam istihdam ve istikrarlı fiyatlarla uyumlu dış denge ve finansal piyasalarda istikrar olarak sıralanmaktadır. Politika yapıcılar belirledikleri bu amaçlara ise para ve maliye politikası olmak üzere iki temel politika yardımı ile ulaşmaktadır.

MB para politikasını genel ve özel araçlar yardımı ile uygulamaktadır. Merkez bankası genel para politikası araçlarını kullanarak, piyasalarda aracı gibi işlem yapmakta ve karar verme yetkisini piyasalara bırakmaktadır. MB ekonomik hedeflere doğrudan etki edememe durumunda ise politika uygulamalarında ara hedeflerin ve göstergelerin sürece dâhil edilmesi zorunluluğu olan özel araçlar dan faydalanmaktadır.

Tarih boyunca yaşanan konjonktürel dalgalanmalar, ekonomik değişimlere neden olarak içinde bulunulan dönemin şartlarına göre farklı ekonomik görüşler ve kavramların meydana gelmesine yol açmıştır. Bu bağlamda çalışmada para politikasının şekillenmesinde yer alan Klasik görüş, Keynesyen görüş, Monetarist (paracı) görüş, Yeni Klasik görüş ve Yeni Keynesyen görüşün fikirlerine yer verilerek, bu görüşler çerçevesinde para politikası açıklanmaya çalışılmıştır. Özellikle 20. yy ikinci yarısından itibaren iktisadî akımların politika önerilerinin temelinde beklentilerin olduğu tespit edilmiştir.

Bir sonraki bölümde para politikalarının ihtiyarî olarak mı yoksa bir kural dâhilinde mi uygulanması gerektiği tartışmasından hareketle para politikası kuralları, özellikleri ve çeşitleri, detaylı bir şekilde incelenecektir. Ayrıca para politikası kuralları, araç kurallar ve amaç kurallar olmak üzere ikiye ayrılarak, her bir kural detaylı bir şekilde irdelenecektir.



BÖLÜM III

KURALA DAYALI VE İHTİYARİ PARA POLİTİKASI

İktisat yazınında para politikasının belirli bir kurala göre yürütülüp yürütülmeyeceği veya politika yapıcının takdirine bırakılıp bırakılmayacağı üzerine tartışmalar 19.yüzyılda Merkez bankacılığının kuruluşu ile başlayıp günümüze kadar devam etmiştir (Hetzel, 1985, s. 3).

Duruma göre (ihtiyari) politika, para otoritesinin ekonominin içinde bulunduğu konjonktüre göre, en uygun politika araçlarını seçerek politikayı uygulaması olarak tanımlanır. Ayrıca ihtiyari politikalar diğer politikalara göre daha esnektir bu anlamda MB'lerin rahat hareket etme imkânı sunar. Kural politika ise, para politikasının politika yapıcılar tarafından önceden belirlenip uygulama görevini MB'lerine bıraktığı politika uygulamalarıdır. Kurala dayalı politika uygulamasında MB'leri ekonomide yaşanacak herhangi bir sürpriz karşısında inisiyatif kullanma yetkileri yoktur. Bu anlamda klasik altın standardı uygulaması kural politikaya örnek olarak verilebilir.

Çalışmanın bu bölümünde kurala dayalı ve ihtiyari politika tartışmasına yer verilerek, ihtiyari ve kurala dayalı politika konusu detaylı bir şekilde incelenecektir.

3.1. Kurala Dayalı ve İhtiyari Para Politikaları Tartışmaları

Merkez bankalarının uygulayacakları para politikalarında bir kurala bağlı kalıp kalmayacağı, iktisat literatüründe her zaman tartışılan konular arasında yer almıştır. Bu tartışmanın asıl sebebini para otoritelerinin, belirsiz ve öngörülemeyen ortamlarda politika kararları almak zorunda olmaları oluşturmaktadır. Geleneksel teori MB'lerin piyasa hakkında tam bilgi koşulunun sağlandığı ortamlarda politika kararlarını aldıklarını ve uyguladıklarını varsayarken, oysaki MB'leri eksik bilgiye sahip ortamlarda politika kararlarını alırlar, bu nedenle para politikası karar alma süreci ve uygulanma aşamaları karmaşıktır. MB'nin uygulayacağı politika stratejisini seçerken; hangi aracı ve ne kadar süre ile kullanacağını belirlemesi kurala dayalı politikalar (rules-based policy) ve duruma göre (ihtiyari, takdire dayalı) (discretionary policy) politika tercihini yansıtmaktadır.

Kural politika kavramı literatürde ilk olarak klasik altın standardı uygulaması ile yer almıştır. Altın standart döneminde uygulanan para politikası ülkelerin para birimlerini standart olarak altına bağlandığı katı bir kural olarak nitelendirilebilir. İkinci

dünya savaşından sonra ise Keynesyen politikaları takip etme eğiliminde olan politika yapımcılar, duruma göre (ihtiyari) politika uygulamalarını tercih etmişlerdir. Fakat ihtiyari para politikası uygulamaları 1970'lerde başlayıp 1980'ler boyunca devam eden yüksek enflasyon olgusuna yol açmıştır. Bu süreçte yaşanan yüksek enflasyon oranları 1974 ve 1980-1982 yıllarında derin resesyona⁶ neden olmuştur. Ekonomide meydana gelen resesyon olgusundan sonra politika yapımcılar ve iktisatçılar kural politikaların faydalarını düşünüp tekrardan tartışmaya başlamıştır (Adema & Sterken, 2004, s. 3).

İktisat yazınında kurala dayalı politikalar üzerine ilk akademik çalışma ise Kydland ve Prescott (1977) ile Barro ve Gordon (1983)'in çalışmaları olarak karşımıza çıkmaktadır. Her iki çalışmanın da ortak noktası herhangi bir kural olmadığında politikacıların işsizliği doğal oranının altına çekmek isteyeceklerini ve bunu gerçekleştirmek için de sürpriz şoklara başvurmadan kaçınmayacaklarını vurgulamalarıdır. Fakat iktisadi bireyler rasyonel beklentilere sahip oldukları için bu politikanın uzun dönemde başarı şansı yoktur. Bu nedenle böyle bir politikanın uzun dönemdeki sonucu enflasyonda artış ve işsizlikte herhangi bir değişimin olmaması şeklinde gerçekleşecektir. Nitekim böyle bir durumda uzun dönemli Phillips eğrisi geçerliliğini muhafaza edecektir. Dolayısıyla ekonomide rasyonel beklentiler teorisi geçerli iken ihtiyari politikalar uygulamak enflasyona neden olacaktır. Politika yapımcıları ekonomide böyle bir durum ile karşılaşmaması için kural politikalar geliştirilmelidir (Akalin & Tokucu, 2007, s. 3).

Kurala dayalı politikaları savunanlara göre kural nedir ve ne olmalıdır? Bu sorunun cevabına bakıldığında ise literatürde birkaç tanım ile karşılaşmaktadır. Poole (1993) çalışmasında kuralı "*bilgileri tutarlı ve öngörülebilir bir şekilde kullanan sistematik bir karar süreci*" olarak betimlemiştir. Ayrıca Poole (1993) para politikası kuralını, para politikasının uygulanmasında bu ilkenin Merkez bankası tarafından gerçekleştirilmesi olarak ifade etmiştir. Svensson (1998b) çalışmasında kuralı kavramlar bütünü olarak ele almış ve MB'lerin para politikası uygulamalarında kolaylıkla başvurabileceği rehber olarak ifade etmiştir. Taylor (1993) ise kuralı belirli bir sistem dâhilin de yürütülen uzun süreli politikalar bütünü olarak tanımlamaktadır. Taylor (1993)'e göre politika yapımcılar ekonomide istikrarlı bir ortam ve kuralın sağlayacağı avantajlardan faydalanmak istiyorsa kurala sadık kalacaklarına dair taahhüt altına girmelidirler (Taylor, 1993, s. 200).

⁶Ekonomik büyümenin belirli bir süre negatif veya yavaş olmasıdır. Ekonomide atıl kapasitenin olması veya ekonominin uzun dönem büyüme oranından daha düşük bir oranda büyümesi olarak da tanımlanabilmektedir.

Çoğu zaman kurallar, çevreyle olan etkileşimin sonucu olarak ya da yasalarla düzenlenebileceği gibi iyi hazırlanmış bir mühendislik probleminin çözümü olarak da belirlenebilir. Ayrıca politika kararlarının formülasyonunu içeren kurallarda vardır. Burada, yer alan sistematik karar verme süreci karmaşıktır, çünkü bireyler ve piyasa katılımcıları, politika yapıcılarının davranışlarını gözlemler veya yorumlarlar. Nitekim bu grup politika rejimini yorumlarken kendi çıkarlarına uygun davranırlar. Bu durum para politikasının uygulayanların karşılaşacağı önemli bir problemdir. Para politikasının karmaşıklığını Poole (1999) poker oyunu ile izah etmeye çalışır. Örneğin; Soltair ve poker oyunları karşılaştırıldığında ikisi de kâğıt oyunudur. Solitaire destesi doğa resimlerinin olduğu standart bir kart oyunu özelliklerini taşır. Bu özellikler bir günden diğerine değişmez. Poker ise akıllı bireylere karşı oynanan bir strateji oyunudur ve oyuncuları günden güne değişebilir. Oyuncular zaman içinde birbirlerinin oyun stillerini öğrenirler ve oyunlarını değiştirirler. Optimal bir kural veya stratejiyi tasarlamak poker oyununda solitaire oyununa göre çok daha zor bir sorundur. Bu bağlamda para politikası, solitaire oyunundan daha çok poker oyununa benzetilmektedir. Nitekim para politikası uygulaması sonucunda faiz oranları etkilenir, ekonomik aktörler ise faiz oranında meydana gelen hareketliliğin pozitif ya da negatif olmasına göre faiz geliri elde eder veya kaybederler. Bu nedenle piyasaya katılan aktörler sürekli olarak para politikası uygulamalarını tahmin etmeye çalışmaktadır. Merkez bankalarının piyasayı anlama ve yorumlama gayretleri ve piyasaların ise politika yapıcılarının ne yapacaklarını tahmin etmeye çalışması tarzındaki etkileşimleri, optimal bir para politikası kuralı tasarlamayı daha da zorlaştırmaktadır (Poole, 1999, s. 3-4).

Kurala dayalı politikaları savunan iktisatçıların ortak noktası, kuralın güvenilirlik ve disiplinle ekonomide istikrara yol açtığını vurgulamalarıdır. Kurala dayalı politikaları savunanlara göre, MB'si ekonomide oluşacak her türlü beklenmedik olay karşısında duruma müdahaleden kaçınılmalıdır. Belirli bir kurala bağlılık, dikkatli bir şekilde uygulandığında, kamuoyunda enflasyonist politikalarla ilgilenilmeyeceğine dair beklenti oluşturarak para otoriterine duyulan güveni arttıracaktır. Ters bir durum ise politika uygulayıcılarının ellerindeki gücü kötüye kullanmaları sonucunu doğuracaktır. Bu bağlamda kurallar tarafından oluşturulan disiplinin maliyeti, beklenilmeyen ve olağan olmayan koşullarla karşılaşılması durumunda MB'yi itibarsızlaştırmak olacağı için söz konusu maliyetin çok yüksek olacağı şeklinde eleştirilere de maruz kalmaktadır.

Kural politikalara karşı görüş olarak savunulan duruma göre politikalar MB'lerin özgürce politikalarını uygulama imkânı sunan esnek politiklardır. Archer (1997) ihtiyari politikayı “*insiyatif*” kavramı ile açıklamaktadır. Bu kavram MB'lerin politikalarını kurallara bağlı kalmadan serbest bir şekilde belirlemesini ifade eder. Duruma bağlı politikalar kural politikadaki gibi amaçlarını ve bu amaçları gerçekleştirmek için kullanacağı araçları belirlerken kararsızlıkla karşı karşıya kalabilirler. Turnovsky (1997), ihtiyari politikaları “politika uygulayıcıları her bir dönem için o an en iyi sonuç verecek politikaları uygulaması gerekmektedir” diyerek desteklemiştir. Dwyer (1993) çalışmasında ise; duruma göre politikalar uygulandığında politika yapıcılar ellerindeki gücü kullanarak para politikası uygulayıcılarına sadece ekonomik büyümeyi gerçekleştirme görevi verebileceklerini ifade etmiştir. Ayrıca MB'leri kullanabilecekleri araçları kendileri belirleme imkânını sunduğunda, MB ihtiyari politikalar uygulayarak sadece ekonomik büyümeyi hedefleyecektir. Böyle bir durumda ekonomide sadece ekonomik büyümeyi dikkate alınıp diğer dinamikleri yok saymak, ekonomiyi açık risk konumuna getirecektir (Dwyer, 1993, s. 3-11).

Peki ekonomide uygulanan politikanın kural politika mı yoksa ihtiyari politika mı olduğunu nasıl anlayacağız? Bu sorunun cevabı; eğer politika uygulayıcıları başlangıçta, uygulanan politikanın çeşitli ekonomik koşullara nasıl cevap vereceğine ilişkin öncesinde kamuoyuna bir açıklamada bulunup ve bu yönde bir taahhüt belirtmiş iseler uygulanan politika kural politikadır. Fakat ekonomik koşullar değiştikçe uygulanan politikayı da istediğimiz şekilde değiştirebiliyorsak uygulanan politika ihtiyari politikadır (Mankiw, 1992, s. 331). İhtiyari politikaların sonucunun her zaman kötü olacağı anlamı çıkmamalıdır. Çünkü MB'nin ihtiyari para politikası uygulamalarında da gerçekleştirmeyi planladığı hedefleri vardır. Bu nedenle kural politiklardan tek farkı MB'nin amaç fonksiyonu olmasına rağmen uyguladığı politika kısa dönemler şeklinde gerçekleşmektedir. Kural politikada ise uygulama süresi daha uzun olmaktadır. Bu anlamda McCallum (1998) kural politikayı “sonsuz bakış açısı” olarak tanımlar (McCallum, 1998, s. 50).

Ekonomik aktörlerin ileriye yönelik beklentiler söz konusu olduğunda, gelecekteki politika uygulamaları nasıl olacak sorusuna cevap bulabilmemiz için kural politikalara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu nedenle politika yapıcılarının uygulayacağı politikalarda kuralların varlığı önem taşımaktadır. Kurala dayalı politikalar ihtiyari politikalara kıyasla daha fazla tercih edilmektedir. Bunun nedenleri arasında (Çavuşoğlu, 2010, s. 16);

- ◆ Politika yapıcılarının uygulanan politikayı daha anlaşılır şekilde kamuoyu ile paylaşması,
- ◆ Zaman tutarsızlığına ait problemin çözülmesi,
- ◆ Hesap verilebilirliğin arttırılması,
- ◆ Daha az politikaya maruz kalınması,
- ◆ Enflasyonist beklentileri engellemesi ve
- ◆ Gelecekteki belirsizliği azaltması sayılmaktadır.

Ekonomide para politikalarının duruma göre uygulanması gerektiğini savunan iktisatçılar da kurala dayalı politikaları eleştirmektedir. Lear (2000) çalışmasında kural politikaları savunanlara karşı getirilen eleştirileri aşağıdaki maddeler halinde sıralamıştır (Lear, 2000, s. 33-35);

- I. Doğal Oran Kavramı:** Kurala dayalı politikaları savunanlar genellikle doğal oran kavramını kullanırlar. Bu kavram kural politikaların doğal işsizlik hipotezinden faydalanılarak oluşturulduğunu açıklamaktadır. Fakat bu konuda yapılan çalışmalar incelendiğinde böyle bir sabit oranın hayali olduğunu ve tahmin edilen oranın ise sürekli değiştiği gözlemlenmiştir. Kural politikayı savunanların belirttiği doğal işsizlik oranı resmi işsizlik rakamları açıklanırken iş aramaktan vazgeçen cesareti kırılmış işsizleri hesaplama dahil etmediği için friksiyonel işsizlik kadar olmayacaktır.
- II. Emek Piyasası:** Kurala dayalı politikaları savunanlar emek piyasası modeli olarak Klasik Emek Piyasası Model'ini örnek alırlar. Fakat nominal ücretler emek piyasasında belirlense de reel ücretler ve istihdam düzeyi mal piyasalarındaki talep tarafından belirlenmektedir. Ayrıca kural politikayı savunanlar üretim fonksiyonlarına ve toplam tedarik eğrisine odaklandıkları için ekonomik büyümeyi arz yönlü olarak ele alırlar.
- III. Dikey Philips Eğrisi:** Kurala dayalı politikaları savunan bazı iktisatçılara göre işsizlik ve enflasyon arasında uzun dönemde ters bir ilişki bulunmamaktadır. Fakat yapılan çalışmalar incelendiğinde ekonomide sıkı para politikası izlendiği dönemlerde artan faiz oranları, üretimi azaltarak işsizlik oranlarında yükselişe neden olduğu tespit edilmiştir.

- IV. Rasyonel Beklentiler:** Bu düşünce, bireylerin karmaşık olan kural politikaları kavrayamadıkları için çok fazla öneme sahiptir. Teori ekonomide rol alan iktisadi aktörlerin uygulanan politikalar ve gerçekleşen olaylarla ilgili tüm bilgileri toplayarak analiz yaptığını varsayar. Fakat bu durum gerçeği yansıtmamaktadır. Çünkü beklentilerin ölçülebileceği bazı durumlar için gerçekleştirilen gözlemlerde bireylerin rasyonel değil irrasyonel şekilde hareket tespit edilmiştir.
- V. Egzojen (Dış Kaynaklı) Para:** Bu madde merkez bankasının gerçekte neler yapabileceği ve enflasyonun nasıl olacağı üzerine Yeni Klasik anlayışla ilgilidir. Enflasyon parasal bir fenomen olarak görülür. Para arzı, para talebini aşarsa, işsizlik seviyesine bakılmaksızın, aşırı likidite harcanmakta ve fiyatlar yükselmektedir. Suçlu olanlar aşırı paranın artmasına izin veren hükümet ve/veya merkez bankasıdır. Kural politikayı destekleyenler MB'nin para arzında bir artış oluşturduğunda enflasyon artacak ve artan enflasyon ekonomide üretim artışına yol açacaktır. Fakat ihtiyari politikayı savunan iktisatçılar bu duruma karşı çıkarlar.

3.2. İhtiyari (Duruma Göre) Para Politikası

Para politikasının nasıl uygulanması gerektiği konusunda literatür de kesin bir görüş birliği bulunmamaktadır. Keynes ve Friedman öncülüğünde başlayıp 1960'lı yıllara kadar devam eden süreçte ekonomide ihtiyari politika uygulamaları etkili olmuştur. Özellikle Keynesyen görüşü destekleyen bazı iktisatçılara göre, ekonomi her zaman kendiliğinden tam istihdam düzeyine ulaşamayabilir; bu nedenle ekonomide tam istihdamın sağlanabilmesi için uygun para ve maliye politikaları ile hâsıla ve istihdamın artırılması mecburi olmaktadır. Ayrıca Keynes'e göre ekonomide tam istihdamın sağlanabilmesi için mutlaka ihtiyari mali ve para politikası seçim imkânları olmalıdır.

İhtiyari para politikası görüşünü savunanlara göre MB uygulayacağı para politikası ile ekonomide meydana gelebilecek beklenmedik iç ve dış şok durumunda üretim ve büyümede ortaya çıkabilecek olumsuz gelişmelere anında tepki verecektir. Ayrıca duruma göre para politikası görüşünü destekleyen iktisatçılar, MB'sinin ekonomide yaşanan değişimlere karşı optimal politikayı kendisi belirleyerek gerektiği durumlarda değişime gitmesini önermektedir (Issing, 1997, s. 67).

İhtiyari para politikası uygulamasını destekleyen iktisatçıların en önemli iddiaları esneklik kavramıdır. Buna göre hükümetlerin para politikası uygulamalarında geniş yetkilere sahip olması, ekonomide konjunktüre bağlı bir para politikası uygulaması için şarttır. Bu nedenle kurala bağlı politikalar konjunktüre uygun esnekliği sağlamadığı için konjunktürle mücadele etmekte yetersiz kalabilmektedir (Barro, 1986, s. 26).

İhtiyarî politikaların geçerliliği tartışmalarında Lucas kritiğine de değinmek gerekmektedir. Lucas ihtiyarî politikaların savunucusu olan Keynesyen iktisat teorisinin politika oluşumunda kullandığı ekonometrik modellerin aslında tamamen yanlış olduğunu, çünkü kurulan modellerde katsayıların beklentileri içermediği, bireylerin davranışlarının hükümetin uygulamış olduğu politikalardan etkilendiği ve buna göre ekonometrik modellerde beklentilerin içsel hale getirilmesi gerektiğini iddia etmiştir. İçsel hale getirilen beklentiler politika değişikliğinde farklılaşacağından dolayı modelin parametreleri de değişecek ve model politika değişikliğinin etkilerini incelemek için geçersiz hale gelecektir (Kayhan, 2011, s. 55).

1970’li yıllarda yaşanan petrol krizleri, petrol fiyatlarında yüksek oranda artış oluşturarak enflasyonist baskının oluşmasına neden olmuştur. Özellikle bu dönemde yaşanan krizler, yüksek enflasyon, işsizlik ve düşük büyüme performanslarına yol açarak ihtiyari politika uygulamalarının sorgulanmasına yol açmıştır. Uzun dönemde uygulanan politikaların reel etkilerinin kaybolması ve sadece enflasyon olgusunun kalması, para politikasının ekonomideki öncelikli amacının fiyat istikrarı olması konusunda tüm dünyada görüş birliği sağlamıştır. Teorik görüşlere göre bu durumu ortaya çıkaran sebepler; ihtiyari para politikalarının uzun ve değişken zaman gecikmelerine yol açması, enflasyon ve işsizlik arasındaki değiş tokuşun kısa dönemde geçerli olması, zaman tutarsızlığı problemlerinin yaşanması ve enflasyon maliyetleri olarak sıralanabilir (Yapraklı, 2007, s. 62-67).

Ekonomide yaşanan bu gelişmeler ihtiyari para politikası uygulanması anlayışını derinden etkilemiştir. Özellikle parasalcı iktisatçılar, para politikasının nihai amacının istihdam düzeyini arttırmak ve ekonomik büyümeyi sağlamaktan çok ekonomide fiyat istikrarının sağlanması gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Dolayısıyla para politikasının ekonomide üstlendiği rolü belirlemeye ilişkin analizlerde yer alan temel kavram, ekonomide etkinliği olan para politikaları uygulaması olmuştur. Para otoritesinin ekonomide etkinliği olmayan bir politika uygulaması durumunda, uygulanan politika reel değişkenler üzerinde kalıcı bir etki oluşturmayacak ve bu durum daha yüksek bir

enflasyonist sapmaya neden olabilecektir. Literatürde para politikasının etkinliği güvenilirlik⁷ kavramı ile ilişkilendirilmiş ve etkili bir para politikası uygulamalarının temel koşulu olarak görülmeye başlanmıştır.

İhtiyari politika uygulamalarında en çok eleştirilen ve kural lehine karar alınmasını sağlayan bir durumda **zaman tutarsızlığı** kavramıdır. Bu kavram literatüre 1980'li yılların başında girmiştir. Genel olarak, t_0 anındaki optimal olan bir stratejinin t_1 anında optimal olmazsa zaman tutarsızdır. Zaman tutarsızlığı kavramı daha çok oyun teorisi kapsamında ele alınıp açıklanmaktadır. MB'leri bazı durumlarda izleyecekleri politikaları özel karar vericilerin beklentilerini etkilemek amacı ile önceden açıklamak isteyebilirler. Daha sonra özel karar vericiler beklentileri doğrultusunda hareket ettiklerinde, bu durumda politika uygulayıcıları politikalarını değiştirme eğilimi gösterebilirler. Bu duruma alışık olan özel karar vericiler politikalara ilişkin ön bilgilendirmeye karşı güvensizlik geliştirirler. Bu nedenle MB'leri özel karar vericilerin güvenlerini sağlamak amacı ile sabit politika kuralı uygulamayı taahhüt etmeyi seçebilirler (Mankiw, 1987, s. 466). Şöyle ki; ekonomide uygulanan politikalar, şu an hakkında bilgi vermektedir. Özel karar vericiler cari bilgi eşliğinde yatırım, tüketim gibi kararlarını alırken ileriye yönelik beklentilerini ise karar mekanizmaları doğrultusunda hareket ettirirler. Bu nedenle politika yapımcılarının ileriye yönelik kararları politika başarısını etkiler. İhtiyari para politikalarının başarısız olması ekonomi üzerinde birtakım olumsuzluklar oluşturmaktadır. Bu olumsuzlukları aşağıdaki maddeler halinde özetleyebiliriz (Kayhan, 2011, s. 57).

- ◆ İhtiyari politika uygulamalarında para otoritesinin uyguladığı stratejilerde sürekli değişikliğe gitmesi zaman tutarsızlığına olgusuna yol açmaktadır.
- ◆ İhtiyari politika uygulamaları özel karar vericiler (iş âlemi, hane halkı ve bireyler) tarafında anlaşılması zor politika uygulamalarıdır.
- ◆ Özel karar vericiler uygulanan politikaları doğru bir şekilde tahmin edemedikleri için doğru davranış ve beklenti içine giremezler.
- ◆ Rasyonel beklentiler içerisinde olan bireylerin beklenmeyen politika uygulamaları ile karşı karşıya kalmaları bankanın şeffaflığını azaltır ve MB'ye

⁷ Kydland -Prescott (1977) ve Barro- Gordon (1983) de güvenilirlik kavramının önemini çalışmalarında vurgulamışlardır. Buna göre parasal otoriteye duyulan güven, kamuoyunda para politikası uygulamalarının tutarlılığı ve MB'nin kararlılığına ilişkin olumlu bir inancın varlığına bağlıdır. Özellikle para otoritesine duyulan aşırı güvenilirlik, politikaların etkin bir şekilde uygulanmasına imkân tanıyarak, fiyat istikrarı amacına ulaşmayı kolaylaştıracaktır.

duydukları güveni sarsar. MB'ye duyulan güven kaybı ise politikaların başarısını olumsuz etkiler.

- ◆ İhtiyarî politika uygulaması sadece uygulandığı dönemi inceler. Bu da miyopluk problemini ortaya çıkarır.
- ◆ Merkez bankaları ihtiyari politika uygulamalarında daha çok politik baskıya maruz kalmaktadır.

3.3. Kurala Dayalı Para Politikası

Ekonomide kurala bağlı para politikası, para politikası uygulanmasının MB'nin tercihine bırakılmamasını ve para politikasını önceden belirlenen ve kamuoyunun bilgisi dâhilinde olan kurallara göre yürütmesini ifade etmektedir. Kurala dayalı para politikasını destekleyen iktisatçılara göre, MB ekonomide beklenmedik bir durum ile karşılaştıklarında bu duruma müdahale etmemeli çünkü temel hedef olarak enflasyon ile ilgilenmelidir. Özel karar vericilerin bu duruma inandırılması halinde enflasyon beklentilerinin azalacağı tahmin edilmektedir. Bu kapsamda para politikası kuralı Svensson (1999) tarafından “*para politikası için tavsiye edilen bir kılavuz*” olarak tanımlanarak, araç kural ve amaç kural olmak üzere 2 temel ayrım yapılmaktadır (Svensson, 1999, s. 611). Ekonomide etkin bir kurala dayalı para politikası uygulanması MB'nin bağımsızlığı şartını zorunlu kılar. Özellikle yapılan ampirik çalışmalar, kurumsallaşmasını sağlamış piyasalarda, MB'nin bağımsızlığı ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermiştir (Berument & Neyaptı, 1999, s. 12).

Kural politika uygulamalarını daha çok parasalcı iktisatçılar desteklemektedir. Çünkü kural politikaların savunulmasının temelinde, gecikmeler, siyasi etki/politik iktisadi dalgalanmalar ve zaman tutarsızlığı gibi üç temel argüman yer almaktadır. Kurala dayalı para politikasının savunan iktisatçılara göre ekonomide iki çeşit gecikme vardır. Bunlar *iç gecikme* ve *dış gecikme*dir. İç gecikme ayrıca teşhis gecikmesini de içerisinde barındırır. *İç gecikme*, hali hazırda MB'nin uyguladığı para politikasında bir değişiklik yapma isteği duyduğu an ile MB'nin eyleme geçtiği an arasındaki fark olarak tanımlanır. Eyleme geçme zamanından sonraki tüm gecikmeler ise *dış gecikme* olarak adlandırılır. İç gecikmelerin boyutu genellikle küçük ve hatalı öngörülerden dolayı negatif olarak düşünülebilir. Böyle bir durumda para otoritesi izlenen politikada bir değişiklik ihtiyacını çok hızlı şekilde teşhis edecektir (Parasız, 1994, s. 457)

altına alınmasını hem de uzun dönemde üretim seviyesini istenilen noktaya getirilmesini sağlayacaktır.

3.4. Kurala Dayalı Para Politikaları Çeşitleri

Kurala dayalı para politikasının savunularına göre para politikası kuralı, MB'nin belirlediği temel politika aracını hangi koşullar altında ve nasıl değiştireceği durumunu herkesin anlayabileceği şekilde ifade ettiği, sistematik bir karar alma süreci olarak ifade edilmektedir (Taylor, 2000a, s. 3). İktisat yazınında kurala dayalı politika uygulanması gerektiği üzerinde bir fikir birliği sağlanmasına karşılık, hangi kural politika türünün uygulanması gerektiği üzerine farklı yaklaşımlar mevcuttur. Para politikası kuralları kendi içerisinde amaç kuralları ve araç kuralları olmak üzere iki başlığa ayrılmaktadır (Svensson, 2003, s. 429).

Tablo 3

Kurala Dayalı Politika Türleri

PARA POLİTİKASI KURALLARI	
ARAÇ KURALLAR • Parasal Durum İndeksi (MCI) • McCallum Kuralı • Taylor Kuralı	AMAÇ KURALLAR • Enflasyon Hedeflemesi • Nominal Gelir Hedeflemesi • Döviz Kuru Hedeflemesi • Parasal Hedefleme • Faiz Hedeflemesi

3.4.1. Amaç Kuralları

Kural politika uygulamaları kendi içerisinde amaç kuralları ve araç kuralları olmak üzere iki alt başlığa ayrılmaktadır. Amaç kural uygulamalarını Bernanke (2004) MB'nin doğrudan kontrol edemediği ancak para politikası araçları ile müdahale ederek etkileyebildiği makroekonomik büyükleri politika amacı olarak belirlemesi şeklinde ifade etmiştir. Amaç kural uygulamalarında istenilen hedefe ulaşabilmek için ekonomik

büyükliklerle amaç değişken arasında bir ilişki kurulmaktadır. Nitekim literatürde amaç kurallar, kural benzeri politika uygulamaları olarak da adlandırılmaktadır.

Amaç kurallar ihtiyari ve kurala bağlı para politikası uygulamalarının birleşiminden oluşmaktadır. Bu uygulamada MB'nin müdahalesi kurallarla kısıtlanmasına rağmen, beklenilmeyen olumsuz bir durumla karşılaşıldığında, MB kolayca politika uygulamasında değişikliğe başvurabilmektedir. Ayrıca amaç kural uygulamaları sadece enflasyon olgusu ile ilgilenmeyip, büyüme olgusuna da dikkat çekmektedir. Ekonomide sadece enflasyona önem verilip büyümenin göz ardı edilmesi durumunda arz yönlü şoklar nedeni ile reel ekonomide aşırı istikrarsızların oluşabileceği savunulmuştur (Bernanke & Mishkin, 1997, s. 96-115).

Amaç kural (kural benzeri politika uygulamaları) kendi içerisinde beş alt başlığa ayrılmaktadır. Alt başlıkta yer alan amaç kural çeşitlerinden ilki enflasyon hedeflemesi olmaktadır. Özellikle son dönemlerde birçok ülke için önemli bir uygulama olan enflasyon hedeflemesi kuralını, nominal gelir hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve faiz hedeflemesi gibi uygulamalar takip etmektedir.

3.4.1.1. Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon olgusu ekonomilerde ciddi tahribatlara yol açan önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Enflasyonun oluşmasında en büyük faktör, ihtiyari politika uygulamalarının anti-konjonktürel amaçlarla kullanılmamasıdır. İktisat yazınında EH için birçok tanım mevcuttur. Fakat literatürde yer alan en basit tanımı ise; EH ekonomide herkes tarafında kolaylıkla anlaşılabilen nicel bir enflasyon hedefinin tutturulmasının kesin ve öncelikli bir amaç olarak kabul edildiği bir politika uygulamasıdır. İngiltere Bankası Güvernörü M. King ise; EH ekonomide hiçbir şok yaşanmaması durumunda MB'nin ulaşmaya çalıştığı enflasyon oranı olarak ifade etmiştir. Tanımı basitten karmaşıklığa doğru götüren Mishkin ise EH 'sini orta vadeli bir enflasyon oranı hedefinin belirlendiği, para politikasının temel hedefinin fiyat istikrarı olduğu ve ekonomide başka bir parasal hedefin bulunmadığı, şeffaf ve hesap verebilir bir bir olgu olarak ifade etmektedir.

1990 yılında Yeni Zelanda ve Şili öncülüğünde gündeme gelen EH 1991 yılında Kanada ve 1992'de İngiltere tarafından uygulanmaya başlandıktan sonra tüm dünyada benimsenen bir strateji konumuna gelmiştir. 2000 yılı Şubat ayına geldiğinde EH stratejisini uygulayarak hayata geçiren ülke sayısı 13'e yükselmiştir. Uygulamayı

hayata geçiren ilk ülkeler, Yeni Zelanda, Şili, Avusturalya, Brezilya, Kanada, Çek Cumhuriyeti, Finlandiya, İsrail, Güney Afrika, İspanya, İsveç ve İngiltere olarak karşımıza çıkmaktadır. 2006 yılında EH stratejisini benimseyen ve Türkiye'nin de aralarında yer aldığı yeni ülkeler eklenerek bu sayı 24'e ulaşmıştır (Neumann & Hagen, 20002, s. 127). Günümüzde ise bu rakam 28 ülke olarak artmıştır. EH stratejisini uygulayan ülkelerin ekonomik performansları artarak, bu ülkeler hem enflasyon oranlarını hem de enflasyon beklenti rakamlarını düşürme konusunda başarılı olmuşlardır (Parasız & Ekren, 2015, s. 634-639).

EH uygulamaları, para politikasının şeffaflık düzeyini artırarak, politika yapıcılarının üstlendikleri sorumluluğu arttırmaktadır. Bu uygulama kamuoyu tarafından kolayca anlaşılabilirdiği için MB'ye duyulan güveni de arttırmaktadır. Örneğin; MB kamuoyuna 4 yıllık bir zaman periyotu içerisinde tüketici fiyatları endeksinin %1 ile %5 arasında olacağı konusunda bir vaatte bulunabilir (Orhan & Erdoğan, 2007, s. 300-315). Literatürde EH tanımı yapan iktisatçıların ortak noktaları Mishkin (2000a) çalışmasında birleştirilerek EH uygulamasının temel özelliklerini aşağıdaki maddeler halinde sıralanmıştır. Bu temel özellikler;

1. EH orta vadeli olarak belirlenip önceden kamuoyu ile paylaşılmalıdır.
2. Belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak için ilgili MB'nin bağımsız ve kamuoyuna hesap verebilir nitelikte olmalıdır.
3. MB hedefleri, planları ve bu çerçevede karar ve uygulamaları hakkında kamuoyu ve finansal piyasalara tamamen şeffaf davranması gerekir.
4. EH stratejisinde fiyat istikrarının MB'nin tek uzun dönemli hedefi olduğu kamuoyuna ilan edilmelidir.
5. EH uygulamasını seçen MB'nin para arzı ve para stoku gibi ara hedeflerinin rolünü azaltması gerekmektedir.

Ayrıca EH stratejisini seçen ülkeler bazı ön koşulları sağlaması gerekmektedir. Bu ön koşullar;

- a. **Merkez Bankası Araç Bağımsızlığına Sahip Olmalıdır:** EH strateji uygulamasının ilk koşulu uygulanan ülkedeki MB'nin bağımsız olması şartını sağlamasıdır. Buradaki bağımsızlık kavramı MB'nin sahip olduğu para politikası araçlarını herhangi bir kısıtlama olmadan dilediği gibi kullanmasıdır.

- b. Para Politikasının Temel Amacı Fiyat İstikrarı Olmalıdır:** EH stratejisini seçen MB'lerin bu uygulamada başarılı olabilmeleri için yalnızca fiyat istikrar amacını seçmeleri gerekmektedir.
- c. Uygulamaya Geçmeden Önce Enflasyon Belirli Bir Seviyede Olmalıdır:** EH stratejisini uygulamaya geçirmeden önce enflasyon düzeyi makul sayılacak bir düzeye çekilmiş olmalıdır.
- d. Mali Baskınlık Düşük Bir Seviyede Olmalıdır:** MB enflasyon hedeflemesinin başarılı olmasını istemesi durumunda güçlü ve kararlı maliye politikası ile stratejisini desteklemesi gerekmektedir. Bunun için de kamu açıklarında finansman baskısının azaltılmasını sağlamalıdır.
- e. Finansal Piyasaların Gelişmiş Olması Gerekir:** Bu ön koşul EH stratejisi uygulayacak MB'lerin güçlü ve etkin bir finansal piyasaya sahip olmaları gerektiğini göstermektedir.
- f. MB'lerin Yeterli Teknik Alt Yapıya Sahip Olmaları Gerekir:** MB gelecekte oluşacak enflasyon oranlarını ön görebilmeye kullanacak geniş bilgi seti ve güçlü ekonometrik modellere sahip olması gerekmektedir.
- g. Nicel Bir Enflasyon Hedefi Konulmalıdır:** EH stratejisi uygulayan MB'lerin somut, sayısal bir oran belirleyerek kamuoyuna duyurmalıdır.

EH sürecinde önemli bir hususta para politikası, döviz kurunu etkilemek amacı ile kullanılamaz. Çünkü belirli bir kur hedefi uygulandığında bu durum EH ile çelişebilir. Nitekim EH stratejisinde kur serbest piyasa koşullarında belirlenmektedir. Burada para politikasının öncelikli hedefi enflasyonu kontrol altında tutmaktır. Hükümet veya MB, ileriye dönük kur garantisi verememektedir. Fakat enflasyon oranı düştükçe dolaylı olarak döviz kurunun da istikrarlı olması beklenilecektir (Keyder, 2012, s. 527)

Kural politika uygulamaları kapsamında öne çıkan EH stratejisi, dar⁸ anlamda bir kural politika uygulaması değildir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi MB'ye para politikası görevini gerçekleştirmesi adına basit mekanik davranış kalıpları sunan bir kural uygulaması olmamaktadır. Nitekim EH stratejisinde öncelikle ekonomideki makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiler bir yapısal model çerçevesinde ve politik hedefe yönelik amaç kapsamında ele alınır ve değerlendirilir.

⁸ Dar anlamda kural; Parasal ilişkileri yansıttığı kabul edilen önceden belirlenerek ilan edilen formülün, politika uygulamasının kapsadığı dönemlere uygulanması şeklinde ifade edilir.

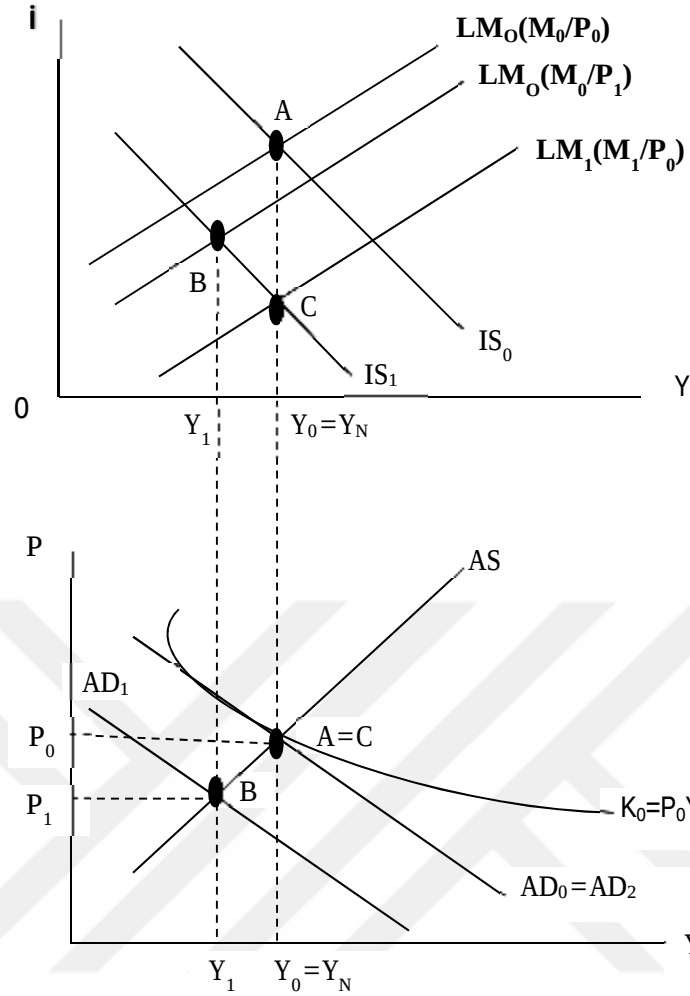
Enflasyon hedefleme rejimi uygulayan ülkelerden biri olan Türkiye’de, 2002-2005 yılları arasında yaşanan enflasyonist ortam para talebi tahminini zorlaştırmıştır. Nitekim ekonomide yaşan bu durum parasal göstergelerle enflasyon arasındaki ilişkide istikrarsızlığa yol açmıştır. Bu nedenle 2001-2005 yılları arasında TCMB örtük enflasyon hedefleme rejimini uygulamıştır. Türkiye’de bu dönemde açık enflasyon hedefleme koşullarının oluşmaması nedeni ile ancak 2006 yılından itibaren resmi enflasyon hedeflemesine (açık enflasyon hedeflemesi) geçiş gerçekleşebilmiştir.

3.4.1.2. Nominal Gelir Hedeflemesi

Ekonomide pek çok iktisadi büyüklüğün nominal GSYİH ile ilişkili olduğu bilinmektedir. Ayrıca enflasyonun kısa ve uzun dönemde doğru olarak öngörülememesi ve para politikasının uzun dönemde yansız olması nominal gelirin artmasına yönelik politikaların önemine dikkat çekmiştir. Literatürde nominal gelir hedefleme stratejisi iktisatçılar arasında uzun süredir tartışma konusudur. Meade (1978), Von Weizsacker (1978) ve Tobin (1980) bu konuda iktisat yazınına ilk katkıları sağlayan iktisatçılardır.

Bu politika uygulamasında, MB kural olarak gelecek dönemdeki GSYİH’nin (y) alacağı değeri ve hedef nominal gelir değerini açıklamaktadır. MB bu açıklamalardan sonra toplam talepteki ve arzdaki değişmelere bağlı olarak ortaya çıkacak olumsuzlukları bertaraf etmek için de para arzı değişkenini kullanmaktadır. Para talebindeki değişiklikler, LM (Liquidty Demand to Money) eğrisini sağa ya da sola kaydırarak, toplam talebin yer değiştirmesine neden olacaktır. Böylece nominal gelir hedefleme stratejisi ile MB para piyasasındaki istikrarsızlığın etkilerini yok edecek bir politika uygulama imkanına sahip olacaktır. Bu ilişki sabit parasal hedefleme ile nominal gelir hedeflemesi arasındaki önemli bir ayrımdır.

Nominal gelir hedefleme stratejisinde MB, fiyat düzeyi ile reel GSYİH’nin çarpımına eşit olan nominal geliri ($Y = Pxy$) ara hedef olarak seçer ve toplam talepteki ve toplam arzdaki meydana gelen dalgalanmaların reel geliri (Y) ve fiyat düzeyi (P) üzerindeki etkilerini telafi etmeyi hedefleyen bir para politikasını uygulamaya geçirmektedir. Başka bir ifade ile nominal gelir hedefi K^* ile temsil edildiğinde, MB $K^* = Pxy$ eşitliğini sağlayacak bir politika uygulamasını takip edecektir.



Şekil 6. Nominal Gelir Hedeflemesi (Talep Şoku Örneği)

Kaynak: Ünsal, 2001, s. 573

Toplam talepte meydana gelen dalgalanmalar dikkate alınarak nominal gelir hedeflemesi Şekil 6'daki grafik yardımı ile açıklanmaya çalışılmıştır. Grafik ekonominin başlangıçta AS toplam arz eğrisi ve AD toplam talep eğrisinin kesiştikleri A noktasında ($LM_0(M_0/P_0)$ eğrisi ile eğrilerinin kesiştikleri A noktasında) denge şartını sağladığını göstermektedir. Bu durumda A noktasında reel gelir Y_0 , fiyat düzeyi P_0 ve bu noktada nominal gelir $P_0 \times Y_0 = K_0$ kadar gerçekleşmektedir. Fakat ekonomi A noktasında dengede iken ekonomide bir talep şoku yaşanması durumunda toplam talep eğrisi AD_0 konumundan AD_1 konumuna gelecektir. Yani yeni denge koşulu grafikte görüldüğü gibi B noktasında yani $Y_1 \times P_1 = K_1$ kadar gerçekleşecektir. B noktasında reel para arzı artmış ve LM eğrisi $LM_0(M_0/P_0)$ konumundan $LM_0(M_0/P_1)$ konumuna kaymıştır. K^* seviyesinde bir nominal gelir hedefleyen MB toplam talep şokunun nominal gelirden yol açtığı düşüşe açık piyasa işlemleri ile alım yaparak (para arzında

artış oluşturarak) tepki göstermiştir. Nitekim MB'nin uyguladığı genişletici para politikası toplam talebin artmasına (Toplam Talep düzeyinin AD_1 seviyesinden tekrar AD_0 seviyesine kaymasına) yol açarak ekonominin tekrardan $A(Y_0, P_0 \text{ ve } P_0 \times Y_0 = K_0 = K^*)$ noktasında dengeye gelmesine yol açmıştır (Ünsal, 2011, s. 572-573).

Para politikası uygulayıcıları için nominal gelir hedeflemesini önemli hale getiren iki önemli varsayım vardır. Bunlar (Clark, 1994, s. 12);

1. Nominal gelir hedeflemesi altında para politikası toplam taleple ilgili sorunları çözüme kavuşturabilir. Özellikle hedeflenen oranın altında gerçekleşen nominal gelir büyümesine politika yapıcılar tepki gösterebilir ve nominal gelir büyümesini belirlenen hedefe çekmek için uygulamada olan para politikasında esnekliğe gidebilirler. Nitekim bu uygulama toplam talebi canlandırabilir ve hem talebi hem de reel gelir artışını hedeflenen düzeylere çekebilecektir.
2. Nominal gelir hedefleme stratejisi politika uygulayıcıların toplam arz da meydana gelen dengesizliklere karşı, enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerini yeniden revize etmeleri konusunda kolaylık sağlamaktadır.

3.4.1.3. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedefleme stratejisinin geçmişi çok eskilere dayanan bir para politikası uygulamasıdır. Bu politika uygulamasında yerli para biriminin değerli bir metaa (altın vb.) ya da enflasyonu düşük ve istikrarlı olan gelişmiş herhangi bir ülke parasına sabitlenmek şeklinde gerçekleşmektedir. Bu uygulamaların dışında başka bir alternatif de, paranın değerinin istikrarlı bir şekilde düştüğü ve böylece para birimini sabitleyen ülkedeki enflasyon oranının çipa ülkedekinden daha yüksek olabileceği “*kaygan kur*” sistemidir (Mishkin, 2000, s. 137).

Başka bir ifade ile döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve ekonomideki enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacı ile bir ülkenin ulusal parasının değerini, güçlü bir ülkenin parasına bağlayarak politika uygulayıcıların tercih ettiği bir uygulamadır. Bu hedefleme stratejisini uygulayan ülkelerin birçoğu, güçlü ülke olarak çoğu zaman, dış ticaretlerinde büyük paya sahip ülkeleri seçmektedir (Myriam, 2001, s. 3)

Döviz kuru hedeflemesi kendi içinde katı döviz kuru hedeflemesi (hard exchange-rate peg) ve yumuşak (yarı esnek) döviz kuru hedeflemesi (soft exchange-

rate peg) şeklinde ikiye ayrılır (Mishkin Savastano,2001:417). Katı döviz kuru hedefleme stratejisine **tam dolarizasyon** (currency board) ve **para kurulu** (currency board) örnek verilebilir. Tam dolarizasyon uygulamasında ülke parası yabancı para ile ikame edilir iken, para kurulunda para basımı (ülke parası birebir) döviz karşılığında işlem görür. Burada ülke parasını enflasyonu düşük bir ülke parasına bağlamanın sebebi, özellikle ticarete konu olan mallarda sabit kur nedeni ile fiyat istikrarını sağlamaktır (Keyder, 2012, s. 502).

Döviz kuru hedefleme stratejisi kolay ve herkes tarafında basit bir şekilde anlaşıldığı için gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde en çok tercih edilen para politikalarından biri olmuştur. Döviz kuru hedefleme stratejisinin bir takım avantaj ve dezavantajları vardır. Bunları sıra ile incelediğimizde;

Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Avantajları;

- Döviz kuru hedefleme stratejisinin bir nominal çıpa olarak kullanılması, ülkede de bulunan ve uluslararası ticareti yapılan mallardaki fiyat artışlarını kısıtlayarak enflasyonun kontrol altına alınmasına doğrudan yardımcı olur.
- Para politikasının yürütülmesini otomatik bir kurala bağlayarak zaman tutarsızlığı probleminin aşılmasına yardımcı olur.
- Basit ve açık bir şekilde ifade edildiği için kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilir.
- Döviz kuru hedefleme stratejisi sayesinde para arzlarındaki artış hedeflenen döviz kurundan sapma eğilimine göre ayarlandığı için politik baskıları azaltacaktır.
- Döviz kuru hedeflemesi sayesinde kurların belirli bir seviyede seyredeceği beklentisi, diğer önemli makroekonomik değişkenlerde de ciddi sapmaların olmasını engelleyebilmektedir. Bu durum ise finansal piyasalarda geleceğe yönelik belirsizliğin azaltılmasını sağlamaktadır (Mishkin, 2006b, s. 481-483).

Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Dezavantajlarına Bakıldığında ise;

Döviz kuru hedefleme stratejisi, sayısız avantajlarına rağmen birçok ciddi eleştirilerinde odağı olmuştur (Paya, 2007, s. 181).

- Döviz kuru hedefleme politikasını seçen bir ülke iç ve dış şok durumunda para politikası ile tepki verme özelliğini kaybeder. Örneğin; Ekonomide yaşanacak bir iç şok durumunda MB para arzını genişleterek faiz oranlarını düşüremeyecek ve bu durumda ekonomide yaşanan talep daralmasına seyirci kalacaktır. Nitekim faizleri düşüren bir MB, faiz paritesi gereği yatırımcıları ülke içi yerine ülke dışındaki alanlara yönlendirme durumunda kalacaktır. Bu durum talep daralmasını daha da güçlendirecektir.
- Döviz kuru hedefleme stratejisini tercih eden ülkelerde, fiyatlarda oluşan atalet nedeni ile enflasyonist gelişmeler devam ederek, bu durum iç ve dış enflasyonda farklılaşma oluşturması ile son bulmaktadır. Bu dönemde yatırımcıların devalüasyonu kaçınılmaz son olarak değerlendirmeleri, spekülative hareketlenmelere yol açacaktır.
- Döviz kuru hedefleme stratejisi ekonomilerde başlangıçta hızlı sermaye girişlerine yol açmaktadır. Bu durum ise spekülative hareketleri kaçınılmaz kılmaktadır. Ayrıca bu süreçte dövizle aşırı şekilde borçlanmış firma ve bankalar ödeme güçlüğüne düşerek ciddi finansal krizlere yol açmaktadır.
- Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan bir döviz kuru hedefleme stratejisi, para politikası uygulayıcılarının sorumluluklarını zayıflatmaktadır⁹.

Dışa açık para politikası uygulamalarının tümünde olduğu gibi MB döviz kuru hedefleme stratejisini para politikası olarak seçtiğinde iç ve dış dengeyi eş anlı olarak gözetmek durumunda olduğunu unutmamalıdır.

3.4.1.4. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme stratejisi, ekonomide uzun dönemde para arzında meydana gelen artışların fiyat düzeylerini etkilemesi sonucu, para arzı değişkenin temel politika amacı olarak seçilip uygulandığı politika türüdür. MB parasal hedefleme politikasının uygulamaya karar verdiğinde, parasal büyüklükleri dikkate alarak, kamuoyunun enflasyon beklentilerine rehber olması için parasal büyüklüklere ait hedefleri ilan eder

⁹ Özellikle Gelişmekte olan ekonomilerde, enflasyon başlarda düşük gerçekleşse bile döviz kurlarında yaşanacak spekülative hareketler sonrasında enflasyonda artış oluşabilecektir. Bu nedenle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde MB'ne karşı bir güven sorunu oluşmaktadır. Ekonomide yaşanan spekülative bir hareket sonucunda yerli para da bir değer kaybı oluşabilir. Ve bu durum cari ve hedeflenen enflasyonu tetikleyerek artışa yol açacaktır. Özellikle hedeflenen enflasyon oranlarında oluşan bir artış faiz oranlarını yükselterek firmaların zarara girmesine neden olacaktır. Ekonomide yaşanan bu kısır döngü ise finansal krizlerin derinleşmesine yol açacaktır.

ve bu şekilde parasal hedeflemeden sapmaları önlemeye çalışmış olur. MB parasal hedefleme politikası ile parasal büyüklükleri kontrol altına alarak fiyat istikrarını sağlamayı amaçlamaktadır (Svensson, 1999, s. 637). 1970’li yılların ortalarından itibaren birçok gelişmiş ülke ekonomisi parasal hedefleme stratejisini uygulamaya geçirmiştir. Bu anlamda Bundesbank 1974 yılı sonunda bu konu ile ilgili ilk çalışma yapan banka olmuştur. Parasal hedefleme stratejisinde; GSYİH ile para arzı arasındaki ilişkiyi temsil eden **paranın dolanım hızı** ve para arzı (=para talebi) ile parasal taban arasındaki ilişkiyi gösteren **para çoğaltanı** kullanılarak, para otoritesinin kontrolünde olan para tabanının hangi seviyede tutulması gerektiği hesaplanmaktadır (Keyder, 2012, s. 512).

Parasal hedefleme stratejisinin popüler olmasını sağlayan başlıca gelişmeleri üç noktada toplamak mümkündür. Bunlar (Myriam, 2001, s. 3-4);

1. 1970’li yılların başında birçok gelişmiş ülke ekonomilerinde enflasyon oranları artış eğilimi göstermesi sonucu, MB’leri yeni ve daha önce uygulanmamış politika arayışları ile karşı karşıya kalmıştır.
2. Bretton Woods sisteminin çöküşmesi ile birlikte sabit döviz kuru uygulamaları önemi kaybetmiştir. Bu durum ise parasal hedefleme politikasının önemini ortaya koymuştur.
3. Özellikle bu dönemde Monetarist makroekonomik modelin ileri sürdüğü varsayımların geniş ölçüde kabul görmesi, parasal hedefleme stratejisinin popülerliğini arttırmıştır.

Parasal hedefleme stratejisi de diğer kural politikalar gibi avantaj ve dezavantajlara sahiptir.

Avantajları;

- ◆ Parasal hedefleme stratejisinde MB para politikası uygulamasında serbest hareket etme imkânına sahiptir. Ayrıca MB’ler uyguladığı politikaların sonuçlarını hemen görme imkânına sahiptir.
- ◆ Parasal hedeflemede kullanılan parasal büyüklük hedefi bir nominal çıpa özelliği göstermektedir. Nitekim bu durumda enflasyon beklentileri üzerinde olumlu etkilere yol açmaktadır.
- ◆ Bu politika uygulamasında kur serbesttir ve faiz para otoritelerince kolaylıkla kontrol edilebilir.

Dezavantajları ise;

Parasal hedefleme stratejisi birçok avantajları olmasına rağmen birtakım dezavantajları da beraberinde getirmektedir. Bunun en önemli nedeni ise iktisat yazınında para miktarı konusunda halen bir görüş birliği sağlanamamasıdır.

- ◆ Parasal hedefleme stratejisinde hedeflenen para tanımı MB'nin kontrolü altında olmalıdır. Fakat para ikamesi, para tanımının gerçek likidite gereksinimini tam anlamı ile yansıtmaması gibi sebeplerden dolayı bu şartı her zaman sağlayamamaktadır.
- ◆ Parasal hedefleme uygulamasında da istikrarlı bir dolanım hızı denkleminde ihtiyaç vardır. Denklemden görülebilecek kaymalar hedefin şaşmasına neden olabilir.
- ◆ Parasal hedefleme stratejisinde, MB'nin hedeflediği enflasyon ile para tanımı arasında istikrarlı bir ilişki bulunmaz ise bu rejim hiçbir zaman amacına ulaşamayacaktır (Keyder, 2012, s. 514).

3.4.1.5. Faiz Hedeflemesi

Para otoriteleri faiz hedefleme stratejisinde kısa vadeli bir faiz oranını ara hedef olarak belirlemektedir. Başka bir ifade ile MB faiz hedefleme uygulamasında kısa vadeli faiz oranını belirleyerek para miktarını serbest bırakmaktadır.

Para otoritelerinin bu politika uygulamasını seçmemelerinin en temel sebebi, ekonomide iktisadi aktivite düzeyi ile uyumlu bir faiz oranı belirlenmesinde yaşadıkları güçlüklerdir. Bu nedenle teorik alt yapısı çok güçlü olmayan faiz hedefleme stratejisi para otoriteri tarafında çok tercih edilmemiştir.

3.4.2. Araç Kuralları

Kurala dayalı para politikası uygulamalarında araç kuralları, MB'nin ekonomide oluşan makroekonomik değişikliklere karşı verdiği tepkileri göstermektedir. Eğer bu tepkiler sistematik ve kurala bağlı ise bu durumda kurala dayalı para politikası uygulamaları söz konusudur. EH uygulamaları ve gelişmekte olan ülkelerdeki başarısı konusunda halen iktisat yazınında net bir görüş birliği mevcut değildir. Bu nedenle EH stratejisinde; kullanılacak zaman aralığı, enflasyon oranı ve fiyat düzeyi tercihi, hedeflemede kullanılacak enflasyon endeksi seçimi, kurala dayalı veya ihtiyari politika

uygulanması olup olmadığı gibi konular üzerindeki belirsizlik ve tartışmalar günümüzde de devam etmektedir.

Araç kuralları *açık araç kuralı*¹⁰ ve *zımnî araç kuralı*¹¹ olmak üzere kendi içerisinde ikiye ayrılmaktadır (Svensson, 2004, s. 27). Parasal durum endeksi, McCallum kuralı ve Taylor kuralı açık araç kuralı kapsamında açıklanmaktadır. Araç kural ana başlığı altında Taylor kuralı dışındaki diğer para politikası araç kuralları, sırasıyla incelenecek olup Taylor kuralı ise dördüncü bölümde detaylı bir şekilde ele alınacaktır.

3.4.2.1. Parasal Durum İndeksi (MCI- Monetary Condition Index)

Para politikasının duruşunu ve ekonomi üzerindeki etkisini yorumlamak için parasal durum endeksi (MCI) kullanılmaktadır. Parasal durum endeksi uygulaması son birkaç yıldır birçok ülkede popüler uygulama duruma gelmiştir. Bu kavram ilk olarak 1990 yılında Kanada MB tarafından kullanılmış ve tüm dünyada kullanılan bir kavram haline gelmiştir. Kanada MB'den sonra ise İsveç ve Norveç merkez bankaları para politikasındaki değişiklikleri yorumlamak için bir araç kural olarak MCI'nin kullanmışlardır (Hansson & Lindberg, 1994, 15).

MCI'nin temel amacı, adından da anlaşılacağı üzere, ekonomide uygulanan para politikasının duruşuyla ilgili niceliksel bilgi sağlamaktır. Para otoriteleri uyguladıkları para politikası aracılığı ile enflasyonu, faiz oranı ve döviz kuru olmak üzere iki kanaldan etkilemektedir. Faiz oranlarında veya döviz kurlarında meydana gelen bir artış, ekonominin yavaşlamasına ve enflasyonist baskının azalmasına yol açacaktır. Benzer şekilde, faiz oranlarında veya döviz kurlarında yaşanan bir düşüş genel anlamda ekonomiyi uyararak daha yüksek enflasyonist baskılara yol açabilecektir (Kesriyeli & Koçaker, 1999, s. 3-18). Bu nedenle döviz kuru ve faiz oranlarını ayrı ayrı ayarlamak ekonomik istikrar için etkili bir uygulama olmayacaktır (Burger & Knedlik, 2004, s. 16). Nitekim MCI Kuralı enflasyonu etkilemekten çok ekonomideki talep baskısını gösteren araç kural uygulamasıdır.

$$MCI_t = \Theta_e(e_t - e_{t-1}) + \Theta_r(r_t - r_{t-1}) \quad (1)$$

¹⁰ Önceden belirlenen makroekonomik hedefler göre uygun para politikası araçlarının kullanılması durumudur.

¹¹ Para politikası uygulayıcılarının araçların herhangi bir hedef doğrultusunda önceden belirlenmeden içinde bulunan şartlara göre kullanılması durumudur.

(1) nolu MCI denkleminde yer alan “e” nominal döviz kurunu, “r” reel faiz oranı “ Θ_e ” ve “ Θ_r ” faiz ve kur arasındaki ağırlıklı ortalamaları, “t” cari dönemi, “t-1” ise baz alınan dönemi göstermektedir. Eğer cari değer ile baz değer aynı olursa parasal durum endeks değeri 1’e eşit olacaktır. Fakat endeks değeri 1 den büyük ise, bu durum ekonomide daha sıkı para politikası uygulandığının, 1’in altında ise genişletici para politikası uygulandığını gösterecektir. Nitekim parasal durum endeksi ile ilgili 2 temel varsayım vardır. Ayrıca MCI’nin bu iki varsayım altında etkinliğini arttırarak, döviz kuru şoklarına karşın para politikasının güvenilirliği devam ettirdiği ileri sürülmektedir. Bu varsayımlar;

1. Toplam talep ile döviz kurunun esnekliğinin yüksek olması ve
2. Gecikme etkisinin kısa olmasıdır.

Ekonomide MCI’nin uygulanmasının temel avantajı, çıktı açığının enflasyonun temel belirleyicisi olarak ifade edilmesidir. Ayrıca döviz kuru ve faiz değişkeni ile birlikte çıktı açığı daha etkin bir şekilde kontrol edilebilecektir. Nitekim bu durumun ortaya çıkmasında en büyük etken dışa açık bir ekonomide ticarete konu olan ve olmayan malların büyüme üzerindeki etkisidir. MCI’nin bir diğer önemli özelliği ulusal ve yabancı parayı aynı anda etkileyebilme gücüdür. Böylece para otoritesi reel fiyatı etkileyebilme gücüne sahip olmaktadır. Ayrıca MCI’nin bir diğer avantajı ise aktarım mekanizmasının önemli unsuru olan varlık fiyatlarını da içermesidir (Süslü & Dişbudak, 2012, s. 4-9).

3.4.2.2. McCallum Kuralı

McCallum (1987, 1993), para politikası için bir kural önerisinde bulunduğunda MB’lerin para politikasını uygulama konusunda bir kural izlemesi gerektiğini savunmuştur. McCallum önerdiği kuralda bir baz para ile nominal GSYİH arasındaki ilişkiden hareket etmektedir. Kural nominal GSYİH’nin hedeflenen değerden düşük çıkması durumunda baz paranın değerinin artırılması gerektiğini önermektedir.

$$\Delta mb_t = \Delta y_t^p - \Delta vmb_t + \delta(\Delta y_{t-1}^p - \Delta y_{t-1}) \quad (2)$$

(2) nolu McCallum kuralının yer aldığı denklemde mb baz parayı, y^p enflasyon oranı ile uzun dönem gerçek GSYİH toplamı olarak tanımlanan istenilen büyüme oranını, v dört periyot önceki ortalama büyüme hızını, y nominal GSYİH'yi ve δ parasal düzeltme vektörünü temsil etmektedir.

McCallum kuralına göre, düşük enflasyon amacı ile para otoritelerinin ihtiyarî politika uygulamaları, nominal GSYİH artışını istenilen düzeyin altında gerçekleşmesine neden olacaktır (Stark & Croushore, 1998, s. 452). Nitekim McCallum (2002) 'e göre parasal taban banka rezervleri ve toplumdaki kişilerin ellerinde bulunan nakit paranın toplamından oluştuğu için; parasal tabanın hesaplanması ve bunun kamuoyu ile paylaşılması zor bir durum değildir. Bu nedenle MB'leri parasal taban büyüklüğünü kendi bilançolarında yer aldığı için kolaylıkla takip ederek karşılaştıkları herhangi bir olumsuz durumda kolaylıkla müdahalede bulunabileceklerdir (McCallum, 2002, s. 4). Para otoritelerinin belirlenen bir nominal GSYİH hedefindeki sapmalara paralel olarak para arzının değiştirilmesi gerektiği önerilmekte ve kuralda para miktarı operasyonel bir hedef olarak yer almaktadır.

3.4.2.3. Taylor Kuralı

1993 yılında Amerikalı iktisatçı John Taylor tarafından ortaya atılmıştır. Taylor kuralı, merkez bankasının hem enflasyon açığındaki hem de çıktı açığındaki gelişmelere vermesi gereken faiz tepkisini gösteren bir politika kuralıdır. Taylor kuralı dördüncü bölümde detaylı bir şekilde irdelenecektir.

3.5. Bölüm Değerlendirme

İktisat yazınında para politikasının belirli bir kurala göre yürütülüp yürütülmeyeceği veya politika yapıcının takdirine bırakılıp bırakılmayacağı üzerine tartışmalar günümüzde de güncelliğini korumaktadır. Duruma göre (ihtiyari) politika, para otoritesinin ekonominin içinde bulunduğu konjonktüre göre, en uygun politika araçlarını seçerek politikayı uygulaması olarak ifade edilir iken kural politika ise, para politikasının politika yapıcılar tarafından önceden belirlenip uygulama görevini MB'lere bıraktığı politika uygulamaları olarak ifade edilmektedir.

Kurala dayalı ve ihtiyari para politikası tartışmasına iktisadi okullar kapsamında bakıldığında ise, Keynes ve Friedman öncülüğünde başlayıp 1960'lı yıllara kadar devam eden süreçte ekonomide ihtiyari politika uygulamalarının etkili olduğu

tespit edilmiştir. Özellikle Keynesyen görüşü destekleyen bazı iktisatçılara göre, ekonomi her zaman kendiliğinden tam istihdam düzeyinde değildir; bu nedenle de ekonomide tam istihdamın sağlanabilmesi için uygun para ve maliye politikaları ile hâsıla ve istihdamın artırılması mecburi olmaktadır. Ayrıca Keynes'e göre ekonomide tam istihdamın sağlanabilmesi için mutlaka ihtiyari mali ve para politikası seçim imkânları olmalıdır. 1970'li yıllarda yaşanan petrol krizleri, petrol fiyatlarında yüksek oranda artış oluşturarak enflasyonist baskının oluşmasına neden olmuştur. Ekonomide meydana gelen resesyon olgusundan sonra politika yapıcılar ve iktisatçılar kural politikaların faydalarını düşünüp tekrardan tartışmaya başlamıştır.

Özellikle 1970'li yıllarda ekonomide yaşanan resesyon sonrası iktisatçılar ve politika yapıcılar para politikasının belirli bir kurala göre uygulanması gerektiği konusunda fikir birliğine varmışlardır. Para politikası kuralı oluşumunda ise iki farklı yöntem bulunmaktadır. Bunlardan birincisi amaç kuralları iken diğeri araç kurallardır. Bernanke (2004) amaç kural uygulamasını merkez bankasının direkt olarak kontrol edemediği fakat para politikası araçları ile etkileyebildiği enflasyon veya nominal gelir gibi bir makro ekonomik değişkeni politika amacı olarak belirlemesi olarak açıklarken, araç kuralları MB'nin ekonomide oluşan makroekonomik değişikliklere karşı verdiği tepkileri göstermektedir. Enflasyon hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi, faiz hedeflemesi, parasal hedefleme ve nominal GSYİH hedefleme kuralları amaç kural içerisinde yer alır iken parasal durum endeksi, McCallum kuralı ve Taylor kuralı araç kural sınıflandırılması içerisinde yer almaktadır.

Çalışmanın sonraki bölümünde John Taylor'un (1993) çalışmasında kısa vadeli nominal faiz oranlarının politika aracı olarak kullanıldığı, politika tepki fonksiyonu ve bu fonksiyona yapılan katkılar politika önerileri birlikte irdelenecektir.

BÖLÜM IV

TAYLOR KURALINA GENEL BİR BAKIŞ

Bu bölümde son 20 yılda daha çok uygulanma imkânı bulan ve para politikaları içinde popülerliği artan, John Taylor (1993) tarafından geliştirilen Geleneksel Taylor kuralı ve bu kuralın geliştirilmiş versiyonları ele alınarak, literatürdeki uygulamalar ile birlikte dünya ekonomilerinde bu teori ile ilgili yapılmış çalışmalar irdelenecektir.

4.1. John Taylor'un Görüşleri ve Geleneksel Taylor Kuralı

İktisatçılar ve politikacılar her zaman ekonominin mümkün olduğunca bir modelini oluşturmaya çalışmaktadırlar. Stanford Üniversitesi ekonomi profesörü John Taylor (1993) tarafından, ABD ekonomisi için önerilen Taylor kuralı (Taylor Rules) ihtiyari kararların alındığı kurala dayalı bir politika türüdür (Taylor, 1993, s. 7-8). Kural literatürde basit bir para politikası olarak yer almaktadır. Nitekim para politikası için önemli olan, bu kural ihtiyari ve kural politikaların arasındadır. Taylor Kuralı, kısa vadeli nominal faiz oranı ile enflasyon ve çıktı açığı arasındaki ilişkiye dayanmaktadır. Ayrıca literatürde kural *Merkez Bankası Faiz Reaksiyonu* olarak da yer almaktadır. Merkez bankasının ekonomide para arzını etkileyebileceği en güçlü yöntemlerden biri faiz oranını belirlemektir. Bu sebeple Taylor kuralı, MB'nin belirlediği faiz oranına giden karar verme sürecini açıklamaya çalışır.

Taylor ekonomide belirli ilkeler çerçevesinde kurala dayalı politikaların uygulanması gerektiğini savunarak, özellikle ekonomide başarılı bir dönem olan Greenspan döneminde alınan temel kurallara odaklanılması gerektiğini belirtmiş ve bu ilkeleri aşağıdaki maddeler halinde sıralamıştır (Overtveldt, 2008, s. 76);

- Para politikasının temelinde fiyat istikrarı yer almalı ve para politikası uygulayıcıları bu politika amacını gerçekleştirilmeye çalışılmalıdır.
- Ekonomide gerçekleşen enflasyon artışı faiz oranlarındaki artıştan daha düşük olmalıdır.
- Reel ekonomide para politikasının etkileri görülmelidir.
- MB piyasalarda bir likidite sıkışıklığı olması durumunda piyasaya likidite enjekte etmeli veya politika faizini düşürme yolunu seçmelidir.

- Para otoriteleri tarafından ekonomik performansın artırılması için gelecekteki belirsizlikler dikkate alınmalıdır.
- MB'leri para politikası için oluşturulan ekonometrik modelleri ve verileri kontrol ettikten sonra uygulama aşamasına geçmelidir.
- MB'nin uyguladığı para politikasının ekonomide etkili sonuçlar vermesi için diğer merkez bankaları ve uluslararası finansal kuruluşlar ile ilişki içinde olması gerektiğini ifade etmiştir.

Taylor (1993) kuralında, para piyasasında kısa vadeli nominal faiz oranında meydana gelen değişim; enflasyonun hedeflenen değerinden, üretimin ise potansiyel düzeyinden sapmasına göre belirlenmektedir. Taylor'a göre, enflasyonun hedeflenen değerini, çıktının ise potansiyel düzeyini aşmasının temel nedeni talep baskısı olarak ifade edilmektedir. Ekonomide meydana gelen talep baskısının önlenmesi konusunda ise nominal faiz oranlarının bir politika aracı olarak kullanılmasını tavsiye etmektedir (Astar, 2009, s. 17). Ayrıca ekonomide enflasyon oranı ve çıktı düzeyinde bir artış yaşanması durumunda MB politika faiz oranını arttırarak daraltıcı para politikası uygulaması gerektiğini savunur. Nitekim MB'nin böyle bir uygulamayı tercih etmesi ekonomide harcama ve yatırım oranlarını azaltırken, tasarruf oranlarında bir artışa yol açacaktır. Ekonomide yaşanan bu durum toplam talebi baskılayarak enflasyonist eğilimi azaltacaktır.

Hem enflasyon hem de üretim istikrarına yönelik MB'ler için en uygun para politikası kuralının, Taylor kuralıdır olduğu düşünülmektedir. Taylor'un reaksiyon fonksiyonunda yer alan enflasyon açığı katsayısı, enflasyon hedefi ile para politikası aracı olarak kullanılan değişken arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Nitekim üretim açığı katsayısı da nominal faiz oranı ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki ilişkileri ortaya koymaktadır (Aklan & Nargeleçekenler, 2008, s. 28).

Taylor (1993) çalışmasında, para politikasının ekonomide etkin işleyebilmesi için oluşturduğu modelde fiyatlar genel düzeyi ve üretim düzeyini bir fonksiyon şeklinde ifade ederek bu değişkenlerde yaşanan sapmaların ekonomide olumsuz sonuçlara yol açmadan nasıl işleyeceğini açıklamaya çalışmıştır. Taylor kuralı aşağıdaki şekilde formülize edilmiştir (Taylor, 1993, s. 202);

$$r = \pi_t + 0.5y + 0.5 (\pi_t - 2) + 2 \quad (3)$$

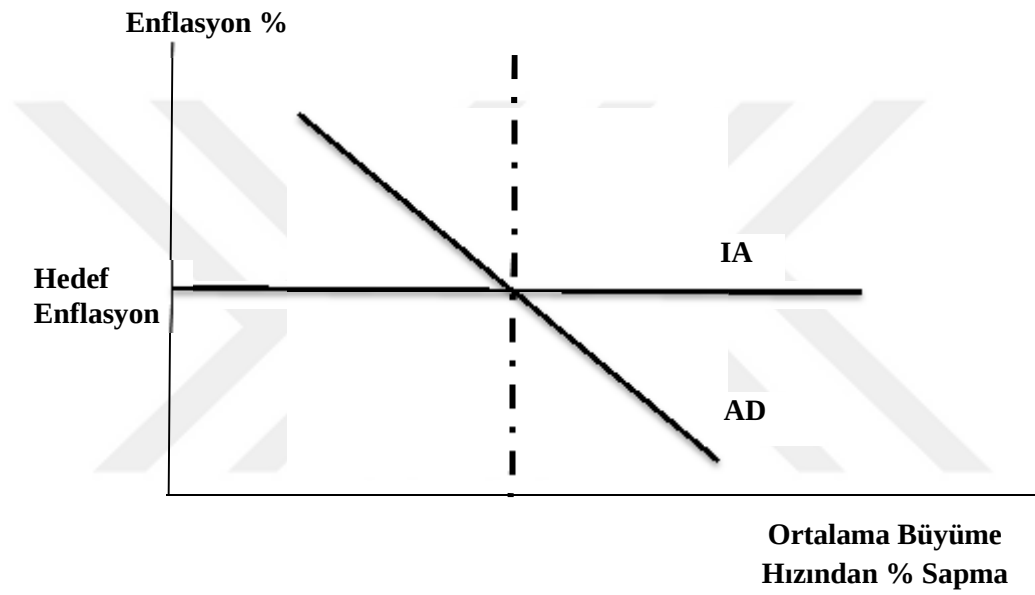
$$i_t = r + \pi_t + \alpha(\pi_t - \pi_t^*) + \beta(y_t - y_t^*) \quad (4)$$

(3) nolu denklemde r Federal faiz oranını (Federal Funds Rate), p dört çeyrek önceki enflasyonun oranını ve y ise gerçekleşen GSYİH'nin hedef veya potansiyel düzeyinde sapmasını ifade etmektedir. Taylor kuralında yer alan değişkenlerin açık bir şekilde ifade edildiği (4) nolu denklemde yer alan i_t ve r sırasıyla nominal ve reel faiz oranını, π_t ve π_t^* sırasıyla t dönemdeki gerçekleşen ve hedeflenen enflasyon oranını, y_t ve y_t^* sırasıyla t dönemdeki gerçekleşen ve potansiyel büyüme oranını, α (0.5) enflasyon tepki katsayısını ve β (0.5) çıktı açığı tepki katsayısını ifade etmektedir. Taylor (1993) oluşturduğu kuralda katsayı olarak Federal faiz oranını %2 ve enflasyon hedefinin %2 olduğu varsayımında bulunmuştur. Nitekim kuralda yer alan üretim açığı ve enflasyon açığının ABD ekonomisi için eş değer öneme sahip olduğunu belirterek kuraldaki iki değişkenin katsayılarını 0,5 olarak belirtmiştir. Özellikle kuraldaki 0,5 katsayısı Taylor tarafından büyük zaman simülasyon modellerinden çıkarılmış olup, daha sonraki araştırmalar daha büyük katsayıların kuralı daha istikrar sağlayıcı yapacağını göstermiştir. Ayrıca düzenleme katsayıları ile Taylor kuralı istikrar sağlayıcı özelliklere sahip olmuştur. Enflasyon yükselirse, kural reel faiz oranının yükseltilmesi gerektiğini ve GSYİH düşerse ise de reel faiz oranının düşürülmesi gerektiğini ifade etmektedir (Atılgan, 2009, s. 31).

Taylor kuralını incelediğimizde kuralın diğer para politikaları gibi karmaşık modellerin aksine basit bir para politikası kuralı olduğu gözlemlenmektedir. Basit bir para politikası olan ve daha çok MB'lerin üzerine odaklandıkları temel araçları arz etmesi Taylor kuralının en büyük avantajıdır (Plantier & Scrimgeour, 2002, s. 3-4). Ayrıca iktisat yazınında Taylor Kuralı'nın bu avantajına ilave olarak toplam talep eğrisinin temel eksikliklerinden birini de çözüme ulaştırdığı bilinmektedir. Faiz oranı aracılığı ile oluşan parasal çapa, Taylor'a geleneksel toplam arz-toplam talep (AD-AS) analizini yeniden tanımlama imkânını sunmuştur. Geleneksel analizde, toplam talep eğrisi para arzının (ya da iskonto oranının) sabit olduğu varsayımı ile çizilmekte, dolayısı ile para arzında yaşanan her bir değişim karşısında toplam talep eğrisi kaymakta ve bu durum yeni bir toplam talep eğrisinin oluşmasına yol açmaktadır. Lakin, para politikasının temel enstrümanı olan nominal faiz oranındaki değişimlerin, toplam talep eğrisinde kaymaya yol açmadan aynı toplam talep eğrisi üzerinde izlenebilmesi, analizi çok daha gerçekçi bir hale getirecektir. Bu durumu Taylor (1993) faiz haddi kuralı ile mümkün kılmaktadır. Ayrıca Taylor kuralının toplam arz eğrisi

üzerindeki etkisi ise çok daha radikaldir. Bunun sebebi olarak ise; artık toplam arz etkisine ihtiyaç duyulmaması gösterilmektedir.

Ekonomide makroekonomik dengenin sağlanması için sadece fiili enflasyon oranının bilinmesi yeterli olmaktadır. Nitekim toplam talep eğrisi, bir fiili enflasyon oranını milli gelir düzeyine tek başına dönüştürebilmektedir. Geometrik görüntü için, Taylor yatay bir “*Enflasyon Uyarlama Çizgisi* (Inflation-Adjustment Line- IA)” oluşturmuştur. Taylor’un oluşturmuş olduğu toplam talep-enflasyon uyarlama modeli aşağıda yer alan Şekil 7’te özetlenmektedir (Akat, 2004, s. 1-19).



Şekil 7. AD-IA Uzun Dönem Dengesi

Şekil 7’de yer alan yatay çizgi IA ortalama büyüme hızında sapmayı (hedeflenen enflasyonu), AD ise toplam talebi göstermektedir. Eğer ekonomide kural doğru tespit edilmişse; hedef enflasyona karşılık gelen enflasyonu uyarlama çizgisinin toplam talep eğrisini büyüme hızının ortalama büyüme hızına eşit olduğu noktada kesmektedir. Nitekim bu durum ekonominin uzun dönemde dengede olduğunu göstermektedir.

Taylor (1993) çalışmasında kapalı ekonomi modelini ele aldığı için modele döviz kuru değişkenini eklememiştir. Ayrıca Taylor 1987-1992 dönemi için ekonomide döviz kurunun sabit olup olmamasına bağlı olarak alternatif politika sistemleri uygulamıştır. Ekonomide yaşanan geçici ve sürekli şok durumlarında alternatif politikaların ekonomi üzerindeki etkilerini tek tek inceleyen Taylor uyguladığı politikaları enflasyonda, reel gelirden, harcama bileşenlerinde, ithalat ve ihracat

rakamlarındaki dalgalanmaları azaltmadaki başarılarına göre sınıflandırmıştır. Taylor 1993 çalışmasında uyguladığı analiz sonucunda ekonomide herkesin cevap aradığı sorulara karşılık şu cevapları vermiştir (Taylor, 1993b, s. 250);

- I. MB'lerin esnek döviz kuru uygulamalarını tercih etmeleri ekonomide enflasyon ve gelir istikrarının eş anlı sağlanması bakımından sabit döviz kuru uygulamalarına göre daha başarılı sonuçlar göstermiştir.
- II. MB'lerin faiz oranlarını kendi ülkelerindeki ekonomik koşullara bağlı olarak ayarlamayı tercih etmelidir.
- III. Ekonomide enflasyon ve reel gelire aynı önem verilerek oluşturulan bir para politikası kuralı sade bir fiyat kuralına göre daha iyi sonuçlar verecektir. Taylor (1993) çalışma sonucunu değerlendirdiğinde, esnek döviz kuru rejiminde uygulanan para politikası kuralının, her ülkenin içinde bulunduğu ekonomik şartlara göre belirlenmesi gerektiği sonucuna ulaşmıştır.

4.2. Geleneksel Taylor Kuralının Bileşenleri

Taylor kuralını oluşturan değişkenlerin tanımlanması, kuralın tahmininde farklı sonuçlarla karşılaşılması durumu açıklaması adına önemli bir konudur. Bu sebeple çalışmanın bu kısmında Taylor (1993) kuralında yer alan değişkenler irdelenecektir.

4.2.1. Taylor Kuralı ve Çıktı Açığı Bileşeni

Taylor kuralında yer alan ve önemli değişkenlerinden birisi olan çıktı açığı (output gap), cari üretim seviyesi ile potansiyel üretim (potential output) arasındaki fark olarak ifade edilmektedir. Çıktı açığı ekonomide oluşan fiyat baskılarını değerlendirme konusunda da tercih edilen önemli bir para politikası değişkenidir. Bu sebeple politika analizleri veya öngörü amacıyla kullanılan birçok makroekonomik model için potansiyel üretimin¹² tahmin edilmesi önemli bir konudur¹³. Türkiye ekonomisini ele alan çalışmalarda da para politikasının önemli bir belirleyicisi olarak çıktı açığı ön plana çıktığı görülmektedir.

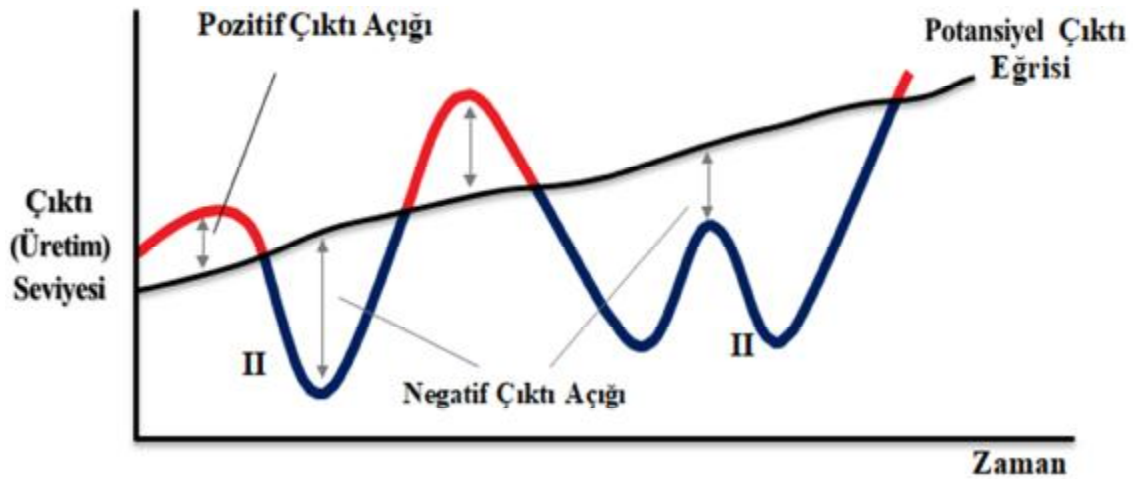
Aklan ve Nargeleçekenler (2008) çalışmalarında TCMB'nin para politikalarının hangi değişkenler tarafından etkilendiğini ortaya koymayı amaçlamış ve

¹² Ekonominin uzun dönemli üretim eğilimini gösteren ve gözlenemeyen bir değişkendir.

¹³ Bkz. Clarida ve diğ. (1998a, 1998b). Para politikası kuralları açısından çıktı açığının önemine çalışmalarında yer vermişlerdir.

bu kapsamda Taylor kuralını tahmin etmişlerdir. Çalışmada çıktı açığı, kur açığı ve enflasyon açığı verileri açıklayıcı değişkenler olarak kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, çıktı açığı ve enflasyon açığı değişkenlerinin faiz oranlarının belirlenmesinde önemli etkiye sahip olduğu, ancak döviz kuru değişimlerinin uygulanan dalgalı döviz kuru rejimi ile tutarlı olacak şekilde faiz oranlarının belirlenmesinde ciddi bir etki yaratmadığı sonucunu tespit etmişlerdir. Ögünç & Sarıkaya (2011)'de Bayesyen yaklaşımla yaptıkları çalışmalarında reel üretim düzeyinin potansiyel üretim seviyelerinden sapmaları ifade eden çıktı açığını tahminde bulunmuşlardır. Çalışma sonucunda özellikle 2009 krizi karşısında dip yapan üretim seviyesinin 2010 yılının üçüncü çeyreğinde dahi potansiyel üretim seviyesine ulaşamadığı görülmüş ve ilgili dönemde enflasyonun aşağı yönlü bir seyir izlediği bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmalarında para politikalarının belirlenmesinde önemli bir değişken olan ve toplam talep bileşenlerini ifade eden çıktı açığının para otoriteleri tarafından yakından takip edilmesi gerektiğini vurgulamışlardır.

Potansiyel üretim ve üretim açığının belirlenmesinde kullanılan Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla, sürekli bileşeni olan potansiyel üretim ve devresel bileşeni olan üretim açığının toplamı olarak ifade edilebilir. Ayrıca gözlenemeyen bir bileşen olarak potansiyel üretim ekonominin arz yönündeki uzun dönem eğilimini, devresel bileşen olan çıktı açığı ise talep yönündeki kısa dönemli dalgalanmaları göstermektedir (Demir, 2002, s. 1-3).



Şekil 8. Çıktı Açığı

Şekil 8’de yeralan grafikte görüldüğü gibi eğrinin birbirlerine göre konumlarına bağlı olarak çıktı açığı **pozitif** ya da **negatif** değerler alabilmektedir. Gerçekleşen çıktı eğrisinin potansiyel çıktı eğrisinin üzerinde olduğu alanlarda "**pozitif çıktı açığı**" bulunmaktadır. Pozitif çıktı açığı, talep fazlalığı nedeniyle ekonominin kapasitesinin üzerinde çalıştığını göstermektedir. Ayrıca pozitif çıktı açığı MB’larınca artan talep yönlü enflasyonist baskıya ilişkin bir işaret olarak değerlendirilmektedir. Gerçekleşen çıktı eğrisinin potansiyel çıktı eğrisinin altında kaldığı alanlarda ise "**negatif çıktı açığı**" bulunmaktadır. Ekonomideki zayıf talepten kaynaklanan arz fazlalığını ya da âtil kapasiteyi ifade etmek için negatif çıktı açığı kavramı kullanılmaktadır. Grafikte yer alan I. bölgede de görüldüğü gibi negatif çıktı açığı merkez bankalarınca deflasyonist baskıya (aşağı yönlü fiyat baskısı) ilişkin bir işaret olarak kabul edilmektedir. Enflasyon oranının sürekli beklentilerin altında gerçekleşmesi, politika yapıcılarını deflasyonist baskılara karşılık olarak ekonominin potansiyel büyüme seviyesine ulaşması için genişletici politikalar uygulamaya yönlendirmektedir(www.tcmb.gov.tr).

Cari üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyinden sapmasının yani üretim açığının ölçülmesi konusunda kural birtakım zorluklarla karşı karşıyadır. Bu nedenle çıktı açığının ölçülmesi konusunda literatürde yer alan birçok teknikten bahsetmek mümkündür. Literatürdeki çeşitlilik temel olarak; istatistiksel, yapısal ve yarı-yapısal (melez) teknikler olarak üç grupta ele incelenebilmektedir (Astar, 2009, s. 40). Birinci grupta GSYİH verilerinden yararlanılarak potansiyel çıktı verileri elde edilebilmektedir. Bu kategoride yer alan ve en çok tercih edilenler uygulamalar ise; lineer zaman trendi ve Hodric Precott gibi filtreleme yöntemleridir¹⁴. İkinci grupta yer alan yaklaşımda ise potansiyel çıktının ve dolayısıyla üretim açığının oluşturulmasında iktisat teorisinden faydalanılmaktadır. Bu gruba verilebilecek en iyi örneklerinden birisi Cobb-Douglas üretim fonksiyonudur. Son grupta yer alan karma yaklaşım da ise genellikle ekonominin arz yönünü, iş çevrimleri ile ilgili teoriler birlikte değerlendirilmektedir. Bu uygulamada en çok tercih edilen teknikler ise; yapısal vektör otoregresyon modelleri olan Beveridge-Nelson yöntemi ve Cochrane yöntemidir (Ongan, 2004, s. 34-35).

Taylor (1993) çalışmasında potansiyel üretimi tahmin edebilmek için gerçekleşen üretime zamana bağlı bir trend denklemi uygulamıştır.

¹⁴ 5. Bölümdeki Analiz ve Yöntem kısmında bu filtreleme yöntemleri açıklanacaktır.

4.2.2. Taylor Kuralı ve Enflasyon Bileşeni

Taylor ve benzeri kurallarda hangi fiyat endeksinin kullanılacağı ve enflasyon periyodunun ne olacağı konularında halen bir fikir birliğine varılamamıştır. Enflasyonu ölçme yöntemi ve sonucu enflasyon hedeflemesinin tahmini açısından önemli bir konudur. Özellikle seçilen enflasyon oranının kamuoyu tarafından kolayca anlaşılması ve şeffaf olması gerekir. Taylor (1993) çalışmasında ABD ekonomisi için enflasyonu hesaplarken GSMH deflatörünün yıllık değişimini dikkate almıştır. Ayrıca 1993 yılında günümüze kadarki süreçte yapılan çalışmalar incelendiğinde ise farklı fiyat endeksleri de kullanıldığı görülmüştür.

Enflasyon oranının ölçümünde, farklı birçok endeks çeşidi kullanıldığı bilinmektedir. Fakat Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ya da bu endeksin bir bölümünü oluşturan çekirdek (temel) enflasyon göstergeleri politika faizini belirleme kuralında yer alan enflasyon hedefi için en çok tercih edilen değişkenlerdir. Özellikle TÜFE'nin tercih edilme sebebi MB'nin bu değişken üzerinde yönlendirme etkisinin az olmasıdır.

Kozicki (1999) çalışmasında, Taylor kuralını ABD ekonomisi için test etmek amacı ile tüketici fiyat endeksi (TÜFE), GSMH deflâtörünün yıllık değişimleri, çekirdek enflasyonu ve özel sektörün enflasyon beklentileri olmak üzere dört farklı enflasyon değişkeni kullanmış ve her değişken için bulduğu politika faiz oranı sonuçlarını karşılaştırmıştır. Enflasyon beklentisi değişkeninin eklendiği modeldeki sonuçlarının daha tutarlı olduğunu tespit etmiştir (Kozicki, 1999, s. 8).

Kahn (2010) çalışmasında Taylor modelindeki enflasyonun farklı şekillerde alınabileceğini ve modele dâhil edilen her farklı enflasyon çeşidinin modele bazı avantaj ve dezavantaj sağlayacağını göstermiştir. Çalışma enflasyonun çekirdek enflasyon olarak modele dâhil etmek modeldeki dalgalanmaları azaltarak modeli daha istikrarlı hale getirirken, GSYİH deflatörünün tercih edilmesi modeldeki sonuçların gerçek değerinden uzaklaşmasına sebep olduğunu göstermiştir (Kahn, 2010, s. 95-98).

Enflasyonu belirleyen faktörler arasında ekonomik aktörlerin enflasyon beklentileri önemlidir. Enflasyon beklentilerinin ölçülmesi konusunda literatürde üç önemli yöntem yer almaktadır. Bu yöntemlerden ilki hanehalklarının, finans ve reel sektör temsilcilerinin ve ekonomistlerin beklentilerini doğrudan sorulması ile oluşturulan, MB ve diğer kuruluşlar tarafından düzenlenen beklenti anketlerinden oluşmaktadır. Bu anketler aracılığı ile enflasyonun gelecekteki seyrine ilişkin rakamlar vermeleri talep edilebilmektedir. İkinci yöntem, enflasyona endeksli devlet tahvilleri

yardımları ile gelecekteki enflasyon beklentileri hesaplanır. Bu yöntem aracılığı ile normal bir tahvilin getirisi ile enflasyona endeksli tahvilin getirisi arasındaki fark karşılaştırılmakta ve elde edilen fark enflasyon beklentisini oluşturmaktadır. Üçüncü yöntemde ise; enflasyon beklentileri ücret pazarlıkları aracılığı ile hesaplanmaktadır. Çalışanlar ve işverenler arasındaki ücret konusunda yapılan görüşmeler, tarafların kontratın geçerli olacağı döneme ilişkin beklentileri yansıtmaktadır. Fakat bu noktada beklentilerin ücret ödeme kabiliyeti ve verimlilik gibi diğer faktörlerden etkilenmediği unutulmamalıdır (Parasız ve Ekren, 2015, s. 507).

Enflasyon beklentilerinin ölçülmesinde kullanılan yöntemlerin kendine özgü avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Örneğin; piyasadan elde edilen göstergeler enflasyon beklentileri dışında risk primi gibi farklı piyasa faktörlerini de yansıtabilmektedir. Ayrıca anket yönteminden elde edilen beklenti verileri de enflasyonun türüne göre (TÜFE, ÜFE, çekirdek enflasyon vs.) farklılık gösterebilmektedir.

TCMB, 2001 yılı Ağustos ayından itibaren yürüttüğü “Beklenti Anketi” ile finans ve reel sektör temsilcilerinin beklentilerini ölçmektedir. Her ayın birinci ve üçüncü haftalarında olmak üzere ayda iki kez uygulanan anket aracılığı ile katılımcılara beklentileri sorulmakta ve anket sonuçları TCMB elektronik veri dağıtım sistemi aracılığı ile kamuoyuna duyurulmaktadır.

4.2.3. Taylor Kuralı ve Denge Faiz Oranı

Taylor kuralında politika faiz oranı hesaplanırken denklemde yer alan faiz değişkeni için federal fon oranı, nominal¹⁵, reel¹⁶ ve gecelik faiz oranları olmak üzere birçok farklı faiz oranı kullanılabilir.

Literatürde faiz oranlarının para politikası aracı olarak kullanılması daha çok kapalı ekonomi kapsamında gelişmiştir (Taylor, 1993; Ball, 1997; Svensson, 1997). Taylor (1993) çalışmasında, kuralı tahmin ederken fiyat hareketlerinden arındırılmamış nominal faiz oranını kullanmıştır. Taylor’un çalışmasında nominal faiz oranını tercih etmesinin temel sebebi MB tarafından kolaylıkla kontrol edilebiliyor olmasıdır (Taylor, 1993, s. 203).

¹⁵ Piyasadaki cari faiz oranıdır.

¹⁶ Nominal faizin enflasyondan arındırılmış halidir. Teknik olarak, nominal faiz oranından hedeflenen enflasyon oranının çıkarılması ile bulunur.

Taylor kuralında nominal faiz değişkeni kadar denge faiz oranı kavramıda önemlidir. Bu kavram uzun dönemde ekonomide potansiyelin üzerinde üretim gerçekleşiyor ve enflasyon oranı fiyat istikrarı ile uyumlu ise o andaki piyasada geçerli olan faiz oranı olarak tanımlanmaktadır. Denge faiz oranı toplam çıktı miktarını potansiyel çıktıya eşitler ve bu durum çıktı açığının azalmasına yol açmaktadır.

Ayrıca MB faiz oranında yapacağı değişiklikler ile enflasyon üzerinde de etkisini dört kanaldan gösterebilmektedir. Bu etkileri;

1. Merkez bankasının, faiz oranlarında yaptığı bir değişikliğin, diğer banka ve finans kurumlarının uyguladıkları faizler üzerinde etkili olması,
2. Piyasa faiz oranlarının, aynı zamanda bankalardan alınan kredi miktarının ve hisse senedi, döviz gibi varlıkların fiyatlarının değişimine yol açması,
3. Faiz oranlarına ilişkin kararların yurt içi faiz oranları seviyesi ve uluslararası faiz oranları arasındaki göreceli ilişkiyi ve ülkeye gelen yabancı sermayeyi etkilemesi,
4. Faiz oranlarına ilişkin kararların aynı zamanda beklentileri, beklentilerin de ileriye dönük kararları etkilemesi şeklinde sıralamak mümkündür (TCMB, 2004, s.12).

Fakat MB'lerin faiz oranlarında yapacağı değişikliğe karşı ekonomilerin uyum sağlaması her zaman kolay bir şekilde gerçekleşmemektedir. Nitekim etki kanallarından bazıları etkisini diğerlerinden daha erken gösterebilir. Ayrıca politika değişikliklerinin sözleşmelere ne kadar zamanda yansıtacağı, bireylerin tüketimdeki alışkanlıklarını ne kadar zamanda değiştireceği gibi bazı unsurlarda bu kanalların etkinliğini belirleyebilmektedir.

4.3. Hedeflenen ve Hedeflenen Açık Değişkenleri İçeren Taylor Kuralı

Geleneksel Taylor kuralı politika kararları sonucunda meydana gelen faiz oranının hareketlerini tam anlamı ile açıklamadığı için kuralın genişletilmesi gerektiği tartışmaları devam etmiştir. Bu nedenle geleneksel Taylor kuralının genişletilmesi ve ekonomilere uyarlanması, MB'lerin özellikle son dönemde uyguladıkları faiz politikalarının anlaşılması konusunda kolaylık sağlayacaktır.

Literatürde faiz ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde Taylor (1993)'in çalışmasının baz alındığı, bağımsız değişken olarak ise enflasyon ve çıktı açığının

geçikmeli değerlerinin kullanıldığı gözlemlenmiştir¹⁷. Hedeflenen ve hedef değerler ilave edilmiş Taylor kuralı ise faiz tepki fonksiyonunda yer alan ilgili değişkenlerin gelecek dönemdeki (hedeflenen ve hedef) değerlerini kapsamaktadır. Bu kural Taylor kuralının özel bir versiyonudur. Nitekim gelecek dönemde oluşacak enflasyonu tahmin etmek için, enflasyonun gecikmeli değeri ve üretim açığının gecikmeli değerinin fonksiyonda kullanılması anlamlı sonuçların elde edilmesine yardımcı olacaktır (Clarida vd., 2000, s. 149).

Taylor (1993) kuralına göre faiz politika modellerinde elde edilen katsayılar politika yapıcılar için her zaman yeterli değildir. Ayrıca geçmiş dönem verilerinde veya herhangi bir baz alınan döneme göre oluşturulan modellerin katsayıları politika yapıcıların öngörülerinde eksikliğe yol açabilmektedir. Halbuki faiz fonksiyonunda yer alan ilgili değişkenlerin bugünkü ve gelecekteki değerleri göz önüne alınarak fonksiyona eklenmesi, MB'larını geniş bir veri seti ile karşı karşıya bırakacak ve Klasik Taylor kuralının ekonomideki etkinliğini arttıracaktır (Clarida vd., 2000, s. 151). Clarida ve arkadaşları (2000) tarafından tanımlanan (5) nolu faiz kuralı fonksiyonuna bakıldığında;

$$i_t^* = i^* + \beta(E\{\pi_{t,k}|\Omega_t\} - \pi^*) + \gamma E\{x_{t,q}|\Omega_t\} \quad (5)$$

Yukarıda yer alan faiz fonksiyonunda i_t^* ekonominin t döneminde bekleyişlerin ekli olduğu nominal faiz oranını, i^* ise ilgi dönemdeki arzulanan nominal faiz oranını temsil etmektedir. Fonksiyonda yer alan diğer değişkenlere bakıldığında ise $\pi_{t,k}$ fiyat düzeyinin t döneminde t+k dönemine kadar ki değişimini, π^* ise hedeflenen enflasyon düzeyini temsil etmektedir. Ayrıca $x_{t,q}$ t döneminde t+q dönemine kadar olan süredeki çıktı açığında meydana gelen değişimi göstermektedir. Denklemden yer alan E beklenen değeri ve Ω_t ise $r_t^* = r^*$ eşitliğini sağlayan veri setini temsil etmektedir. Böyle bir durumda hedeflenen faiz oranı hedeflenen faiz oranına eşit olacaktır. (5) nolu denklem, ekonominin herhangi bir t döneminde bekleyiş ekli hedeflenen faiz oranı, hedeflenen enflasyon oranı ile hedeflenen enflasyon oranı arasındaki fark ile hedeflenen üretim açığı ve hedeflenen faiz oranı değişkenlerine bağlıdır. Nitekim bu faiz fonksiyonuna göre hedeflenen enflasyonun hedeflenen enflasyondan büyük çıkması ve üretim açığı bulunmaması durumunda, MB'lerin bekleyişlerin dahil olduğu hedeflenen

¹⁷ Konu ile ilgili Woodford (2001), Orphanides ve Wieland (2000) ve Orphanides (2004) çalışmaları örnek olarak gösterebilmektedir.

faiz oranını yukarı yönlü ayarlamaları gerekecektir. Ekonomide beklenen enflasyonun hedeflenen enflasyona eşit olduğu ve üretim açığının olmadığı durumda $i_t^* = i^*$ denge şartı sağlanacaktır.

4.4. Dışa Açık Ekonomilere Uyarlanmış Taylor Modeli

Merkez Bankarı ekonomide uyguladıkları politikalarla hiçbir zaman enflasyon ya da fiyat gibi tek bir amacı tercih etmemiştir. MB'leri ekonominin içinde bulunduğu konjonktüre göre enflasyon ve fiyat istikrarı amacının yanında döviz kurları ve faiz oranları gibi değişkenleri de amacına dahil etmektedir (Bernanke & Mishkin, 1992, s. 185-187).

Taylor (1993) çalışmasında kapalı ülke modelini ele aldığı için çalışmaya döviz kuru değişkenini eklememiştir. Fakat Taylor dış ticaretin milli gelir içindeki payının göreceli olarak yüksek olduğu düşünülen ekonomilerde, kurda meydana gelen dalgalanmalar ile enflasyon arasında daha güçlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilebileceğinden, döviz kurunun formülde yer almasının uygulamada bazı avantajlar sağlayacağını kabul etmektedir. Kuralın dışa açık ekonomilerde uygulanabilmesini sağlamak amacı ile ilk olarak Ball (1999a) çalışmasında modele bağımsız değişken olarak döviz kuru değişkenini eklemiştir. Ball çalışmasında, açık ekonomilerde de Taylor kuralının geçerli olabileceğini göstermiştir. Döviz kuru değişkenini eklediği modeli incelediğimizde;

$$i_t = r + \pi_t + \alpha(\pi_t - \pi_t^*) + \beta(y_t - y_t^*) + \gamma(e_t - e_t^*) \quad (6)$$

(6) nolu denklemde e_t ve e_t^* sırasıyla t dönemdeki gerçekleşen ve denge döviz kurunu, γ ise kur tepki katsayısını temsil etmektedir. Genişletilmiş Taylor kuralı olarak ifade edilen bu denklemde kur tepki katsayısı, enflasyon ve çıktı açısından farklı özelliklere sahiptir. Ülke parasının değerinde yaşanan bir artış enflasyonist baskıları azaltacağından faiz oranları düşürülmekte, ülke parası değer kaybettiğinde ise enflasyonist baskıların artmasına bağlı olarak yükseltilmektedir. Ayrıca döviz kurunda yaşanan bir artış ulusal paranın aşırı değerlenmesi olarak kabul edildiğinde, politika faiz oranının t dönemindeki döviz kuruna vereceği tepki katsayısının sıfırdan küçük olması beklenilir ($\gamma < 0$). Nitekim ulusal paranın değer kazanması durumunda, enflasyon oranı ve buna bağlı olarak da faiz oranı düşmektedir.

Bu bağlamda açık ekonomi, kapalı ekonomiden farklı olduğu bilinir. Açık ekonomide döviz kuru davranışı, dışsal şokların etkilerini içerdiği için önemlidir (Clarida vd.,1998, s. 5; Ball, 1999, s. 13). Dahası, dışa açık ekonomiler de tüketici fiyatlarına göre enflasyonu, enflasyon ölçümünde üretim deflatörünün değişiminden daha iyidir. Fakat uygulamada, enflasyon hedeflemesini uygulayan merkez bankaları, tüketici fiyatları üzerindeki farklılığa bağlı olan enflasyonu ölçmeyi seçmiştir (Leith & Wren-Lewis, 2009, s. 45).

Clarida ve diğerleri (1998), küçük açık ekonomiler için optimal parasal politika kurallarını elde etmek amacıyla Taylor (1993) tarafından türetilen politika tepki fonksiyonunda düzenlemeler yapmışlardır. Clarida ve arkadaşlarına göre politika faiz oranının belirlenmesini etkileyen enflasyon ve üretim kadar önemli (reel döviz kuru gibi) değişkenler de olabilmektedir. Örneğin; bazı ekonomilerde MB'ler parasal kontrolü tamamen bırakmazlar, uygun bazı sınırlar içerisindeki döviz kurunun da dahil olduğu para politikalarını takip ederler. Bu bağlamda, döviz kurunda meydana gelen bir hareketlilik enflasyon ve üretime ek olarak diğer makro ekonomik değişkenleri etkileyebilmektedir.

Ball (1999)'a , ülkelerin finansal piyasalarında oluşan reel aşınma paylarına karşılık olarak faiz oranlarını artırma eğiliminde bulundukları gerçeğini hesaba katarak orijinal Taylor Kuralı fonksiyonuna reel döviz kurunu değişkenini eklemiş ve açık ekonomiler için Taylor kuralının uygulanabileceğini ifade etmiştir.

Obsfeld ve Rogoff (2005) çalışmalarında döviz kuru değişkenini faiz oranı tepki fonksiyonuna dâhil ederken döviz kuru için belirlenen hedef değeri satın alma gücü paritesi (purchasing power parity) ile temsil etmiş ve kurda meydana gelen hareketlerin politika faiz oranı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda elde ettiği verilerden hareketle döviz kurunun satın alma gücü paritesinden sapması durumunda faiz oranında değişiklik yapılmamasını, bir değişiklik yapılması durumunda ise enflasyon ve çıktı düzeyinde bozulmalar meydana geleceğini savunmuşlardır.

Ayrıca Chicago FED Başkanı Charles Evans Taylor kuralının temelde enflasyonu düşürmeye yönelik bir para politikası olduğu ve bugünkü resesyon döneminde bu kuralı tekrardan revize edilmesi gerektiğini gündeme getirmiştir. Evans, ekonomideki 'Okun Yasası'na atıfta bulunarak (çıktı açığındaki 1 puanlık fark, işsizlik ve doğal işsizlik oranı arasındaki 1 puanlık farka eşittir) esasında yola çıkarak, dışa açık ekonomiler için revize edilen Taylor kuralına çıktı açığı yerine işsizlik oranının dâhil edilmesini önermektedir.

4.5. Taylor Kuralı ve Seçilmiş Ülke Ekonomilerini Ele Alan Literatür Taraması

Literatürde Taylor kuralının ülkelere göre geçerliliğini test etmek amacı ile yapılmış çeşitli ampirik çalışmalar bulunmaktadır. Kuralı test etmek için yapılan çalışmalar incelendiğinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olmak üzere iki gruba ayrıldığı gözlemlenmiştir. Çalışmanın bu bölümünde Taylor kuralı için yapılan çalışmaları irdelenecektir.

1990'lı yıllardan başlayarak günümüze kadar devam eden süreçte Taylor kuralı iktisat yazını için önemli olmuştur. Taylor (1993) çalışmasında α ve β katsayılarını belirlemek için ekonometrik bir yöntem kullanmamış, sadece öngörülerini ile bu katsayıları belirlemiştir. 1993 yılından günümüze kadar yapılan çalışmalarda bu katsayıların ülkelere, kullanılan veri ve yönteme göre değiştiği gözlemlenmiştir. Taylor politika kuralı denklemi ABD ekonomisi için uygulandığında ise kuraldaki katsayıların ilgili dönemdeki cari para politikasına şaşırtıcı bir şekilde uyarak para politikası kuralını makul bir şekilde açıkladığını göstermiştir (Taylor, 1993:202). Yapılan çalışmalar incelendiğinde Taylor kuralı ilgili ülkenin uyguladığı dönem ve ekonometrik yöntem bakımından çeşitlilik göstermesi çok sayıda ülke ve ülke grupları için test edilme imkânı sağladığını göstermektedir.

Mehra (1994) çalışmasında, ABD ekonomisini 1954-1979 ve 1979-1992 yılları olmak üzere iki farklı döneme ayırarak, Taylor kuralının ilgili dönemlerde geçerliliğini test etmiştir. Mehra çalışmasında enflasyon, reel GSYİH ve federal fon faiz oranı değişkenlerini kullanarak EKK yöntemi ile tahminde bulunmuştur. Analiz sonucunda 1954-1979 döneminde politika faiz oranının enflasyon açığı ve çıktı açığındaki gelişmelere tepki vermediği, 1979-1992 döneminde ise daha hassas olarak tepki verdiği tespit edilmiştir.

Drew ve Hunt (1998) de yüksek enflasyon problemi yaşayan Yeni Zelanda ekonomisini VAR yöntemi kullanarak incelemişlerdir. Çalışma sonucunda elde ettikleri bulgular doğrultusunda Taylor kuralı ve enflasyon hedeflemesi kurallarını hâsıla açısından karşılaştırma yapmışlardır. Sonuç olarak ise Yeni Zelanda ekonomisinde Taylor kuralının daha düşük hâsıla dalgalanması açısından başarılı bulmuşlardır.

Monticelli ve Tristani (1999) çalışmalarında 1978-1997 dönemi için Almanya, Fransa ve İtalya ekonomilerinde Taylor kuralının geçerliliğini reel faiz oranı, enflasyon ve çıktı açığı verilerini kullanarak VAR metodolojisi ile test etmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular faiz oranının, çıktı açığında meydana gelen birçok şoka

çok az tepki verdiğini fakat enflasyon açığı ile çıktı çığı arasında çok güçlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Ayrıca ilgili dönemde üç ülkede de Taylor kuralının geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Taylor (1998) yılında ABD ekonomisi için politika kuralının geçerliliğini 1879-1914, 1960-1979 ve 1986-1997 dönemi olmak üzere üç farklı gruba ayırarak test etmiştir. Çalışmada enflasyon, GSYİH ve federal fon oranı verilerinden faydalanarak EKK tahmini yapmıştır. Tahmin sonucunda elde ettiği katsayılar, 1879-1914 dönemi için kuralın geçerli olmadığını, 1960-1979 döneminde ise elde ettiği katsayıların 1'den küçük olduğu yani politika faiz oranının enflasyon ve çıktı açığından çok az etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca 1986-1997 döneminde elde ettiği katsayılar politika faiz oranının enflasyon ve çıktı açığında meydana gelen hareketliliklere karşı duyarlı olduğunu ortaya koymuştur.

Clarida vd. (1999), 1979-1990 dönemlerini içeren üçer aylık gecikmeli faiz oranı veriler ile ABD, Almanya, Japonya, Fransa, İtalya ve İngiltere gibi çeşitli gelişmiş ülke örneklerini ele almışlardır. Yaptıkları çalışma sonucunda elde ettikleri bulgular Taylor Kural'ının merkez bankasının belirlediği araç kural doğrultusunda geçerli olduğu sonucunu saptamışlardır.

Kozicki'nin (1999) çalışmasında ise farklı dönem olmak üzere 1983-1997 dönemi verilerini ele almış ve faiz oranı değişkeni olarak ise federal fon oranı verisi kullanmıştır. Kozicki çalışmasında EKK yöntemi uygulamış ve çalışma sonucunda elde ettiği katsayıların Taylor kuralındaki katsayılara benzer sonuçlar bularak Taylor kuralının ilgili dönem için ekonomide geçerli olduğu yorumunu yapmıştır.

Gerlach ve Schabel (2000) de 1990-1998 dönemi için Euro Bölgesinde (Avrupa Birliğine üye Avusturalya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Almanya, İrlanda, İtalya, Hollanda, Portekiz, Fransa, Lüksemburg ve İspanya ekonomisi için) Taylor kuralının geçerliliğini test etmişlerdir. Çalışmada üçer aylık TÜFE, GSYİH, nominal döviz kuru ve reel faiz oranı verilerinde faydalanılarak GMM yöntemi ile tahminde bulunulmuştur. Analiz sonucunda 11 ülke içi elde edilen katsayıların Taylor (1993) çalışmasındaki katsayılar ile benzer olduğu tespit edilerek bu ülkelerde kuralın geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Nelson (2000) Birleşik Krallık için 1972-1997 dönemi için üçer aylık ve aylık veriler olmak üzere iki şekilde EKK yöntemi uygulamıştır. Nelson yaptığı çalışma sonucunda çıktı açığı ve enflasyon açığı katsayılarının Taylor'un 1993 çalışmasındaki bulduğu katsayılarla benzer olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Batini vd. (2001), Birleşik Krallık için Taylor kuralının geçerliliğini 1981-1998 dönemi ücret göstergesi, nominal faiz oranı, döviz kuru ve üretim gösterge değişkenin üçer aylık veriler ile test etmiştir. İlgili dönemde yapılan çalışma sonucunda Taylor kuralının kapalı ekonomilerde faiz oranını kontrol etmek için uygun olduğu yorumunu getirmişlerdir.

Gascoigne ve Turner (2003) de İngiltere ekonomisi için 1997-2003 dönemi aylık verileri yardımı ile sıralı logit- probit yöntemi ve iki değerli tercih yöntemini kullanarak iki farklı yöntem ile Taylor kuralının geçerliliğini tahmin etmişlerdir. Çalışmada sonucunda elde edilen bulgular, İngiltere Merkez Bankasının oluşturduğu politikaların Taylor kuralına uygun olmadığını göstermiştir.

Hsing (2004) de 1979-2002 dönemi için Taylor (1993) kuralına döviz kuru ve borsa endeksi değişkenlerini ekleyerek kuralın Japonya ekonomisinde geçerli olup olmadığını test etmiştir. Yöntem olarak VAR analiz yöntemi seçilmiştir. Analiz sonucunda politika faiz oranının çıktı açığı ve enflasyon açığındaki şoklara çok az, döviz kuru ve borsa endeksinde meydana gelen şoklara karşı ise aşırı tepki verdiği savunulmuştur. Ayrıca analiz sonucunda elde edilen politika faiz oranının çok düşük bir değer olması Taylor kuralının Japonya ekonomisinde geçerli olmadığı göstermiştir.

Fung (2005) çalışmasında ise Dominik Cumhuriyeti MB'nin politika tepki fonksiyonuna döviz kuru değişkenini ekleyerek genişletilmiş Taylor kuralına dayalı bir politika izlenip izlenmediğini tahmin etmiştir. 1970 ve 1998 yılları arasındaki veriyi hata düzeltme modeli ile inceleyen Fung çalışma sonucunda politika yapımcılarının 1970-1984 yılları arasında sistematik bir politika izlemediğini, 1984-1998 yılları arasında muhakemeye dayalı bir politikadan çok istikrara yönelik sistematik bir politika izlediği sonucuna ulaşmıştır.

Iklağa (2008) de Nijerya ekonomisinde 1999-2007 dönemi için Taylor kuralını VAR yöntemi ile tahmin etmiştir. Analiz sonucunda Taylor kuralının Nijerya merkez bankasının hareketlerini iyi bir şekilde açıkladığını ve gelecekteki politika uygulamalarını yönlendirmek açısından kuralın faydalı olacağı iddiasında bulunulmuştur.

Moura ve Carvalho (2010) çalışmalarında yedi Latin Amerika ülkesi (Şili, Kolombiya, Peru, Meksika, Brezilya, Arjantin ve Venezuela) için Taylor tipi politika kuralının geçerliliğini incelemişlerdir. Çalışmalarında 1999-2008 dönemi için yedi ülkeyi üç gruba ayırarak, Newey West standart hata tahmincisi ve EKK yöntemi ile tahmin etmişlerdir. İlk grupta bulunan Meksika ve Brezilya'nın enflasyon

hedeflemesine istekli, ikinci grupta bulunan Şili ve Peru'nun ilk gruptaki ülkeler kadar olmasa da enflasyon hedeflemesi ile ilgili oldukları görülmüştür. Üçüncü gruptaki ülkeler olan Arjantin, Kolombiya ve Venezuela'nın ise enflasyondaki değişiklikler karşısında nominal faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmedikleri, enflasyon hedeflemesi ile ilgilenmedikleri sonuçlarına ulaşılmıştır.

Bunzel ve Enders (2010) da 1965- 2007 dönemi için ABD merkez bankasında Taylor kuralının geçerli olup olmadığını doğrusal ve doğrusal olmayan modeller kapsamında incelemişlerdir. Doğrusal olmayan modelin tahmininde Threshold Auto Regressive Model- TAR yöntemi tercih edilmiştir. Çalışmanın tahmin sonuçlarına bakıldığında ise ABD merkez bankası reaksiyon fonksiyonunun doğrusal olmadığı tespit edilerek, MB'nin yüksek enflasyonun yaşandığı dönemlerde düşük enflasyon dönemlerine kıyasla politika faiz oranının daha aktif tepkiler verdiği ve negatif üretim açığı durumunda pozitif üretim açığına kıyasla daha etkin tepkiler verdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Elston (2013) çalışmasında Avusturya MB'nin 1996-2013 döneminde uygulanan para politikasının Taylor kuralına göre yürütülüp yürütülmediğini bu dönemde görev yapmış MB başkanları ile birlikte araştırmıştır. Çalışmada EKK tahmin yöntemi kullanılmış ve reel faiz oranının Taylor kuralında belirtilenden farklı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Merkez bankası başkan Stevens döneminde para politikasının Taylor kuralına daha yakın olduğu ve tüm döneme ve Başkan Macfarlane dönemine göre bir kıyaslama yapıldığında bu dönemdeki katsayıların çok daha anlamlı çıktığı ifade edilmiştir. Ayrıca enflasyon ve üretim düzeyinin gecikmeli değerlerinin modele eklenmesinin analiz sonuçlarında önemli bir değişikliğe yol açmadığını göstermiştir.

Taylor'un önermiş olduğu para politikası kuralı literatürde yer alan çalışmalar (farklı ülke ve dönemler kapsamında) doğrultusunda detaylı bir şekilde incelenmiştir. Taylor (1993) de ABD ekonomisi için yapmış olduğu çalışmanın sonucunda esnek döviz kuru rejiminde uygulanacak para politikası kuralının, fiyatlar genel seviyesi ile birlikte üretim istikrarını da dikkate alınması gerektiğini belirtmiştir. Ayrıca her bir ülkenin uygulayacağı politika kuralının detaylarını kendi ekonomik şartları çerçevesinde belirlemesi gerektiğini savunarak enflasyon hedeflemesi kapsamında hasıla istikrarının da dikkate alınması gerektiği üzerinde önemle durmuştur. Nitekim literatürde yer alan çeşitli çalışmalar ve bu çalışmaların sonucunda elde edilen bulgular Taylor'un söylemlerinin doğruluğunu kanıtlar niteliktedir.

4.6. Bölüm Değerlendirme

Çalışmanın bu bölümünde Taylor (1993) yılında önerdiği para politikası fonksiyonu detaylı bir şekilde incelenmiştir. John Taylor (1993)'in çalışmasında önerdiği para politikası fonksiyonu, kısa vadeli nominal faiz oranı ile enflasyon ve çıktı açığı arasındaki ilişkiye dayanmaktadır. Önerilen para politikası fonksiyonunda kısa vadeli nominal faiz oranlarının, enflasyonun belirlenen hedefinden sapması ve gerçekleşen çıktının potansiyel çıktı seviyesine göre azalması ya da artması durumunda tepki göstererek değişeceğini belirtmiştir. Böyle bir durumda ekonomide enflasyon oranı hedeflenen oranında, ekonomide denge ise tam istihdam seviyesinde kalacaktır.

Ayrıca Taylor (1993) kuralında yer alan ve kuralın temel bileşenleri olan çıktı açığı ve enflasyon açığının politika faiz oranı üzerinde etkisi detaylı bir şekilde incelenmiş olup literatürde yer alan çalışmalarla desteklenmiştir. Taylor (1993) kuralı dışa kapalı ekonomi modeli kapsamında oluşturulduğu için modelde döviz kuru değişkeni yer almamaktadır. Fakat küreselleşen dünyada ülke ekonomilerinin birbirleri ile etkileşim içerisinde olması kaçınılmazdır. Bu anlamda ilk olarak Ball (1999a) çalışmasında modele bağımsız değişken olarak döviz kuru değişkeninin eklemiş daha sonra ise birçok iktisatçı dışa açık ekonomiler için genişletilmiş Taylor kuralının geçerliliğini test etmiştir.

Konu ile ilgili literatüre bakıldığında ise Taylor'un politika önerilerinin birçok iktisatçı tarafından incelendiği görülmektedir. Özellikle iktisatçılar başta ABD ekonomisi olmak üzere farklı ülke ve ülke grupları için kuralın geçerliliğini test etmişlerdir. Nitekim elde edilen sonuçlara bakıldığında ise her bir ülkenin uygulayacağı politika kuralının detaylarını kendi ekonomik şartları çerçevesinde belirlemesi gerektiği tespit edilmiştir.

Çalışmanın bir sonraki bölümünde ise Türkiye ekonomisindeki para politikasının gelişimi ve Türkiye ekonomisinde Taylor kuralının geçerliliğini test eden çalışmalara yer verilmiştir. Ayrıca çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem tanıtılarak, uygulamalı analiz sonuçlarına yer verilmiştir.

BÖLÜM V

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE PARA POLİTİKALARININ GELİŞİMİ, TAYLOR KURALI ANALİZİ, EKONOMETRİK YÖNTEM ve TAHMİN SONUÇLARI

Bu bölümde ilk olarak Merkez Bankacılığına ve 1980’den itibaren MB’nin uyguladığı para politikalarına değinilmektedir. Bölümün devamında ise çalışmada kullanılan yöntemler ve değişkenler tanıtılarak analiz bulgularına yer verilmektedir.

5.1. TCMB’nin 1980 Döneminde Günüze Kadar Uyguladığı Para Politikaları

1980 yılından 2017 yılına kadarki geçen sürede ekonomide modern MB anlayışının benimsendiği; finansal piyasalarda tam serbestiyi amaçlayan bir takım ekonomik politika tedbirlerinin uygulanmaya konulduğu, finansal piyasalarda canlanma-hızlı büyüme-durgunluğun yaşandığı, doğrudan para politikası araçlarından dolayı para politikası araçlarına geçildiği, para otoritesi tarafından para programlarının ilan edildiği, ekonomik krizlerin yaşandığı, ekonomik istikrar programlarının uygulanmaya başladığı ve TCMB Kanunu’nun değiştirildiği uzun bir dönemi kapsamaktadır.

Özellikle 1980’li dönem ekonomik açıdan olduğu kadar TCMB para politikaları ve politika yapımında kullandığı araçları açısından da ekonomideki dönüm noktası olmuştur. Nitekim 1980’li yılların başında 24 Ocak kararları ile ekonomide benimsenen serbest piyasa ekonomisi, ilkeleri ve bu sistemin getirdiği yapısal düzenlemeler, Türkiye’de merkez bankacılığında yeni anlayışın yerleşmesine katkı sağlamıştır. Modern merkez bankacılığı anlayışı çerçevesinde TCMB, kuruluş döneminden bu yana politika yapımında kullandığı doğrudan¹⁸ araçlardan, dolayı para politikası araçlarına geçmek için gerekli çalışmaları başlatmış ve para politikası uygulamalarında serbest piyasa şartlarını benimsemiştir. Ayrıca MB’nin yetki ve sorumlulukları yeniden düzenlenerek MB’nin bağımsızlığı ve şeffaflık kriterleri ön plana gelmiştir. MB’nin

¹⁸ Ekonomide 1970’li yıllardan sonra, MB’lerin amaç fonksiyonlarında yer alan fiyat istikrarının temel amaç olarak yer alması ve birçok ekonomide tek değişken olmaya başlaması, para politikası araçlarında da doğrudan kontrole dayalı araçlardan piyasaya yönelik dolayı para politikası araçlarına (reeskont penceresi, zorunlu karşılıklar, uygulamaları vd.) geçiş olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca 1990’lı yıllarda itibaren günümüz modern merkez bankacılığının doğrudan para politikası araçlarını kullanmadığı uyguladığı politikalar aracılığı ile görmektedir (Önder, 2005, s. 183).

para programı¹⁹ uygulamaları 1980'li yılların sonunda başlamış ve dönem dönem bunları kamuoyu ile paylaşmıştır (Erçel, 1996, s. 1-3). Hükümet ve para politikası uygulayıcıları 1980'lerden sonra para politikasına ayrı bir önem vermiştir. Özellikle bu dönemde enflasyon oranları düşürmek amacı ile sıkı para politikası²⁰; vadeli tasarruf mevduatı ve kredilerde faiz serbestisi, mevduat sertifika uygulamaları, TCMB kredilerini sınırlandırma, yabancı bankarın Türkiye'de şube açmalarına izin verme gibi araçlarla mümkün kılınmıştır. 1982 yılında meydana gelen Banker Krizi ile faiz serbestisi uygulamasına son verilmiş ve faizler tekrar TCMB tarafından belirlenmeye başlamıştır. Özellikle 1983 yılından sonra MB'nin kontrolünden çıkan para arzı artışları enflasyonun daha fazla yükselmesine yol açmıştır. Fakat enflasyonu düşürmeye yönelik uygulanan sıkı para politikası ciddiyle yürütülememiştir (Yapraklı, 2007, s. 117-123).

MB için 1986 yılı, para politikası uygulamaları ve araçları açısından yeni döneme geçişin başlangıcı olmuştur. Söz konusu bu geçiş döneminin temel özelliği, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapısına doğrudan müdahaleyle oluşan para politikası yerine, bankacılık kesimi toplam rezervlerinin kontrolüne dayalı para ve kredi politikası uygulamasına geçilmiştir. 1986 yılında ilk defa uygulanan parasal program, para arzı ve rezerv para artışının öngörülen hedefi aşması ve uygulanmaya başlanan reel pozitif faiz politikasının, yüksek borç/özkaynak oranları ile çalışan kuruluşları ağır bir finansman maliyeti ile karşı karşıya getirmesi nedeni ile başarısız olmuştur. MB 1987 yılında ise açık piyasa işlemleri uygulamasına başlamıştır.

1988 sonrası dönem ekonomide genel olarak makroekonomik istikrarın bozulmaya başladığı bir dönem olmuştur. 1988-1990 döneminde merkez bankacılığı ve finansal piyasalar için çok köklü değişimlerin yaşandığı ve günümüz modern MB'nin ve finansal piyasaların alt yapısının oluşturulduğu dönem olmuştur. MB para politikası uygulamalarında 1980-1988 döneminde dolaysız para politikası araçlarını kullanırken 1989 yılından itibaren dolaylı para politikası araçlarını kullanmaya başlamıştır. Ayrıca bu süreçte orta ve uzun vadeli reeskont uygulamasına son vererek reeskont kredileri ve selektif kredi politikası uygulanmaya başlamıştır (Uygur, 2001a, s. 10-11).

Türkiye ekonomisinde tam anlamı ile parasal hedefleme uygulamasına ilk kez 1990 yılında geçilmiştir. TCMB 1990 yılında ilk kez uygulayacağı parasal programları

¹⁹ MB para programı, belirlenen bir para politikası kapsamında MB'lerinin nihai amaca ulaşmaları için izleyecekleri yolu biçimlendiren programlar olarak tanımlanmaktadır. Açıklanan bu amaç temelde MB'lerin bir irade beyanını olmakta ve MB'nin kredibilitesi ile yakın ilişki içindedir (Önder, 2005, s. 177).

²⁰ MB sıkı para politikası uygulamaları ile piyasa üretim artışında daha fazla para çıkışını önleyerek enflasyon oranlarını kontrol altına almayı planlamıştır.

kamuoyu ile paylaşacağını ve ara hedefleme stratejisi uygulayacağını açıklayarak politika uygulamalarında bu programlara bağlı kalacağını taahhüt etmiştir. Bu kapsamda TCMB, enflasyonu düşürmeye yönelik bir taahhütte bulunmadan sadece MB bilançosunu kontrol altına almak amacı ile bir parasal programı kamuoyu ile paylaşmıştır. MB 1990 yılında uyguladığı para programı ile döviz kurları ve faiz oranlarındaki istikrarı bozmadan, piyasanın temel likitide ihtiyacını karşılamayı hedeflenmiştir. Fakat 1991 yılında yaşanan Körfez savaşı ve o dönemde yapılan seçimin ekonomide yarattığı belirsizlik sebebi ile bu hedeften vazgeçilmiştir. Özellikle bu dönemde hükümetin bütçe disiplini sağlayamaması ve tekrar TCMB kaynaklarını kullanmaya başlaması MB'nin para politikalarını etkisiz hale getirmiştir (Kesriyeli, 1997, s. 20-25).

TCMB 1993 yılında, kamu finansmanı açıklarını denetim altına alamaması (kısa vadeli avansla kamuya açılan krediler birinci piyasada DİBS alımı) ve parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması nedeni ile bir parasal program ilan edememiştir. Bu dönemde MB finansal piyasaların istikrarını ön planda tutarak faiz ve kurların istikrarlı hareket etmesini amaçlamıştır (Özatay, 2000, s. 348). TCMB 1994 yılında IMF ile yapılan Stand-By anlaşması kapsamında parasal bir çerçeve çizerek döviz kuru çapasına dayalı bir daraltıcı para politikası uygulamasını yürürlüğe koymuştur. Bu kapsamda hazinenin iç piyasalardan tekrar borçlanabilmesi, TCMB üzerindeki baskıyı azaltmış ve Banka'nın bilanço kalemleri üzerindeki kontrolünü arttırmıştır (Karluk, 1994, s. 413).

MB 1995 yılı para politikasında, döviz kurlarını, net uluslararası rezervlerini ve net iç varlıklarını hedef olarak alan bir kapsam benimsemiş ve ilgili yılın ilk on ayında uygulamamıştır. İlgili yılın son iki ayındaki uyguladığı para politikasında ise temelde seçim atmosferi nedeni ile ortaya çıkan belirsizlikleri azaltmaya yönelik önlemlere yer vermiştir. MB 1996 yılında uyguladığı kur politikasında, yürüttüğü para politikasına uyumlu olarak finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasını amaçlamış ve bu kapsamda reel döviz kurlarındaki dalgalanmayı minimize etmeyi hedeflemiştir. MB'nin 1997 yılı para politikası uygulamasında ise finansal piyasalarda istikrarın sağlanması temel hedefi çerçevesinde TL ve döviz piyasalarında ortaya çıkan kısa süreli hızlı ve değişken fiyat hareketlerinin önlenmesini amaçlamıştır.

1998 yılında MB'nin ilan ettiği parasal programda diğer programlardan farklı olarak sadece rezerv para artışları için parasal hedef belirlenmiştir. Ayrıca Hazine ile MB arasında yapılan bir protokol anlaşması ile parasal hedefleri üçer aylık olarak

kamuoyuna duyuracağını kararlaştırmıştır. Fakat 1998 yılında Rusya’da yaşanan kriz nedeni ile iç piyasadaki faiz oranları artmış ve bu durum ulusal paraya olan talebin artmasına yol açmıştır. Ulusal para talebinde meydana gelen artış ise rezerv para artışları ile ilgili olarak yapılan hedeflerin tutturulamamasına sebep olmuştur. TCMB’nin 1999 yılında uyguladığı para politikası ise mali piyasalarda istikrarı sağlama ve enflasyonun kontrol altında tutulması hedefleri ile uyumlu olarak belirlenmiştir (Yapraklı, 2007, s. 119-121).

TCMB’nin 2000-2001 yılında uyguladığı politikalara bakıldığında ise; 2001 yılın şubat ayında dalgalı kur sistemine geçeceğini kamuoyuna duyurmuştur. Bu kararının sonrasında TL’ni değerinde yaklaşık %35-40 oranında bir devalüasyon meydana gelmiştir. Ayrıca 2000 yılının sonu ve 2001 yılının başında yaşanan ekonomik krizlerden sonra “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” adı altında ekonomide istikrar programı kamuoyuna ilan edilmiştir. Bu programla birlikte MB kanunlarında önemli değişikliklere gitmiştir (www.tcmb.gov.tr). Bu dönemde, serbest dalgalı kur rejimi benimsenmiş ve para tabanı nominal çapa olarak kullanılmıştır. MB 2002-2006 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmiş ve 2006’dan sonra açık enflasyon hedeflemesi uygulamaya başlamıştır. 2002 yılı seçimlerinde tek parti iktidarının kurulması ekonomiye olan güveni artırmış ve enflasyon oranında bir düşüş sağlamıştır. Kısa vadeli avansı ve birinci piyasadan DİBS alımının yasaklanması TCMB’nin hükümet bütçe açığını borç yoluyla artık kapatmaması da nedenleri arasında yer almaktadır. Ayrıca bu dönemde TL aşırı değerlenmiş ve cari açık büyümüştür (Yalta, 2011, s. 14).

TCMB’nin politika uygulamaları 2002 yılında olduğu gibi 2003 yılında da temel amacı olan fiyat istikrarını gerçekleştirme çerçevesinde oluşturulmuştur. MB bu dönemde belirlediği enflasyon hedefine ulaşmak için kısa vadeli faiz oranlarını kullanmıştır. Enflasyon ile mücadele için para politikasının tek başına yeterli olmayacağı anlaşılmıştır. Ekonomide kamu maliyesi disiplini sağlanmadan ve bekleyişleri doğrudan etkileyen reform süreci kesintisiz uygulanmadan, enflasyonla mücadele edilmeyeceği tespit edilmiştir. 2004-2005 yıllarında MB para politikası olarak dalgalı kur rejimi altında enflasyon hedeflemesi rejimine devam edeceğini açıklamıştır (www.tcmb.gov.tr). MB 2006 yılında ise şeffaflık ve hesap verilebilirlik alanında atılacak yeni adımlar ile uygulanacak olan para politikasının artık “*açık enflasyon hedeflemesi*” şeklinde gerçekleşeceğini ilan etmiştir. Ayrıca 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 artıracığı ifade edilmiştir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejiminin bu ilk aşamasında hedefler üç yıllık olarak ilan edilmiştir. Katılım Öncesi Ekonomik 5 Program ve üç yıllık bütçe planlarıyla uyumlu olarak, 2006, 2007 ve 2008 için yıl sonu hedefleri sırasıyla yüzde 5, yüzde 4 ve yüzde 4 olarak belirlenmiştir (www.tcmb.gov.tr).

Özellikle TCMB'nin 2000-2017 döneminde uyguladığı para politikalarına genel olarak baktığımızda fiyat istikrarı ve ekonomik büyüme temel amacını gerçekleştirmek için 2000-2004 arası örtük enflasyon hedeflemesi, Ocak 2006 yılı ve sonrasında ise açık enflasyon hedefleme rejimini uyguladığını kamuoyu ile paylaşmıştır. Ve enflasyon hedefleme rejiminde temel para politikası aracı olarak bankalar arası para piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo pazarında uygulanmakta olan kısa dönemli faiz oranını kullanmıştır.

5.2. Türkiye Ekonomisi İçin Taylor Kuralının Geçerliliğini Test Eden Çalışmalar

Taylor kuralının Türkiye ekonomisi içinde uygulanabilir bir kural olduğunu gösteren birçok çalışma iktisat yazınında yerini almaktadır. Konu ile ilgili yapılan yerli çalışmalara Kesriyeli ve Yalçın (1998), Ongan (2004), Kaytancı (2005), Erdal ve Güloğlu, (2005), Çağlayan (2005), Zortuk (2007), Ertuğ (2007), Onur (2008), Aklan ve Nargeleçekenler (2008), Omay ve Hasanov (2010), Lebe ve Bayat (2011), Demirbaş ve Kaya (2012), Ardor ve Varlık (2014), Karatay: ve Songur (2016) literatüre katkı sağlayan çalışmalar olarak örnek verilebilir.

Kesriyeli ve Yalçın (1998), çalışmalarında 1987-1998 dönemi üçer aylık interbank faiz oranı, ağırlıklı hazine bileşik faiz oranı, enflasyon açığı ve üretim açığı verilerini kullanarak OLS yöntemiyle tahmin yapmışlardır. Çalışma Türkiye'de enflasyonun düşürülmesinde ve fiyat istikrarının sağlanmasında Taylor kuralının tek başına etkili olup olmadığını ortaya koymayı amaçlamışlardır. Çalışma sonucunda Taylor kuralının daha çok düşük enflasyon oranı ve istikrarlı büyümeye sahip gelişmiş ülkeler de daha etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ongan (2004), Türkiye örneği çalışmasında 1988:01-2003:03 dönemi mevduat faiz oranı, üretim açığı, enflasyon açığı ve nominal döviz kuru verilerini kullanarak Regression tahmini yapmıştır. Çalışma sonucunda; kısa dönem faiz haddinin belirli bir

kurala göre hareket ettiği sonucuna ulaşılmış fakat üretim açığı ile nominal faiz hadleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Yazgan ve Yılmazkuday (2004) alışmalarında Türkiye ekonomisi için 2001-2004, İsrail ekonomisi için 1999-2002 dönemleri aylık verilerinden faydalanarak GMM yöntemi ile para politikası kuralı tahmininde bulunmuşlardır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular ele alınan dönemler itibari ile her iki ülkede de Taylor kuralının MB davranışlarını çok iyi açıkladığını göstermiştir.

Kaytancı (2005), çalışmasında 1990-2003 dönemi gecelik faiz oranı, enflasyon açığı, üretim açığı ve döviz kuru verilerini kullanarak VAR (Vektör Auto-Regressif) analizi uygulamıştır. Çalışma sonucunda ilgili dönemde, bir para politikası aracı olarak kısa dönemli faiz oranının, yüksek ve kronik enflasyona sahip Türkiye’de fiyat istikrarın sağlanması ve istikrarlı bir üretim düzeyinin oluşturulmasın da tek başına etkili olmadığı bulgusunu elde etmiştir.

Erdal ve Güloğlu (2005), 1987-2004 dönemi faiz oranı, üretim açığı, reel döviz kuru ve enflasyon verileri kullanarak çalışmada VAR (Vektör Auto-Regressif) analiz yöntemini uygulamışlardır. Çalışma sonucunda ilgili dönemlerde Türkiye’deki fiyat istikrarının sağlanması ve istikrarlı bir üretim düzeyinin meydana gelmesinde Taylor kuralının tek başına etkili olmadığı yorumunu getirmişlerdir.

ağlayan (2005), 1990 Aralık ve 2004 döneme ait faiz oranı, üretim açığı ve enflasyon verilerini kullanarak Multi-Nominal Logit Model yöntemini kullanmıştır. Çalışmada ele alınan dönemler için üretim ve enflasyon sapmasının, faiz oranlarının düşürülmesinde rol oynarken, faizlerin arttırılmasında rol oynamadığı sonucuna ulaşmıştır.

Zortuk (2007), 2001-2006 dönemi aylık mevduat faiz oranı, enflasyon açığı, üretim açığı ve nominal döviz kuru açığı verileri kullanarak Bounds (Sınır) Testi analizi uygulamıştır. Çalışma sonucunda Taylor kuralında söz konusu olan değişkenlerin kısa vadeli faiz oranları üzerinde anlamlı sonuçlar oluşturduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Kaytancı (2008) alışmasında ihtiyari ve kurala göre uygulanan para politikalarının performanslarını teorik olarak incelemiştir. Ayrıca ilgili çalışmada Taylor kuralı ve parasal durum endeksinin (MCI) avantaj ve dezavantajlarını ele alarak politika uygulamaları açısından da değerlendirme yapmıştır. Çalışma sonucunda MB’nin uygulayacağı para politikalarında kuralın herkes tarafından anlaşılacak şekilde sade olması gerektiğini ve bu şekilde uygulanan politikalarının etkilerinin daha güçlü olacağını savunmuştur.

Aklan ve Nargeleçekenler (2008), 2001:01-2006:12 dönemi aylık faiz oranı, enflasyon oranı, döviz kuru ve üretim düzeyi verilerini kullanarak GMM yöntemi uygulamışlardır. Çalışmanın sonucunda, TCMB'nin fiyat istikrarını sağlama temel amacına uygun olarak, uyumcu politikalar izlemediğini gösteren bulgular elde edilmiştir.

Onur (2008), 1980-2005 dönemi verilerinde faydalanarak Ko-entegrasyon, Granger nedensellik testi ve OLS yaklaşımıyla Türkiye ekonomisinde faiz ile enflasyon arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Çalışma sonucunda ise Türkiye ekonomisi için, faiz oranlarının enflasyon üzerinde etkili olduğu yorumu yapılmıştır.

Omay ve Hasanov (2010), 1990-2003 dönemini ele aldıkları çalışmalarında 4 farklı model uygulamışlardır. Uygulama sonucunda elde edilen bulguları yorumladıklarında TCMB'nin üretim istikrarı için genişleyici para politikası uygularken dikkat ettiğini (katsayı tahminleri sıfırdan oldukça büyük çıkmıştır); daraltıcı para politikası uygulamasında ise, aynı önemi vermediği şeklinde analiz sonuçlarını yorumlamışlardır.

Lebe ve Bayat (2011), 1986-2010 dönemi Türkiye için Taylor kuralının geçerliliğini çeşitli faiz oranlarına göre model denemeleri yaparak test etmişlerdir. Çalışma sonucunda elde edilen bulguları bir bütün olarak ele alıp değerlendirdiklerinde ise genel anlamda Türkiye'deki faiz oranlarının Taylor kuralı ile ilişkili olduğu yorumunu yapmışlardır.

Demirbaş ve Kaya (2012), 2001-2012 dönemi için gecelik faiz oranı, üretim açığı, enflasyon açığı ve reel döviz kuru değişkenlerini kullanarak ARDL testi uygulamışlardır. Yapılan analiz sonuçlarını yorumladıklarında Türkiye için seçilen dönemlerde Taylor kuralının uygulanabileceğini sonucuna varmışlardır.

Ardor ve Varlık (2014), 2002-2012 dönemi verilerini kullandıkları çalışmada GMM yöntemi uygulayarak açık ekonomi için ileriye dönük Taylor kuralının, McCallum kuralının ve bunların birleştirilmesiyle oluşturulan Taylor-McCallum Melez kuralının Türkiye ekonomisinde geçerliliğine bakmışlardır. 2002-2012 dönemi için McCallum kuralının ve Taylor-McCallum Melez kuralının Türkiye ekonomisinde geçerli olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Gögül ve Songur (2016), 2006-2015 dönemi için mevduat faiz oranı verisini bağımlı değişken olarak ele aldıkları çalışmalarında ARDL testi uygulamışlardır. Analiz sonucunda Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesi ile birlikte,

Taylor kuralı çerçevesinde örtülü olarak kurala dayalı para politikası rejimi uygulandığı bulgularına ulaşmışlardır.

Bal, Tanrıöver ve Erdoğan (2016), TCMB'nin politika faizini ne düzeyde belirlemesi gerektiği, 2001:08-2016:06 dönemi Türkiye ekonomisi için Taylor (1993) kuralı yardımıyla ortaya konulması amaçlanmıştır. Taylor denkleminde yer alan enflasyon açığı, çıktı açığı ve döviz kuru açığı değişkenleri, kalıcı şokların varlığını dikkate alan ve stokastik bir ayrıştırma tekniği olan Beveridge ve Nelson (1981) ayrıştırma analizi kullanılarak elde edilmiştirler. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular ilgili dönemde Türkiye ekonomisinde Taylor kuralının geçerli olmadığını göstermiştir.

Tablo 4

Türkiye Ekonomisi İçin Yapılan Taylor Kuralı Çalışmaları

Yazar	Dönem	Bağımlı Değişken	Bağımsız değişken	Model	Sonuç
Kesriyeli,M. ve Yalçın,C. (1998)	1987-1998	İnterbank Faiz Oranı	Enflasyon Açığı, Üretim Açığı	OLS	Ele alınan dönem itibari ile bir para politikası aracı olarak kısa dönemli faiz oranının, yüksek ve kronik enflasyona sahip Türkiye'de enflasyonun düşürülmesinde ve fiyat istikrarının sağlanmasında tek başına yeterince etkili olması beklenmemektedir.
Ongan, H. (2004)	1988-2003	Mevduat Faiz Oranı	Üretim Açığı, Enflasyon Açığı, Nominal Döviz Kuru	REGRESYON	1988 ve 2003 yılları arasında Taylor Kuralı Türkiye ekonomisi için uygulandığında, kısa dönem faiz haddinin belirli bir kurala göre hareket ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmanın bir diğer sonucu ise; üretim açığı ile nominal faiz hadleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamasıdır.

Kaytancı, B.G. (2005)	1990-2003	Gecelik Faiz Oranı	Enflasyon Açığı, Üretim Açığı, Döviz Kuru	VAR	İncelenilen dönemde VAR analizi sonucunda ortaya çıkan bulgular yorumlandığında, bir para politikası aracı olarak kısa dönemli faiz oranının, yüksek ve kronik enflasyona sahip Türkiye’de fiyat istikrarının sağlanmasında ve istikrarlı bir üretim düzeyinin oluşturulmasın da tek başına etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Erdal,F. ve Güloğlu,B. (2005)	1987-2004	Faiz Oranı	Üretim Açığı, Reel Döviz Kuru, Enflasyon	VAR	Bu çalışmada 1987–2004 dönemine ait aylık verileri kullanarak VAR metoduyla analiz yapılmıştır ve analiz sonucu değerlendirildiğinde, söz konusu dönemde Taylor Kuralı’nın geçerli olmadığı gözlemlenmiştir.
Çağlayan,E. (2005)	1990-2004	Faiz Oranı	Üretim Açığı, Enflasyon	MULTİ-NOMİNAL LOGİT MODEL	Multi-nominal logit modelinden elde edilen sonuçlara göre; üretim ve enflasyon sapmasının, faiz oranlarının düşürülmesinin tahmininde rol oynarken, faizlerin arttırılmasında rol oynamadığı tespit edilmiştir.
Zortuk,M. (2007)	2001-2006	Mevduat Faiz Oranı	Enflasyon Açığı, Üretim Açığı, Nominal Döviz Kuru	SINIR TESTİ	Taylor kuralı Türkiye için analiz edilmiş ve analiz sonucunda Taylor kuralını söz konusunu değişkenlerin kısa vadeli faiz oranları

Açığı					üzerinde anlamlı olduğu gözlemlenmiştir.
Ertuğ, D. (2007)	1995-2006 ve 2000-2006	İnterbank Faiz Oranı	Enflasyon, GSYİH Açığı, Nominal Döviz Oranı, Reel Döviz Kuru	KO-ENTEGRASYON	1990-2000 dönemi verileri ile yapılan analizde faiz oranlarının bir para politikası olarak etkin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Devam eden 2000-2006 verileri ile yapılan analiz sonucunda ise 2000 yılından sonraki dönemlerde faiz oranı ile enflasyon hedeflemesi arasındaki ilişkinin tutarlı olarak hareket ettiği gözlemlenmiştir.
Onur,S. (2008)	1980-2005	Mevduat Faiz Oranı	GSYİH, Enflasyon	OLS	Türkiye ekonomisi için, faiz oranları enflasyon üzerinde etkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.
Aklan, N.A. ve Nargeleçekenler, M., (2008).	2001-2006	Faiz Oranı	Enflasyon, Döviz Kuru, Üretim Düzeyi	GMM	Çalışmanın sonucunda, TCMB'nin fiyat istikrarını sağlama temel amacına uygun olarak, uyumcu politikalar izlemediğini gösteren bulgular elde edilmiştir.
Omay,T. ve Hasanov,M. (2010)	1990-2003	İnterbank Faiz Oranı	Enflasyon, Üretim Açığı, Bütçe Açığı Reel Döviz Kuru	STR	Çalışmada kullanılan dört modelden elde edilen sonuçlar, TCMB'nin üretim istikrarına genişleyici para politikası yaparken dikkat ettiğini (katsayı tahminleri sıfırdan oldukça büyük çıkmıştır); daraltıcı para politikası yaparken ise, aynı önemi vermediğini göstermiştir.
Lebe, F.ve Bayat, T. (2011)	1986-2010	İnterbank Faiz Oranı, Mevduat Faiz Oranı,	Sanayi Üretim Endeksi, Enflasyon,	VAR	Bu çalışmada ele alınan dönem itibari ile 3 model kurulmuştur fakat çalışma bir bütün

		Reeskont Faiz Oranı	Döviz Kuru		olarak ele alınıp değerlendirildiğinde genelde Türkiye’de faiz oranlarının Taylor kuralına bağlıymış gibi hareket ettiği sonucuna varılmıştır.
Demirbaş, E. ve Kaya, M. V. (2012)	2001-2012	Gecelik Faiz Oranı	Üretim Açığı, Enflasyon Açığı, Reel Döviz Kuru	ARDL	Çalışmada yapılan analizin sonuçları, Türkiye için seçilen dönemlerde oluşturulan iki adet modelin Taylor kuralına uyduğunu göstermektedir.
Ardor,H.N. ve Varlık,S. (2014)	2002-2012	Bankalararası Para Piyasası Gecelik Faiz Oranı, Para Tabanında % Değişim	Enflasyon Açığı, Çıktı Açığı, Reel Döviz Kurunda % Değişim	GMM	Çalışmada açık ekonomi için ileriye dönük Taylor Kuralı’nın, McCallum Kuralı’nın ve bunların birleştirilmesiyle oluşturulan Taylor-McCallum Melez Kuralı’nın Türkiye ekonomisinde geçerliliğine bakılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlar Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde uygulanan para politikasının ileriye dönük Taylor Kuralı çerçevesinde yürütüldüğünü göstermiştir. Ayrıca McCallum Kuralı’nın ve Taylor-McCallum Melez Kuralının geçerliliğine yönelik sonuçlara ulaşılamamıştır.
Karatay Gögül, P. ve Songur, M. (2016)	2006-2015	Mevduat Faiz Oranı	Enflasyon Açığı, Çıktı Açığı, Reel Döviz Kuru	ARDL SINIR TESTİ	Analiz sonucunda Merkez Bankası’nın enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesi ile birlikte, Taylor Kuralı çerçevesinde örtülü olarak kurala dayalı para politikası rejimi

				uygulandığı bulgularına ulaşmıştır.
Bal, H., Tanrıöver, B. ve Erdoğan, E. (2016)	2001:08- 2016:06	Mevduat Faiz Oranı,	Tüfe serisi, Cari Ayın Enflasyon Beklentisi, Sanayi Üretim Endeksi, TÜFE Bazlı Reel Etketif Döviz Kuru	Elde edilen ampirik bulgular sonucunda, enflasyon, çıktı ve döviz kuru açığı değişkenlerine ait tepki katsayılarının teoriiye destekler nitelikte pozitif yönde olduğu tespit edilmiştir.

5.3. Taylor Kuralı Tahmininde Kullanılan Ekonometrik Yöntemler

Literatürde Taylor kuralını tahmin etmek için birçok farklı yöntemin kullanıldığı bilinmektedir. Çalışmanın bu kısmında Türkiye ekonomisi için Taylor kuralı kapsamında TCMB'nin enflasyon, çıktı ve döviz kuru açığı değişkenlerine nasıl bir faiz tepkisinde bulunduğu araştırılmaktadır.

5.3.1. Açık Tahmininde Tercih Edilen Yöntemler

Fiilli hasılanın potansiyel hasıladan sapması olarak tanımlanan çıktı açığı MB tarafından politika faiz oranının belirlenmesinde ve uygulanacak para politikalarının tercihinde önemli bir gösterge olarak yer almaktadır. Çıktı açığı doğrudan gözlenemeyen bir değişkendir bu nedenle çeşitli istatistiki ve ekonometrik yöntemlerle türetilmektedir.

Literatürde çıktı açığını ölçmeye yönelik metodolojilerin üç ana kategoriye ayrıldığı görülmektedir. Birinci kategori, gayri safi yurt içi hasıla verilerinin kullanıldığı istatistiksel yaklaşımlardır. Bu kategoride yer alan ve uygulamada en çok tercih edilen yöntemlere, doğrusal zaman trendi ve Hodrick Prescott (HP) filtresidir. İkinci kategoride yer alan yaklaşımda ise iktisat teorisinden faydalanılmaktadır. Çıktı açığını hesaplamak için kullanılan Cobb-Douglas üretim fonksiyonu bu kategoriye verilebilecek en iyi örnektir. Son kategoride ise ekonominin arz yönünü ve iş çevrimleri ile ilgili teorilerin birlikte ele alındığı karma yaklaşımlar oluşturmaktadır. Çıktı açığı gözlenemeyen değişkenler içermektedir ve açığı hesaplamada kullanılan yöntemlere göre elde edilen sonuçlar da farklılaşabilmektedir. Bu nedenle MB'leri tek bir çıktı açığı

tahminine yönelmektense farklı çıktı açığı tahminlerinde bulunarak çıktı açığının seyrini izlemekte ve politika uygulama süreçlerinde doğru çıktı açığını elde etmeye çalışmaktadırlar (Gaspar & Smets, 2002, s. 185). Ayrıca Doğrusal Trend Ayırıştırma Yöntemi, Kuadratik Trend Ayırıştırma Yöntemi, Hodrick Prescott Filtreleme Yöntemi, Beveridge Nelson Trend Ayırıştırma Yöntemi, Üretim Fonksiyonu Yöntemi, Yapısal Vektör Regresyon Yöntemi ve Kalman Filtreleme Yöntemi literatürde yer alan ve çıktı açığını ölçmek için kullanılan yöntemlerdir.

Bu çalışmada Taylor kuralının tahmininde önemli bir değişken olan çıktı açığını hesaplamak için literatürde en çok tercih edilen HP filtresi analiz yönteminden yararlanılmıştır.

5.3.2. Hodrick Prescott Filtreleme Yöntemi (HP Yöntemi)

Bu yöntem Hodrick ve Prescott'un (1980) de ABD'de yaşanan savaş sonrası iş çevrimlerini ortaya koymaya yönelik çalışmaları sonucunda geliştirdiği trend ayırıştırma yöntemidir. Hodrick ve Prescott oluşturdukları yaklaşımda, ele alınan serinin kalıcı uzun dönem trend ya da büyüme bileşeni ile geçici konjonktürel bileşenlerden oluştuğu varsayımında bulunmuşlardır.

HP filtreleme yönteminde y_t serisinin, kalıcı bileşen (g_t) ve geçici bileşen (c_t)'den oluştuğu varsayımı aşağıda yer alan (6) nolu denklemle gösterilmektedir.

$$y_t = g_t + c_t \quad t = 1, 2, 3, \dots, T \quad (6)$$

Hodrick ve Prescott (6) nolu denklemde yer alan kalıcı bileşen (g_t)'yi tahmin etmek için, geçici bileşenin kareleri toplamı ile kalıcı bileşenin ikinci farkındaki değişiminden oluşan kayıp fonksiyonun minimize etmektedir.

HP yönteminde kalıcı bileşimin elde edilmesini mümkün kılan kayıp fonksiyonunu aşağıda yer alan denklemde ifade edilmektedir.

$$\sum_{t=1}^T c_t^2 + \lambda \sum_{t=1}^T ((g_t - g_{t-1}) - (g_{t-1} - g_{t-2}))^2$$

Denklemde yer alan $c_t = g_t - y_t$ dir. Denklemi incelediğimizde fonksiyondaki (c) ilk toplam gözlenen serilerin trend büyüme serilerinden sapmaları için verilen

cezayı, ikincisi ise trend büyüme bileşenindeki keskin değişimler için verilen cezayı ifade eder (Hodrick & Prescott, 1997, s. 1-16). Diğer bir ifade ile seriyeye ait kalıcı bileşen (*trend*), serinin trend değerindeki değişimin ve serinin trend değeri ile gerçekleşen değeri arasındaki farkın ağırlıklandırılarak minimize edilmesi ile elde edilmektedir (Arora & Bhundia, 2003, s. 4). Denklemden yer alan λ katsayısı filtreleme sonucu elde edilen kalıcı bileşenin düzgünlüğünü diğer bir ifade ile elde edilen trend değerlerinin gerçekleşen seriyeye olan tepkisini veren ceza parametresini göstermektedir. Özellikle bu katsayının ne olacağı konusunda literatürde birçok tartışmaya rastlanılmaktadır (Baxter & King, 2000, s. 18). Ceza parametresinin değeri, kalıcı bileşeni elde ederken geçici bileşenin trend değeri karşısındaki volatilesini göstermesi bakımından önemlidir. Katsayı büyüdükçe trend bileşeni de o ölçüde düzleşmekte, sonsuza gittiğinde ise düz çizgi şeklinde gözlenmektedir. Nitekim trend bileşeninin düzleşmesi ile birlikte elde edilen geçici bileşendeki hareketlilik artmaktadır. Ayrıca trend bileşeni doğrusal trend ayrıştırma yöntemi ile elde edilen trend değeri ile eşit olacaktır. Bulgular ceza parametresinin seçimine bağlı olarak değişkenlik gösterse de söz konusu parametrenin belirlenmesine yönelik objektif bir kriter belirlenmemektedir. Hodrick ve Prescott (1980) de ceza parametresini ele alınan serinin yıllık ise 100, çeyrek dönemlik veriler ise 1600, aylık veri kullanılması durumunda ise 14400 olarak çalışmalarda kullanılması gerektiğini belirtmiştir (Guarda, 2002, s. 10-12).

Hodrick ve Prescott (1980) tarafından öne sürülen yöntem ve katsayı değerleri tartışmaya açık olsa da literatürde kullanılmaya devam edilmektedir. HP filtre yönteminin literatürde tercih edilmesinde, birden çok değişkene ihtiyaç duymaması ve uygulama kolaylığının yanı sıra, orijinal serinin birinci dereceden veya daha yüksek mertebeden durağan olması durumunda dahi elde edilen çıktı açığının durağan bir seri olması özeliği bulunmaktadır (Cogley & Nason, 1995, s. 253-278).

5.3.3. Zaman Serisi Birim Kök Testleri

Granger ve Newbold (1974) çalışmalarında sahte regresyon konusunu ele almışlardır. Söz konusu yazarlar çalışmalarında, makroekonomik verilerin durağan bir yapı sergilemediğini bu sebeple de durağan olmayan verilerle yapılan regresyonların istatistiksel olarak anlamlılığını ortaya koyan testlerin yanıltıcı olabileceğini belirtmişlerdir. Ele alınan serinin durağan bir özellik sergilemesi en basit haliyle; herhangi bir trend etkisi taşımayan, varyansı ve ortalaması zaman bağlı değişmeyen

(*sabit*), kovaryansı hesaplandığı döneme göre değil, dönemler arasındaki farka bağlı olan bir süreci ifade etmektedir. Bir zaman serisinin modellenmesinde kullanılacak birçok çeşitte stokastik süreç bulunmaktadır. Durağan bir yapıda olmayan zaman serisini tanımlamaya yönelik, rassal yürüyüş (*random walk*), hareketli ortalamalar süreci (*moving-averages process*) ve otoregresif süreç (*autoregressive process*) kullanılabilir. Bu alt başlıkta serilerin durağanlığını sağlamaya yönelik kullanılan Genişletilmiş Dickey Fuller ve Philips-Peron yöntemleri tanıtılmaktadır.

5.3.3.1. Genelleştirilmiş Birim Kök Testi (ADF)

Dickey Fuller (1979) testinde hata terimleri arasında korelasyon bulunmadığı diğer bir deyişle otokorelasyon bulunmadığı varsayılmaktadır. Hata terimleri arasında otokorelasyon olması durumunda DF (1979) testinin uygulanması hatalı sonuçlara yol açmaktadır. Bu sebeple DF (1981) çalışmasıyla hata terimlerinin otokorelasyonlu olduğu durumlarda bağımlı değişkenin gecikmelerinin bağımsız değişken olarak modele dahil edildiği genelleştirilmiş birim kök (*ADF*) testini önermiştir.

$$\Delta y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m a_i \Delta Y_{t-i} + e_t \quad (10)$$

$$\Delta y_t = \beta_0 + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m a_i \Delta Y_{t-i} + e_t \quad (11)$$

$$\Delta y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m a_i \Delta Y_{t-i} + e_t \quad (12)$$

Yukarıda verilen ilk model sabit ve trendin yer aldığı, ikinci model sabitin yer aldığı, son model ise sabit ve trendin yer almadığı model olarak tanımlanmaktadır. Seri hakkında herhangi bir ön bilgi bulunmadığı durumda en geniş model olan ilk modelden başlanarak birim kökün varlığı araştırılmalıdır. Burada önemli olan nokta optimal gecikme sayısının belirlenmesidir. Söz konusu gecikme uzunluğunu belirlemeye yönelik Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ve Schwartz Kriteri (SC) kriterleri kullanılmaktadır (Yıldız, 2013, s. 41-42).

5.3.3.2. Philips Peron (PP) Birim Kök Testi

Dickey Fuller testinde meydana gelen şokların dağılımının istatistiksel olarak bağımsız ve sabit varyanslı olduğu ileri sürülmektedir. Diğer bir ifade ile rassal şoklar

arasında otokorelasyon bulunmadığı ve sıfır ortalama ve sabit varyansa sabit olduğu varsayılmaktadır. Phillips-Perron (PP) (1989) *DF* testinin söz konusu varsayımlarını geliştirmeye yönelik parametrik olmayan yeni bir yöntem geliştirmişlerdir. PP (1989) söz konusu yöntemlerinde rassal şokların dağılımları ile ilgili olarak yeni bir varsayımda bulunmaktadırlar. PP testine yönelik en basit model AR (1) süreci ile aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

$$Y_t = \mu + \varphi_1 Y_{t-1} + e_t \quad (13)$$

$$(1 - \varphi_1 L)Y_t = \mu + e_t \quad (14)$$

Burada bulunan $t = 1, 2, \dots, T$ ve birim kök $1/\varphi_1$ ile hesaplanmaktadır. Burada $\varphi_1 = 1$ olması durumu seride birim kök olduğunu göstermektedir. PP testi için yine ADF testine benzer şekilde yardımcı regresyonlar sabitsiz, sabitli, sabitli ve trendli olmak üzere düzenlenebilmektedir. Kritik değerlerde benzer şekilde sabitsiz, sabitli ve sabitli ve trendli modeller için farklı olmaktadır. Dickey Fuller için kullanılan testlerin PP versiyonu (Z) ile gösterilmektedir (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2005:307-308).

Phillips Peron (1989) testi daha çok finansal seriler açısından elverişli olan ve popülerliğini bu alandan sağlayan bir testtir. Nitekim finansal zaman serilerinde görülen otokorelasyon ve değişen varyans gibi sorunlara karşı ADF'den farklılaşmakta ve daha güçlü bir yöntem özelliği taşımaktadır. Phillips-Peron (1989) otokorelasyonun önüne geçebilmek amacıyla bağımlı değişkenin gecikmelerini modele eklemek yerine DF denkleminde ait t istatistiklerini tekrar düzenlemişlerdir. Söz konusu test yanlış bir H_0 hipotezini reddetmek için daha güçlü bir özellik taşımaktadır. PP testine ait regresyon denklemi ve kullanılan test istatistiği sırasıyla (15) ve (16) nolu denklemde verildiği gibidir.

$$\Delta Y_t = \beta' D_t + \pi Y_{t-1} + u_t, \quad u_t \sim I(0) \quad (15)$$

$$t_a = t_a \left(\frac{\gamma_0}{f_0} \right)^{1/2} - \frac{T(f_0 - \gamma_0)(se(\hat{a}))}{2f_0^{1/2}s} \quad (16)$$

Yukarıdaki (15) ve (16) nolu formüllerde kullanılan a tahmin edilen katsayı; s denklemin standart hatası; γ_0 varyansı ve f_0 sıfır frekansındaki artık spektrum tahmincisidir. Hipotezler ve karar kriteri ADF testi ile aynıdır (Uğurlu, 2009, s. 12-13).

5.3.4. Tahmin Yöntemleri

Bu başlık altında Taylor kuralı tahminlerinde kullanılan Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) testi tanıtılmaktadır.

5.3.4.1. Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM)

GMM yöntemi özellikle çoklu denklemlerde en iyi uyuma sahip katsayıları veren, doğrusal ya da doğrusal olmayan modellerin tahmininde kullanılan genel bir yöntemdir (Stock & Watson, 2011, s. 746). Hansen (1982) tarafından ileri sürülen yöntemde otokorelasyon ve değişen varyans gibi temel varsayımlardan sapmalar sistem içerisinde giderildiğinden, tahmin edilen katsayılar etkin ve güçlü özellik sergilemektedir. GMM, zayıf varsayımlar altında dahi güçlü ve tutarlı katsayılara ulaşılmasını mümkün kıldığından, tahmin edicilerin tutarlılığına yönelik güçlü varsayımlarda bulunmaya gerek kalmamaktadır (Wooldridge, 2001, s. 91).

En küçük kareler (EKK), genelleştirilmiş EKK (GEKK), kukla değişkenli EKK (DEKK), ekonometrik modellemeler güçlü varsayımların gerçekleşmesi durumunda doğru sonuçlar vermektedirler. Ancak, bunlar gibi pek çok popüler tahmin edici dinamik panel veri modelleri için uygun değildir. GMM tahmincileri söz konusu tahmincilere alternatif olarak sadece belirli moment koşullarının sağlanmasını gerektirir. GMM'in çıkış noktası da bu moment koşullarıdır. GMM tahmincilerinin temeli momentler yöntemine dayanmaktadır.

GMM tahmincisi büyük örneklem için uygun yöntem olmasına karşın, küçük örneklem özellikleri için zayıf kalmaktadır. GMM yöntemi belirli koşulların varlığı halinde basit tahmin edicilere kıyasla belirli üstünlüklere sahiptir. En büyük avantajı parametrelerin tahmin aşamasında, araç değişken sayısının gereğinden fazla olabileceği anlamına gelen aşırı tanımlamaya izin vermesidir. Genel anlamda aşırı belirlemeye yönelik 2AEKK tercih edilirken, içsel bağlantı durumunda GMM tercih edilmektedir. Aşırı belirlenme durumunda dolaylı EKK yöntemini kullanarak ana kütle katsayılarına yönelik tek bir tahmin edici bulmak oldukça zordur. Bu açıdan GMM'in avantajı, aşırı

belirlenme durumunda dolaylı EKK yöntemine kıyasla tutarlı ve sapmasız tahmin ediciler üretebilmesidir (Greene, 2002, s. 545).

Ekonometrik modellerde değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkinin varlığı nedeniyle, değişkenler arasında eş zamanlı (*eşanlı*) ilişki söz konusu olmaktadır. Söz konusu eş zamanlı ilişki durumunda, OLS ile yapılan tahminlerde değişkenler arasında içsel yanlılık problemi görülmektedir. İçsel yanlılık problemine bağlı olarak, OLS yöntemiyle yapılan tahminlerde katsayılar olması gerekenden daha büyük tahmin edilmektedir. Diğer bir deyişle katsayılar aşırı tahmin edilmekte buna bağlı olarak sapmalı ve tutarsız tahminlere ulaşılmaktadır. Söz konusu durum, OLS ile yapılan tahminlerde Gauss-Markow koşullarının sağlanamadığını göstermektedir. İçsel yanlılık probleminin söz konusu olduğu modellerde, açıklayıcı değişkenlerle hata terimleri arasında ilişki bulunması orthogonality varsayımını ortadan kaldırmaktadır. Hata terimi ile açıklayıcı değişkenler ve hata terimi ile bağımlı değişkenin geçmiş dönem değerlerini gösteren açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon, orthogonality varsayımının gerçekleştirilememesine neden olmaktadır. Hata terimi kendi gecikmelerinden etkileniyorsa, hata terimi ile açıklanan değişkenin bir dönemlik gecikmesi arasında korelasyon ortaya çıkmaktadır. Örneklem sayısının artırılması dahi orthogonality varsayımının gerçekleştirilmesini mümkün kılmamaktadır. GMM, içsel yanlılık probleminin söz konusu olduğu durumlarda ve orthogonality varsayımının sağlanamadığı bu tip durumlarda, eş zamanlı denklem sistemlerinde araç değişkenlerin kullanılması yoluyla en iyi tahmin edicilere ulaşılmasını mümkün kılmaktadır. Çünkü GMM’de bağımlı ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerleri modelde bulunmasına karşın, hata terimi ile ilişkisinin olmaması koşulları altında modele moment koşulları eklenebilmektedir (Wooldridge, 2001, s. 95; Verbeek, 2004, s. 125-133).

Literatürde Taylor kuralı tahminde hangi yöntemin optimal olduğu tartışmaları devam ederken, GMM gibi araç değişkenlerin kullanıldığı yöntemler arasında Maksimum olabilirlik (ML) yöntemleri de bulunmaktadır. GMM, hataların dağılımı konusunda bilgi gerektirmemesi açısından sağlam bir tahmincidir ve ML gibi hataların dağılımı hakkında ön bilgi gerektiren modellere karşı birtakım üstünlüğü vardır. Bu tahminci, denklem hatalarının araç değişkenler seti ile ilişkili olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Bu nedenle araç değişkenler ile hatalar arasındaki korelasyonu mümkün mertebe sifıra yaklaştırarak ortaya koymaktadır. Finans ve makro ekonometrinin modern uygulamalarında hata teriminin beklenmedik ya da tahmini mümkün olmayan sapmalar içerdiği durumlarla sık sık karşılaşmaktadır. Eğer hata terimi serisel

korelasyona sahip ise GMM tahmincisi asimptotik normal dağılmaya devam etmekte ve tutarlı tahminci özelliğini devam ettirmektedir (Stock & Watson, 2011, s. 747).

GMM tahmininde parametrelerin doğruluğu, parametrelerin fonksiyonu ($f(\theta)$) ile araç değişkenler (I_t) arasındaki orthogonalite (diklik-dışsallık) varsayımlarına bağlıdır.

$$E(f(\theta)'I) = 0 \quad (17)$$

(17) nolu denklemde θ tahmin edilecek parametreleri göstermektedir. GMM yöntemi özellikle araç değişkenler ile f fonksiyonu arasındaki korelasyonun mümkün mertebe sıfıra yakın olduğu parametreleri seçmektedir. Söz konusu kriter fonksiyonu 17 nolu denklemdeki gibi ifade edilir.

$$f(\theta) = (m(\theta))'Am(\theta) \quad (18)$$

(18) nolu denklemdeki $m(\theta) = f(\theta)'I$ ve A bir ağırlık matrisidir. GMM tahmincisinin asimptotik sapmasız tahminler yapması araç değişkenlerin uygunluğuna ve sapmasız tahminler yapmasına bağlıdır. Orthogonalite şartı, yani hata teriminin araç değişkenlerle ilişkisiz olduğu $H_0: (E_t I_{t-1}) = 0$ hipotezi altında sınanmaktadır. Hipotez ki-kare dağılımına sahip j istatistiği ile test edilmektedir (Stock & Watson, 2011, s. 746). J istatistiği en yaygın kullanılan kontrol testidir ve modelin uygunluğunu ortaya koymaktadır (Baum vd., 2003, s. 16).

Bu çalışmada, GMM yönteminin kullanılmasının en önemli nedeni, Rasyonel Beklentiler Hipotezine dayanan Yeni Keynesyen Para Politikası yaklaşımlarına ait katsayıların tahmin edilmesinde, GMM'in en iyi tahminçileri ortaya koymasıdır. GMM, merkez bankalarının politika tercihlerini para politikası çerçevesinde en iyi açıklayan yöntem olarak gösterilmektedir (Favero, 2002, s. 214-215). Rasyonel beklentilere dayanan para politikası yaklaşımlarında bağımlı ve bağımsız değişkenlerin geçmiş dönem değerlerinin modelde kullanılması (*dinamik modeller*) ve bu değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkinin OLS yöntemi elde edilmeye çalışılması bir takım problemlere yol açmaktadır. Söz konusu dinamik modellerde bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ile hata terimleri arasındaki ilişki olması durumunda OLS ile yapılan tahminler sapmalı ve tutarsız özellik sergilemektedirler (Baltagi, 2005, s. 135)

5.4. Türkiye Ekonomisi İçin Taylor Kuralı Tahmin Sonuçları

Türkiye ekonomisi için Taylor kuralının geçerliliğini test etmek amacıyla, 2001:08-2017:09 dönemi için enflasyon, çıktı açığı, kısa vadeli faiz oranı ve reel efektif döviz kuru verilerinden faydalanılmıştır. İlk olarak çalışmada kullanılan veri seti ve yöntemler tanıtılacak ve sonrasında analiz sonucunda elde edilen bulgulara yer verilecektir.

5.4.1. Veri Seti ve Yöntem

Çalışmada Kurala bağlı para politikası uygulamalarından biri olan Taylor kuralının geçerliliği, kurulan GMM modeli çerçevesinde 2001:08-2017:09 dönemi için aylık veriler yardımı ile E-Views 9 programı kullanılarak tahmin edilmiştir. Ele alınan modelde bağımlı değişken olarak kullanılan kısa vadeli nominal faiz oranlarını temsil etmek amacı ile Uluslararası Finans İstatistik raporlarından (IFS) elde edilen interbank faiz oranları kullanılmıştır. Ayrıca çalışmada açıklayıcı değişkenler olarak enflasyonun hedeflenen enflasyon değerlerinden sapması, sanayi üretim endeksinin ve reel efektif döviz kurunun trendin den sapmasının gecikmeli değerleri tercih edilmiştir.

Çalışmada enflasyon açığını hesaplanmak için TCMB'den alınan 2010=100 bazlı TÜFE verisinin aylık değişim oranı ile TCMB beklenti anketlerinde yer alan enflasyon beklenti oranı kullanılmıştır. Modelimizde yer alan ve Taylor kuralının tahmininde önemli bir değişken olan üretim açığının hesaplanmasında IMF (IFS) den alınan 2010=100 baz yıllık sanayi üretim endeksi verisi kullanılmıştır. E-Views 9 programında sanayi üretim verisi, tüfe verisi ve döviz kuru verisine TROMA/SEATS yöntemi ile mevsimsellikten arındırma işlemi uygulanmıştır. Daha sonra ise elde edilen seriden HP (Hodrick-Prescott) filtreleme yöntemi kullanılarak elde edilen seriden potansiyel üretim serisinin çıkartıldığı çıktı açığı (HGAP) serisi elde edilmiştir.

Taylor (1993) Kuralında döviz kuru bileşeni yer almamaktadır. Fakat dışa açık ekonomilerde döviz kuru değişkeni para politikası ve politika faiz oranı için önemli bir unsurdur. Nitekim döviz kurlarında yaşanan değişimler, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde para politikasının hedeflenen amaçları olarak belirlenen enflasyon ve üretim düzeyini etkilemektedir. Bu nedenle MB'nin politika faizlerini belirlerken diğer değişkenler gibi kur değişkenine de önem verilmesi gerektiği savunulmaktadır. Çalışmada kullanılan kur açığı değişkeni için 2010=100 bazlı reel efektif döviz kuru değişkeninden HP filtreleme yöntemi ile trend değer elde edilmiştir. Faiz oranının reel

efektif döviz kuru trendin den sapması (RGAP)'nin piyasa faiz oranının üzerindeki tepkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Bu çalışmada Clarida, Gali ve Gertler'in (1999) da açık ekonomiler için Taylor kuralının geçerliliğini sınadığı model referans alınmıştır.

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait açıklamalar ve verilerin alındığı kaynaklar Tablo 5'de özetlenmiştir.

Tablo 5

Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları

Değişken	Açıklama	Dönemi	Veri Kaynağı
i	İnterbank Faiz Oranları	2001M08-2017M09	IMF-IFS
(π_t)	Tüfe Aylık Oran Verisi	2001M08-2017M09	TCMB-EVDS
(π_t^e)	Beklenti Anketi-12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi (Aritmetik Ortalama)	2001M08-2017M09	TCMB-EVDS
y	Sanayi Üretim Endeksi (GSYİH verileri aylık yayımlanmadığı için y ile proxsilendirilmiştir) (2010=100)	2001M08-2017M09	IMF-IFS
e	Reel Efektif Döviz Kuru (TÜFE bazlı 2010=100)	2001M08-2017M09	FRED

5.4.2. Analiz Sonuçları

Ekonomik modellerde kurulan regresyonun doğru bir ilişkiyi mi yoksa sahte bir ilişkiyi mi gösterdiği, zaman serisinin durağanlık özelliğine bağlıdır. Çalışmada kullanılan değişkenlerin istatistiksel açıdan anlamlı olabilmesi için modelde kullanılan ilgili değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Durağan olmayan seriler ile analiz yapılması modelde sahte ilişkiye sebep olup R^2 değerinin yükselmesine neden olmaktadır. Çalışmada kullanılan serilere ait durağanlık analizleri Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri ile geçikme uzunluğu ise Swarz bilgi kriterine (SIC) göre yapılmıştır. ADF ve PP birim kök testinde hipotez şu şekilde kurulmaktadır;

“ H_0 : Seri Birim Köke Sahiptir.”

“ H_1 : Seri Birim Köke Sahip Değildir.”

Bu hipotez çerçevesinde ADF ve PP test istatistiksel sonucunun mutlak değeri tablo kritik değerinin mutlak değerini aşması durumunda H_0 hipotezi red edilmekte ve H_1 alternatif hipotezi kabul edilmektedir. Böyle bir durumda seri birim kök içermemektedir.

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait ADF ve PP Birim Kök testi sonuçları tabloda 6 'da yer almaktadır.

Tablo 6

ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF						PP		
	Sabitli ve Trendsiz	L	Sabitli	L	Sabitli ve Trendli	L	Sabitli ve Trendsiz	Sabitli ve Trendli	L
$(\pi_t - \pi_t^*)$	-3.787 ^a (0.0002)*	12	-5.699 ^a (0.0000)	12	-5.073 ^a (0.0002)	12	-3.473 ^b (0.0006)	-4.351 ^b (0.0005)	-4.478 ^b (0.0021)
$(e_t - e_t^*)$	-6.492 ^b (0.0000)	1	-6.477 ^b (0.0000)	1	-6.467 ^b (0.0000)	1	-5.023 ^c (0.0000)	-5.011 ^b (0.0000)	-4.995 ^b (0.0003)
$(y_t - y_t^*)$	-3.927 ^b (0.0001)	2	-3.912 ^b (0.0024)	2	-3.901 ^b (0.0138)	2	-12.539 ^b (0.0000)	-12.520 ^b (0.0000)	-12.501 ^b (0.0000)
i	-4.186 ^b (0.0000)	0	-2.708 ^b (0.0744)	0	-1.534 ^b (0.8144)	0	-4.519 ^b (0.0000)	-2.863 ^b (0.0516)	-1.464 ^b (0.8385)
Δi^{**}	-14.491 ^b (0.0000)	0	-15.270 ^a (0.0000)	0	-15.701 (0.0000)	0	-14.657 ^b (0.0000)	-15.200 ^b (0.0000)	-15.679 ^b (0.0000)
(π_t)	-6.105 ^b (0.0000)	12	-7.204 ^b (0.0000)	12	-6.172 ^b (0.0000)	12	-6.449 ^b (0.0000)	-9.726 ^b (0.0000)	-6.366 ^a (0.0000)
(π_t^e)	-3.922 ^b (0.0000)	1	-5.312 ^b (0.0000)	1	-5.991 ^b (0.0000)	1	-7.461 ^b (0.0000)	-12.270 ^b (0.0000)	-9.843 ^b (0.0000)
e	-6.477 ^b (0.0000)	1	-6.492 ^b (0.0000)	1	-6.467 ^b (0.0000)	1	-5.023 ^b (0.0000)	-5.011 ^b (0.0000)	-4.995 ^b (0.0003)

a %1 , b %5 ve c %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

*parantez içindeki değerler Prob. olasılık değerlerini göstermektedir.

** Δ sembolü, değişkenin farkının alınmış olduğunu göstermektedir.

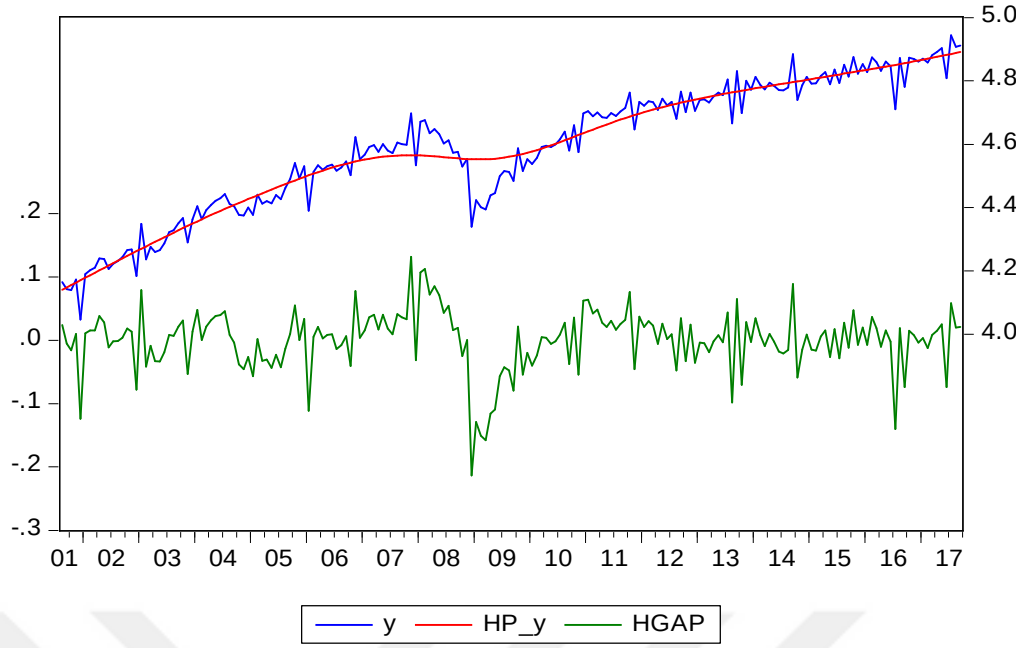
Tablo 6'yı inceledğimizde faiz değişkeni dışında diğer değişkenlerin seviyesinde durağan olduğu tespit edilmiştir. Faiz değişkenini durağan hale getirmek için fark alma işlemi uygulanmış ve 1. farkında durağan hale geldiği görülmüştür.

$$\begin{aligned}
(\pi_t - \pi_t^*) \sim (0) \quad (e_t - e_t^*) \sim (0) \quad (y_t - y_t^*) \sim (0) \\
Enf(\pi_t) \sim (0) \quad Enf(\pi_t^e) \sim (0) \quad i \sim (1)
\end{aligned}$$

5.4.3. Çıktı Açığı, Enflasyon Açığı ve Kur Açığı Tahmin Sonuçları

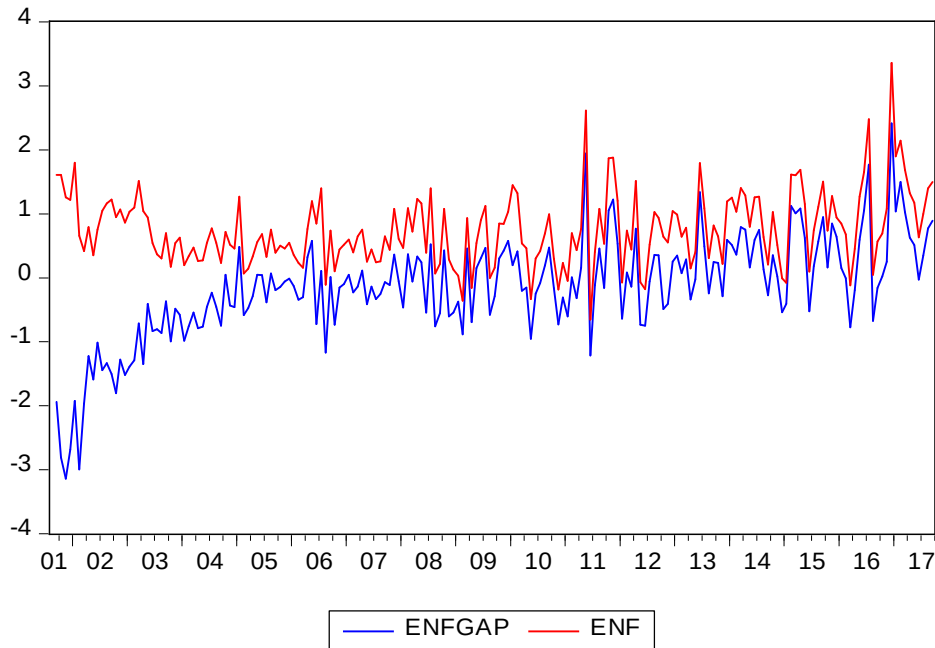
Çıktı açığı, enflasyonun ve politika faizi oranının temel belirleyicilerinden olduğundan politika yapım sürecinde yakından takip edilmesi gereken bir değişken özelliği sergilemektedir.

Literatürde yer alan Taylor kuralı ve enflasyon analizleri çalışmaları incelendiğinde çıktı açığının elde edilmesinde en çok tek değişkenli ve salt istatistiksel yöntem olan HP filtreleme yöntemi kullanıldığı gözlemlenmektedir. Söz konusu yöntem ile mevsimsellikten arındırılmış çıktı açığını hesaplanırken ilgili serinin içerisinde yeralan trend ve konjonktür bileşenleri ayrılmaktadır (Hyeongwoo, 2011, s. 5). HP tahmini sonucunda GSYİH değişkeninden elde edilen trend değerinden reel GSYİH değerini çıkartarak çıktı açığını elde edilmiştir. Çıktı açığını elde etmek için HP filtreleme yöntemi kullanılmasının temel sebebi bu yöntem ile elde edilecek çıktı açığının λ filtreleme katsayısı diğer bir ifade ile uyarlama parametresinin doğru seçimine bağlı olarak durağan bir yapı göstermesidir. Ceza parametresinin değeri, trend bileşenin GSYİH'nin değerlerine ne kadar tepki verdiğini göstermektedir. Çıktı açığının hesaplanmasında GSYİH verilerinde faydalanılmaktadır. Fakat literatürde GSYİH değişkeni yerine sanayi üretim endeksi verileri kullanılan çalışmalar da mevcuttur. Türkiye ekonomisi için Taylor kuralını test ettiğimiz çalışmada potansiyel üretim seviyesi ve çıktı açığı hesaplanırken GSYİH verisi yerine TÜİK 2010=100 baz yıllık sanayi üretim endeksi verilerisinden faydalanılmıştır.



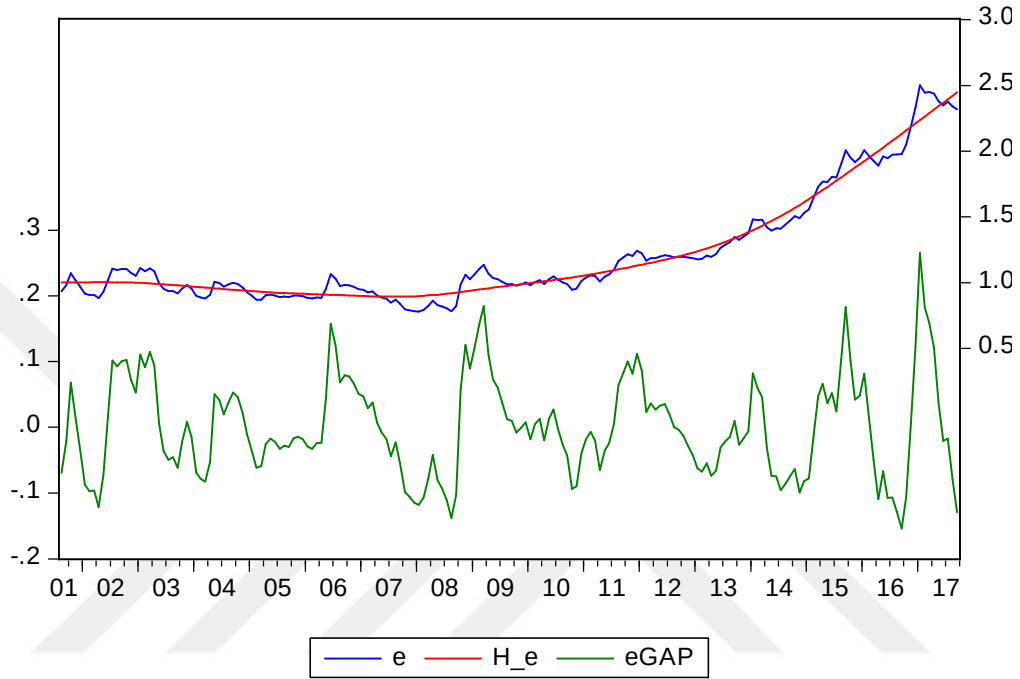
Şekil 9. Hodrick Prescott Çıktı Açığı

Çalışmada 2001:08-2017:09 dönemi için enflasyon açığını elde etmek için TÜFE ve TÜFE beklenti serilerinde faydalanılmıştır. Enflasyon açığı gerçekleşen enflasyon oranından hedeflenen enflasyon oranı çıkarılarak elde edilmektedir ($Enfgap = (\pi_t - \pi_t^e)$). Çalışmada enflasyon açığını elde etmek için kullanılan hedeflenen enflasyon rakamları ise TCMB beklenti anketlerinde alınmıştır.



Şekil 10. Enflasyon Açığı

Kur açığını elde etmek için ise çıktı açığını elde ederken kullandığımız HP filtre yönteminden faydalanılmıştır. Çalışmada kullanılan reel efektif döviz kuru değişkeni için HP filtreleme yöntemi ile bir trend belirlenmiş (HPRDK) ve ilgili değişkenin trendden sapmasının (RGAP) geçikmeli değerleride modele dahil edilerek politika faizi üzerindeki etkisi ölçülmüştür.



Şekil 11. Döviz Kuru Açığı

5.4.4. Taylor Kuralı Model Tahmin Sonuçları

Para otoritelerinin uygulayacağı para politikasını kurala göre mi yoksa ihtiyari olarak mı belirlemesi gerektiği tartışması Altın Standardı döneminde başlayıp günümüze kadar devam eden tartışmalı bir konu olmuştur. Fakat ilgili literatür incelendiğinde son 20 yıllık bir süreçte para politikalarının kural çerçevesinde belirlendiği görüşü hâkim olmaktadır. Ayrıca para politikalarının fiyat istikrarını sağlama temel amacına bağlı kalarak, içinde bulunduğu şartlara göre zaman zaman ihtiyari hareket edilebildiği kurallar kapsamında ele alınmaktadır (Kuttner, 2004, s. 17).

Taylor (1993) çalışmasında bir fonksiyon ile ifade ettiği kuralı için MB'lerin bu para politikası kuralını mekanik bir şekilde uygulamaları gerektiğini belirtmiştir. Ayrıca uygulanan bir para politikasının ülkenin içinde bulunduğu ekonomik şartlara göre ayarlanabileceğini de ifade etmiştir (Taylor, 2000, s. 6). Bu çerçevede Taylor kuralı nominal cıpaye esnek şekilde bağlanan bir kurala dayalı bir para politikasıdır.

Kuralda MB'lerin uygulayacakları politika faiz oranı, gerçekleşen enflasyonun hedeflenen değerinden sapması ve gerçekleşen çıktının potansiyel çıktı düzeyinde sapmasına göre belirlenmektedir. Taylor (1993) kuralına göre enflasyonun hedeflenen değerinden ve gerçekleşen çıktı düzeyinin potansiyel çıktı düzeyinden büyük olması durumu ekonomide talep baskısının bir göstergesi olduğunu belirtir. Ekonomide talep baskısı önlenabilir ise politika faiz oranları bir para politikası aracı olarak kullanılabilir. Clarida, Gali ve Gertler'in (1999) çalışmalarında dışa açık ekonomiler için Taylor kuralının geçerliliğini sınamış ve kuralı kısa dönem faiz oranı (i_t), uzun dönem nominal denge faiz oranını ($r + \pi_t$), t dönemdeki enflasyon açığını ($\pi_t - \pi_t^*$), t dönemdeki çıktı açığını ($y_t - y_t^*$) ve t dönemdeki döviz kuru açığını ($e_t - e_t^*$) şeklinde aşağıda yer alan (22) nolu denklem yardımı ile ifade etmiştir.

$$i_t = r_t + \pi_t + \alpha(\pi_t - \pi_t^*) + \beta(y_t - y_t^*) + \gamma(e_t - e_t^*) \quad (22)$$

Fakat uygulamada merkez bankalarının ekonominin istikrarı bakımından faiz oranlarında ani ve hızlı değişimlere izin vermedikleri, faiz oranlarını (r_t) hedeflenen seviyeye yani piyasada geçerli olacak olan faiz oranına (i_t) aşamalı bir şekilde yaklaştırdıkları doğrultusunda görüşler ağırlıktadır. Bu süreç faiz düzeltme parametresinin (22) nolu denkleme eklenmesini gerektirir. Faiz düzeltme parametresi $p \in [0,1]$ (23) ve (24) nolu ayarlanma mekanizmasıyla modele dâhil edilir (Aklan & Nargeleçekenler, 2008, s. 31).

$$i_t = p(L)r_{t-1} + (1 - p)r_t \quad (23)$$

$$i_t = (1 - p)[r_t + \pi_t + \alpha(\pi_t - \pi_t^*) + \beta(y_t - y_t^*) + \gamma(e_t - e_t^*)] + pr_{t-1} \quad (24)$$

Çalışmada kullanılan araç değişkenlerin belirlenmesi ve tahmin edilen dönem aralığı açısından baktığımızda 2001:08-2017:09 dönemi için tahmin yapılmıştır. GMM modelinde araç değişken seçimi için literatürdeki benzer çalışmalardan yola çıkılarak Brouwer/Gilbert (2005) referans seçilmiştir. Bu çerçevede araç değişkenler; faiz oranı, enflasyon açığının, çıktı açığının ve döviz kuru açığının gecikmeli değerleri olarak belirlenmiştir. Tahmin edilen modelde bağımlı değişken olarak faiz oranı, bağımsız değişken olarak ise bağımlı değişkenin bir dönem gecikmeli, çıktı açığı, enflasyon açığı

ve döviz kuru açığı değerleri kullanılmıştır. Söz konusu modelde araç değişkenler olarak, bağımlı değişkenin bir ve iki, çıktı açığının bir-üç, enflasyon açığını bir-üç ve döviz kuru açığını bir-üç gecikmeli değerleri kullanılmıştır. Ayrıca çalışmada Eviews 9 tahmin sonuçları için HAC (Bartlett Kernel, Newey-West fixed) işlem adımı uygulanmıştır. Bu adımın uygulanmasının nedeni modelde yer alan hatalarda serisel korelasyonu ve değişen varyansın düzeltilmesinden yardımcı olmasıdır.

Tablo 7’de döviz kuru değişkenin de eklendiği dışa açık ekonomiler için oluşturulmakta ve Taylor Kuralının Türkiye Ekonomisinde geçerliliğin sınıandığı GMM tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 7

GMM Tahmin Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN FAİZ ORANI (<i>i</i>)			
	Katsayı	Standart Hata	Olasılık Değ.
<i>i</i>	5.968202 ^{a*}	0.011008	0.0000
<i>α</i>	1.031709 ^a	0.010859	0.0039
<i>β</i>	0.080530 ^a	0.002216	0.0004
<i>γ</i>	-0.075561 ^a	0.001184	0.0030
<i>c</i>	0.080356 ^a	0.031593	0.0018
R ²	0.970307		
Düzeltilmiş R ²	0.970098		
J-statistic	0.479611		
Prob(J-statistic)	0.975455		
Hipotezler	<i>H₀</i> = Araç Değişkenlerde İçsellik Sorunu Yoktur		
	<i>H₁</i> = Araç Değişkenlerde İçsellik Sorunu Vardır		
*a %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.			

Tablo 7’de yer alan Taylor Kuralı GMM tahmin sonuçlarına baktığımızda katsayılar literatürde beklenen şekilde bulunmuştur. MB’nin uzun dönem denge faiz oranının (politika faiz oranı) tahmin katsayısı 5.96, enflasyon açığı katsayısı 1.031, çıktı açığı katsayısı 0.80 ve döviz kuru açığı katsayısı -0.03 olarak tespit edilmiştir. Tablo 9’de tahmin edilmiş olan tüm parametreler %1 ve %5 anlamlılık düzeylerinde anlamlı bulunmuştur. Tahmin sonuçlarında düzeltilmiş R² katsayısının %97 bulunması faiz

oranlarındaki değişimlerin çok yüksek oranda bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını belirtmektedir. Ayrıca model tahmin sonucunda elde edilen Hansen (1982) J-istatistik değeri modelde aşırı belirleme probleminin olmadığını gösteren H_0 hipotezini kabul etmektedir.

Gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyondan sapmasını gösteren enflasyon açığı katsayısı (α) 1.031 olarak tahmin edilmiştir. MB ekonomide diğer değişkenler sabit iken enflasyonun hedeflenen değerinde 1 puanlık bir sapma gerçekleştirmesi durumunda politika faiz oranını 1.031 arttırmalıdır. MB'nın enflasyon oranını düşürmek için kullandığı temel araçlardan birisi faiz oranı değişkenidir. Faiz ve enflasyon arasındaki ilişki Irving Fisher'ın ünlü varlık fiyatlaması denkleminde dayanmaktadır. Denkleminde nominal faiz oranı i , denge durumunda, reel faiz oranı r ve enflasyon oranı π 'nin toplamına eşittir ($i = r + \pi$). Denklem enflasyon oranında meydana gelen bir birimlik artışın faiz oranı üzerinde artışa yol açacağını ifade etmektedir. Özellikle bireyler yüksek enflasyonist ortamlarda tasarruflarını enflasyonun olumsuz etkilerinden korumak için daha yüksek faiz talep edeceklerdir. Sonuçta olarak gerçekleşen enflasyon oranının hedeflenen enflasyon oranının üzerinde gerçekleşmesi durumunda MB sıkı para politikası uygulayarak politika faiz oranını arttırmaktadır.

Son yıllarda para politikası uygulamalarında yakından izlenen bir değişken olan çıktı açığı, ekonominin arz ve talep cephesine yönelik taşıdığı bilgi sebebi ile özellikle enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler için önemli bir değişken haline gelmiştir. Çalışmada diğer değişkenler sabitken gerçekleşen çıktının potansiyel çıktıdan sapmasını gösteren çıktı açığı²¹ katsayısı 0.08 olarak bulunmuştur. Bu durumda gerçekleşen üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyini 1 birimlik aşması durumunda MB politika faiz oranını yaklaşık olarak 0.08 birim arttıracaktır. Çıktı açığı katsayısı Taylor kuralı katsayısı ile işaret ve büyüklük olarak uyumludur fakat tahmin sonucunda elde edilen değerin politika faiz üzerinde etkisi yok denilecek kadar az olmaktadır. Bu nedenle MB bankası politika faiz oranını belirlerken tek başına ekonomideki üretim düzeyine göre hareket etmemelidir.

Ayrıca model tahmin sonucundan reel efektif döviz kurunun trendinden sapmasını gösteren döviz kuru açığının katsayısı -0.07 olarak tespit edilmiştir. Buna göre ulusal paranın dolar karşısında değer kazanması (kaybetmesi) merkez bankasının genişlemeci (sıkı) para politikaları uygulayarak faiz oranlarını 0.07 oranında

²¹ Taylor kuralı tarafından $(\pi_t - \pi_t^*) > 1$ ve $(y_t - y_t^*) > 0$ değerleri önerilmektedir (Taylor 2001:264).

düşürmesine (yükseltmesine) neden olmaktadır. Esnek kur sistemi uygulanan ekonomilerde döviz kuru açığı katsayısının sıfıra yaklaşması beklenirken, Türkiye ekonomisi için yapılan analizde çok yüksek bulunmuştur. Bu durumun oluşmasındaki temel sebebi olarak küresel finansal kriz sonrasında ekonomide yaşanan kısa vadeli sermaye girişlerinin cari işlemler dengesinde bozulmaya yol açması söylenebilir.

Model sonuçlarımızı değerlendirdiğimizde enflasyon açığı, çıktı açığı ve döviz kuru açığının politika faiz oranı üzerindeki etkisi katsayı işareti olarak Taylor (1993) kuralı ile benzer sonuçtadır. Fakat katsayı büyüklüklerini incelediğimizde üç değişkeninde katsayıları Taylor (1993) kuralında elde ettiği katsayılarla uzak değerler olduğu görülmektedir. Çalışmada elde edilen katsayıların etkilerini büyüklük olarak sıraladığımızda ise MB'nin faiz kararlarında enflasyon açığının etkisi nispeten diğer değişkenlerden daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu kapsamda MB iç ve dış dengeyi ve özellikle fiyat istikrarını sağlayacak olan politika faizlerini hangi düzeyde belirlemesi gerektiğini, enflasyon açığı değişkenini bir gösterge olarak kullanmasıyla tespit edebilir.

BÖLÜM VI

SONUÇ

Merkez bankalarının, temel amacı olan fiyat istikrar ve ekonomik büyümeyi sağlamak için nasıl bir para politikası izlemesi gerektiği sorusu kurala dayalı ve ihtiyari para politikaları tartışmaları kapsamında ele alınmaktadır. Kurala dayalı politika argümanını savunanlara göre, kurala bağlı politika uygulamaları ekonomide bir disiplin sağlayarak, MB'na duyulan güvenilirliği arttıracaklarını ifade ederler. Kural politikanın zıttı olan ihtiyari politika ise MB'nin bir kurala bağlı kalmadan içinde bulunduğu şartlar göre istediği politikayı özgürce seçebilmesini ifade etmektedir. Bu politika uygulamasını savunanlara göre ekonomide beklenmeyen bir durum ile karşılaşıldığında MB duruma anında müdahale ederek çözüme kavuşturabilmektedir. Fakat ihtiyari politika savucularının unuttuğu bir nokta vardır. O da zaman tutarsızlığı olgusudur.

Tartışmanın tarihsel sürecine bakıldığında ise; ilk olarak Klasik Altın standardı uygulaması ile literatürde yerini aldığı ve günümüzde ise güncelliğini koruduğu gözlemlenmektedir. Altın standart döneminde uygulanan para politikası ülkelerin para birimlerini standart olarak altına bağlandığı katı bir kural olarak nitelendirilebilir. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra ise Keynesyen politikaları takip etme eğiliminde olan politika yapıcılar, duruma göre (ihtiyari) politika uygulamalarını tercih etmişlerdir. Fakat ihtiyari para politikası uygulamaları sonucunda 1970'lerde başlayıp 1980'ler boyunca devam eden yüksek enflasyon olgusuna neden olmuştur. Yaşanan bu olaylar karşısında iktisatçılar kural politikaların faydalarını düşünüp tekrardan tartışmaya başlamıştır.

Özellikle 1990'lardan itibaren literatürde kural politika uygulamaları (yani para otoritesinin belirlediği bir politikayı uygulaması) konusunda bir görüş birliği sağlandığı tespit edilmiştir. Fakat uygulanacak kuralın ne olması gerektiği sorusuna net bir cevap bulunamamıştır. Nitekim konu ile ilgili literatür incelendiğinde MB'lerin fiyat istikrarı ve ekonomik büyümeyi gerçekleştirmeye yönelik uyguladıkları para politikası kurallarının amaç kurallar ve araç kurallar olmak üzere iki kategoride sınıflandırıldığı tespit edilmiştir. Araç kurallar faiz oranlarının para politikası aracı olarak kullanıldığı politika uygulamalarıdır. MB'ları tarafından en çok tercih edilen türü ise Taylor (1993) kuralıdır. Taylor (1993) kuralı hem enflasyon hem de üretim istikrarına yönelik merkez bankaları için uygun bir para politikası kuralıdır. Söz konusu kural gerçekleşen enflasyon seviyesinin hedeflenen seviyeyi aşması (enflasyona açığı) ve gerçekleşen

üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyini geçmesi (çıktı açığı) durumunda MB'nin politika faiz oranlarını arttırması gerektiğini belirtirken, tersi durumda ise faiz oranlarının düşürmesi gerektiğini ifade etmektedir. Böyle bir durumda ekonomide denge şartı yeniden sağlanacaktır. Fakat bu para politikası kuralı kapalı ekonomi varsayımı altında geçerlidir. Dışa açık ekonomilerde döviz kuru değişkenin de politika faiz oranlarını üzerind etkileri söz konusudur. Bu nedenle Taylor Kuralının Türkiye ekonomisinde geçerliliğini sınıadığımız bu çalışmada döviz kurunda modele dahil ederek üç değişkenin politika faiz oranı üzerindeki etkisi incelenmiştir.

TCMB'nin 1980-2017 yıllar arasında uyguladığı para politikaları incelendiğinde, MB'nin 1980'li yıllarda uyguladığı politikaların kural bazlı politika olduğu fakat bu dönemde MB'nin bağımsız olmaması ve artan bütçe açıklarından dolayı kural politikaların uygulamaya geçirilemediği tespit edilmiştir. MB'nin 1990-2000 döneminde uyguladığı politikalarda kural temelli olmasına rağmen başarı elde edememiştir. Bunun temel sebebi ise MB'nin araç bağımsızlığının olmaması ve enflasyonu düşürmek için uyguladığı program da güçlü bir irade gösterememesi, dolayısıyla kamuoyunun güvenini kazanamaması yer alır. 2001-2004 yılında uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi ve 2005 sonrası uygulamaya geçen ve günümüzde de devam eden açık enflasyon hedefleme rejimi uygulamaları da MB'nin para politikası olarak kural politika uygulamalarını tercih ettiğini göstermektedir.

Bu kapsamda çalışmada 2001:08-2017:09 dönemi için interbank faiz oranı, sanayi üretim endeksi, tüfe, tüfe beklenti serisi ve reel efektif döviz kuru aylık verilerinde yararlanılmıştır. Çalışmadaki seriler aylık olduğu için Eviwes 9 programında TROMA/SEAT uygulaması ile mevsimsellikten arındırma işlemi uygulanmıştır. Daha sonra ise mevsimsellikten arındırılmış veri setlerine Hodrick-Prescott filtreleme yöntemi aracılığı ile açık değişkenler elde edilmiştir. Söz konusu değişkenlerin durağanlıkları *ADF* ve *PP* testleri ile sınanmıştır. Taylor kuralı modelinde kullanılan tüm değişkenlere yönelik yapılan durağanlık analizleri, interbank faiz oranı serilerinin birinci derecen $I(1)$ iken diğer tüm değişkenlerin seviyesinde durağan $I(0)$ olduğu tespit edilmiştir.

Analizde kullanılan değişkenler Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) ile tahmin edilmiştir. Kurulan model spesifikasyonu aracılığıyla kısa vadeli faizlerin, enflasyon açığı, çıktı açığı ve döviz kuru açığına olan duyarlılığı incelenmiştir. Analiz sonucunda kısa vadeli faiz oranlarının enflasyon açığı ve çıktı açığına verdiği tepki katsayılarının, Taylor (1993) kuralındaki katsayılardan uzak değerler olduğu tespit

edilmiştir. Ayrıca reel efektif döviz kurunda meydana gelen bir sapmanın da faiz oranları üzerinde negatif yönde güçlü bir etkiye yol açtığı tespit edilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen katsayılar Türkiye ekonomisi için yapılan çalışmaları destekler niteliktedir.

Sonuç olarak TCMB'nin kurala dayalı ve ihtiyari para politikası tartışmaları kapsamında fiyat istikrarı ve ekonomik büyüme hedefini sağlamak amacı ile kural politika uygulamalarını tercih ettiği tespit edilmiştir. Fakat kural politika uygulamalarından biri olan Taylor kuralının Türkiye ekonomisindeki yüksek enflasyon oranı, finansal piyasalarda yaşanan kırılganlık ve döviz kurlarında meydana gelen aşırı hareketlilikten dolayı geçerli olmadığı tespit edilmiştir.

6.1. Öneriler

Kurala dayalı ve ihtiyari para politikası tartışmaları günümüzde de popülerliğini korumasına rağmen konu ile ilgili literatür 1990 lı yıllardan sonra MB'lerin kural politika üzerinde anlaştığı sonucunu göstermektedir. Konuyu bu çerçevede değerlendirdiğimizde, TCMB piyasalarda rehber görevi üstlenen en üst merci olarak sürpriz kararlar almamalı ve ekonomik aktörlerin beklentilerine göre hareket etmelidir. MB ekonomik aktörler arasında güçlü bir iletişim kurabilmesi için uygulayacağı kural politika şeffaflık kriterine uygun olmalıdır.

TCMB kamuoyundaki güvenilirliğini arttırabilmesi için enflasyon hedeflerine minimum sapma ile ulaşması gerekmektedir. Bu anlamda para politikalarının etki alanına girmeyen kalemleride daha dikkatli bir şekilde takip etmesi gerektiği söylenebilir. Ayrıca merkez bankasının kamuoyundaki güveninin artması çıktı açığının enflasyon üzerindeki etkilerini de arttıracak ve bu durumun enflasyon tahmininde daha gerçekçi sonuçlara yol açabileceği düşünülmektedir.

Türkiye ekonomisinde faiz oranlarının yüksek olması ülkeye gelen sıcak para akışını arttırarak, enflasyon oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Bu sebeple TCMB ne yatırımları azaltacak ve enflasyon artışına yol açacak kadar yüksek bir faiz ne de döviz çıkışını hızlandıracak kadar düşük bir faiz oranı belirlemelidir. Kısaca iç ve dış dengeyi sağlayacak bir politika faiz oranını belirlemeli ve bunu yaparken de enflasyon açığı değişkeninin bir gösterge olarak kullanılması gerektiği söylenebilir.

KAYNAKÇA

- Akat, A. S. (2004). Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi, Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Akdiş, M. (1996). Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye, Afyon: Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Yayınları.
- Aklan, N.A. ve Nargeleçekenler, M., (2008). Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi.
- Ardor, H. M. ve Varlık, S., (2014). İleriye Dönük Yeni Keynesyen Para Politikası Reaksiyon Fonksiyonunun Tahmini: Taylor Kuralı'nın, Mccallum Kuralı'nın, Taylor-Mccallum Melez Kuralı'nın Türkiye Ekonomisinde Geçerliliği, Ekonomik Yaklaşım.
- Arestis P., Sawyer, M. (2001): "New Consensus," New Keynesianism, and the Economics of the "Third Way", Levy Economics Institute of Bard College, New York Working Paper No. 364.
- Aslan, H. (2009). Para Teorisi ve Politikası. Bursa: Alfa Aktüel Yayınevi.
- Atılğan, H. (2009). Parasal Anayasa, Hukuk Ve İktisat Araştırmaları Dergisi Cilt 1, No 1, ISSN: 2146-0817, Ankara.
- Bal, H., Tanrıöver, B. ve Erdoğan, E. (2016). Taylor Kuralı Kapsamında Merkez Bankası Politika Faiz Oranlarının Belirlenmesi: Stokastik Trend Yaklaşımı, Journal of Academic Values Studies (JAVS), ISSN: 2149-8598, Volume, Issue 6.
- Ball, L., (1999). Policy Rules For Open Economies in John Taylor (eds), Monetary Policy Rules, NBER Working Paper , 6760.
- Batini, N., Harrison R. and Millard S., (2001). Monetary Policy Rules For An Open Economy, Bank of England Working Papers.
- Bernanke, B. S. and Mishkin, F. S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, Journal of Economic Perspectives, 11 (2).
- Berument, H., ve B. Neyaptı,(1999). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ne Kadar Bağımsız?, İşletme ve Finans, ss.20-33.
- Bindseil, U. (2004). Monetary Policy Implementation, Theory-Past Present, Oxford University Press.

- Burger, P., Knedlik, T. (2004). The MCI As A Monetary Policy Guide In A Small, Open Emerging Market Economy. The South African Journal of Economics, 72(2).
- Burton, J. (1986). Keynes's Genel Theory: Fifty Years on The Institute of Economic Affairs, London.
- Cengiz, V. (2007). Parasal Aktarım Mekanizmasında Kredi Kanalı'nın Etkinliği Üzerine Bir Analiz: Türkiye Örneği (1990-2006). Doktora Tezi. Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli. <http://tez2.yok.gov.tr/> (Tez No: 226113).
- Chant, J. (2003) "Financial Stability As a Policy Goal," in Essays on Financial Stability, by John Chant, Alexandra Lai, Mark Illing, and Fred Daniel, Bank of Canada Technical Report No. 95 (Ottawa: Bank of Canada), September.
- Chevapatrakul, T., Mizen, P. ve Kim, T., (2002). Predicting Changes in The Interest Rate: The Performance of Taylor Rules Versus Alternatives For The United Kingdom, <http://repec.org./res2016/kimTH.pdf>.
- Clarida, R., J. Gali ve M. Gerdler, (1998). Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence, European Economic Review, 42.
- Clark, E. (1994). Nominal GDP Targeting Rules: Can They Stabilize the Economy? Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Congdon, T. (2008). Keynes, the Keynesians and Monetarism, Edward Elgar Publishing Limited, Glensanda House, Montpellier Parade Cheltenham Glos GL50 1UA, UK.
- Çağlayan, E., (2005). Türkiye'de Taylor Kural'ının Geçerliliğinin Ekonometrik Analizi, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi.
- Çakır, N.Y., (2006). İstikrar Programlarında Nominal Çapa Politikaları ve Türkiye Örneğinde Enflasyon Hedeflemesi, 1.Basım, İstanbul, Azim Yayınları.
- Demir, A. (2002). Farklı Yöntemlerle Tahmin Edilen Üretim ve Üretim Açığının Karşılaştırılması: Türkiye Örneği, (content.csbs.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P400.pdf).(22.09.2017).
- Drew, A. and B. Hunt. (1998). Efficient Simple Policy Rules and The Implications of Potential Output Uncertainty, Journal of Economics and Business, Elsevier, vol. 52, Elgar Publishing Inc.
- Erdal, F., ve Güloğlu, B. (2005). Modelling Real Exchange Rate Behaviour With The Taylor Rule: An Empirical Analysis, Proc. The International Conference on Policy Modeling, EcoMod, İstanbul.

- Ertuğ, D., (2007). Türkiye İçin Faiz Oranı Reaksiyon Fonksiyonu ve Taylor kuralı: Eşbütünleşme Yaklaşımı. Gazi Üniversitesi SBE, Yüksek Lisans Tezi.
- Eschanhof, S. (2009). Standart Taylor Rules Revisited – A Cross Country Study for European Countries, Technische Universtat Darmstadt Discussion Papers in Economics, vol. 196.
- Evans, C. L. (1998). Real-time Taylor Rules and the Federal Funds Futures Market, Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, Third Quarter, September.
- Friedman, M. (1956). Studies in Quantitiy Theory of Money, The University of Chicago Press, U.S.A.
- Froyen, Richard T. (2002). Macroeconomics: Theories and Policies, 5th Edition, New Jersey, Prentice Hall.
- Fung, J. (2005). Estimating a Monetary Policy Reaction Function for the Dominican Republic, International Economic Journal, Korean International Economic Association, vol. 19.
- Gaspar, V. and Smets, F. (2002). Monetary Policy, Price Stability and Output Gap Stabilization, European Central Bank, International Finance, Volume 5, Issue 2.
- Gavin, W. T., B. D. Keen and M. R. Pakko. (2009). Taylor-Type Rules and Permanent Shifts in Productivity Growth, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper, vol. 049A.
- Gerlach, S. and G. Schnabel. (2000). The Taylor Rule and Interest Rates in the EMU Area, Economics Letters, vol. 67.
- Gögöl, P.K. ve Songur, M., (2016). “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Araç Kural “Taylor Kuralı” Mı?, Maliye Araştırmaları Dergisi, Yıl:2, Cilt:2, Sayı:1.
- Greene, W. H. (2003). Econometric Analysis. ABD, Prentice Hall.
- Greenspan, A. (1994). Subcommittee on Economic Growth and Credit Formulation of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S.
- Greiber, C., ve Herz, B., (2000). Taylor Rules in Open Economies, Working Paper Bayreuth University.
- Gujarati, D. N. (1999). Temel Ekonometri, Literatür Yayınevi, İstanbul,
- Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP). (2002) TCMB. 05.06.2017 tarihin de <http://www.tcmb.gov.tr>.

- Günel, M. (2001). Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları. İMKB Yayınları, İstanbul.
- Hansen, L. P. (1982). Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica, Journal of the Econometric Society*, 1029-1054.
- Hanson, B. and Lindberg, H. (1994). "Monetary Conditions Index- A Monetary Policy Indicator", *Quarterly Review, Sveriges Riskbank*.
- Hetzel, Robert L., The Rules versus Discretion Debate Over Monetary Policy in the 1920s (1985). *Economic Review*, vol. 71, no. 6, November/December 1985, pp. 3-14. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2118878>.
- Hodrick, R. J. and Prescott, E. C. (1997). Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.29, No.1.
- Holtrop, W. M. (1963). Monetary Policy in an Open Economy: Its Objectives, Instruments, Limitations, and Dilemmas. *Essays in International Finance*, No.43.
- Hsing, Y. (2009). Is the Monetary Policy Rule Responsive to Exchange Rate Changes? The Case of Indonesia, Malaysia, the Philippines and Thailand, *International Review Economics*, vol. 56.
- <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar> (Erişim Tarihi 04.06.2017)
- <https://www.tbb.org.tr/Content/dijitalkitaplar/istikrar/tbbfiyatistikrari.html> (Erişim saati: 01.05.2017 02:45).
- İklaga, F. O. (2008). Estimating a Monetary Policy Reaction Function For The Central Bank of Nigeria (1999-2007), Unpublished Paper, Columbia University.
- İmren, A. ve Akman, V. (1994). Türkiye'de ve Dünyada Enflasyon, Era Yayıncılık, İstanbul.
- Kaytancı, B. G., (2005). "Merkez Bankası Para Politikası Tepki Fonksiyonu: 1990-2003 Türkiye Uygulaması. Doktora Tezi, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kesiyerli, M., Koçaker, İ.İ. (1999). Monetary Conditions Index: A Monetary Policy Indicator For Turkey, CBRT Discussion Paper, 9908.
- Kesriyeli, M. ve Yalçın, C., (1998). Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, No:9802.
- Keyder, N (2012). Para Teori, Politika, Uygulama. 12. Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım.

- Kozicki, S., (1999). How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Second Quarter.
- Kydland, F. and Prescott, E. C. (1977). Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plan, Journal of Political Economy, Vol. 85, No. 3, Jun.
- Lebe, F., ve Bayat, T., (2011). Taylor kuralı: Türkiye için Bir Vektör Otoregresif Model Analizi, Ege Akademik Bakış.
- Lipsey, R. G., Paul N. C. and Christopher, T.S.R, (1999). Economics, 12th Edition, MA:Addison-Wesley.
- Lipsey, R.G., Steiner, P. O. and Purvis D. D. (1984), Economics, Harper and Row Publishers, New York.
- Mayer, T., Duesenberry, J. S. and Allber, R. S. (1990). Money Banking and Economy, Fourth Edition, New York&London: W.W.Norton &Compony Inc.
- McCallum, B. T., (2002). The Use of Policy Rules in Monetary Policy Analysis, Shadow Open Market Committee Speech, U.S.A.
- Mehra, Y. P. (1994). A Federal Funds Rate Equation, Mimeo, Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper.
- Meltzer, Allan H., (1995). Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective, Journal of Economic Perspectives, Volume 9, Number 4.
- Miller, Roger LeRoy ve Vanhoose, David D. (1993). Modern Money and Banking, Third Edition, USA: McGraw-Hill International Editions.
- Mishkin F.S, (2002). The Role of Output in the Conduct of Monetary Policy, NBER Working Paper.
- Mishkin, F. S. (2000b). Para Teorisi – Politikası. (Çev: İlyas Işıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz) İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Mishkin, Frederick S. (2006b). The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Second Edition, Illinois, USA: Scott, Foresman&Co.
- Monticelli, C. and O. Tristani. (1999). What Does the Single Monetary Policy Do?, A SVAR Benchmark for the European Central Bank, European Central Bank Working Paper Series, vol. 2.
- Moura, M. L. and A. D. Carvalho. (2010). What can Taylor Rules Say About Monetary Policy in Latin America, Journal of Macroeconomics, vol. 32 (1).

- Narasimhan, M., (1980). "Credit Planning in India: Its Rational and Content", in Money and Monetary Policy in Less Developed Countries: A Survey of Issues and Evidence, Oxford: Pergamon Press.
- Nelson E., (2000). UK Monetary Policy 1972-1997: A Guide Using Taylor Rules, Bank of England Working Paper, No:120.
- Neumann, J.M.M. and Hagen, J. (2002). Does Inflation Targeting Matter?, The Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August.
- Omay, T., ve Hasanov, M., (2010). Türkiye için Reaksiyon Fonksiyonunun Doğrusal Olmayan Modelle Tahmin Edilmesi, Çankaya University Journal of Humanities and Social Sciences, 467-490.
- Ongan, T. H., (2004). "Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor kuralı: Türkiye Örneği". Maliye Araştırma Merkezi Konferansı, Kırk besinci Seri, 1-12.
- Onur, S., (2008). Türkiye Ekonomisinde Faiz Oranları-Enflasyon İlişkisi Üzerine Bir Model Denemesi (1980- 2005). Journal of Qafqaz University, 123-145.
- Orhan, O. Z. ve Erdoğan, S. (2007). Para Politikası. Ankara: Yazıt Yayın-Dağıtım.
- Orhan, O. Z. ve Erdoğan, S. (2013). İktisada Giriş. Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Önder, T. (2005). Para Politikası: Amaçları, Araçları ve Türkiye Uygulaması, TCMB, Uzmanlık Tezi, Ankara.
- Österholm, P., (2003). The Taylor Rule: A Spurious Regression?, Uppsala University, Department of Economics Working Paper Series: 20.
- Özatay, F. (2015). Parasal İktisat Kuram ve Politika, 4. Basım, Ankara, Efil Yayınevi.
- Özcan, S. (2006). Para Politikası Tercihleri İle Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi, TCMB, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Parasız, İ. (1998). Para Politikası Türkiye Uygulaması, Ezgi Kitabevi Yayınları, Besinci Baskı, Bursa.
- Parasız, İ. (2009). Para Teorisi ve Politikası, Ezgi Kitabevi Yayınları, İkinci Baskı, Bursa.
- Parasız, İ., Özer, M. (2005). Bugünkü İktisadın Temelleri, Aktüel Yayınları, İstanbul.
- Patel, I. G. (1980). Selective Credit Controls in Underdeveloped Economies, in Money and Monetary Policy in Less Developed Countries: A Survey of Issues and Evidence, Oxford: Pergamon Press.
- Paya, M. (2007). Para Teorisi ve Para Politikası, Filiz Kitap Evi, İstanbul.

- Plantier L.C. and Scrimgeour, D. (2002). Estimating Taylor Rule for a New Zealand with a Time-Varying Neutral Real Rate, Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series, DP: 2002/06.
- Poole, W. (1999). Monetary Policy Rules. Federal Reserve Bank of Saint Louis
- Qin, T. and W. Enders. (2008). In-sample and Out of Sample Properties of Linear and Nonlinear Taylor Rules, Journal of Macroeconomics, vol. 30. Review, March / April.
- Rose, P. (1986). Money and Capital Markets, The Financial System in the Economy, 2th Edition, Texas: Bussiness Publications, Inc.
- Savaş, V. (1994). Politik İktisat, Beta Basım Yayım, 2.Baskı, İstanbul.
- Schinasi, G. J. (2004). Defining Financial Stability, IMF Working Paper, vol. 04/187.
- Schioppa, T. P. (2002). Central Banks And Financial Stability: Exploring The Land in Between. Second ECB Central Banking Conference on the Transformation of the European Financial System, 24-25 October.
- Serin, V. (1998). İktisat Politikası Seçme Konular: Para Politikası, Maliye Politikası Uluslararası İktisat Politikası, 1.baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, Ltd. Şti.
- Seyidoğlu, H. (2013). Uluslararası İktisat, Gizem Can Yayınları,19. Baskı, İstanbul.
- Snowdon, B. and H. R. Vane. (2005). Modern Macroeconomics. A Modern Guide To Macroeconomics, Edward Elgar.
- Stark, T. and D. Croushore. (1998). Evaluating McCallum's Rule When Monetary Policy Matters, Journal of Macroeconomics, 20 (3).
- Sürmeli, O. (2014). Merkez Bankası Faiz Kuralı Çerçevesince Taylor Kuralının İncelenmesi. Yüksek Lisans Tezi.
- Süslü, B. ve Dişbudak, C. (2012). TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI), Yönetim ve Ekonomi, Celal Bayar Üniversitesi, İ.İ.B.F. Cilt:19 Sayı:2.
- Svensson, L.E.O. (1998). Open Economy Inflation Targeting, NBER Working Paper Series: 6545.
- Taylor, J.B., (1993). Discretion Versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Serieson Public Policy, 195-214.
- Taylor, J.B., (2001). The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules, The American Economic Review, 263-268.

- Taylor, J. B. (1998a). An Historical Analysis of Monetary Policy Rules, National Bureau of Economic Research Working Paper, vol. 6768.
- TCMB (2004). TCMB Para Politikasının Çerçevesi, Merkez Bankası Yayınları.
- TCMB, Yıllık Rapor 1997.
- TCMB, Yıllık Rapor 1998.
- TCMB, Yıllık Rapor 1999.
- TCMB, Yıllık Rapor 2000.
- TCMB, Yıllık Rapor 2001.
- TCMB, Yıllık Rapor 2002.
- TCMB, Yıllık Rapor 2003.
- TCMB, Yıllık Rapor 2005.
- TCMB, Yıllık Rapor 2010.
- TCMB, Yıllık Rapor 2013.
- TCMB, Yıllık Rapor 2016.
- Thornton Daniel L. (1986). The Discount Rate and Market Interest Rates: Theory and Evidence., Federal Reserve Bank of St. Louis Review, vol. 68.
- Tokel, D. (2011). Para Politikası ve Faiz Kararları Arasındaki İlişki: Teorik Ve Uygulamalı Yaklaşım, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Tez No:304318).
- Van Overtveldt, J. (2008). Bernanke's Test: Ben Bernanke, Alan Greenspan, and the Drama of the Central Banker, Agate Publishing, Chicago.
- Wooldridge, J. M. (2002). Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data, Cambridge, UK, The MIT Press.
- Yap, T. J. (2003). The Output Gap And Its Role in Inflation-Targeting in the Philippines, Philippine Institute for Development Studies, Discussion Paper Series, No: 10.
- Yapraklı, S. (2007). Döviz Kuru Rejimleri ve Merkez Bankacılığı: Türkiye Üzerine Uygulamalar. 1. Baskı, Ankara, İmaj Yayın Evi.

EKLER

EK-1 Çalışmada Kullanılan Değişkenlerin Hesaplanma Yöntemi

Enflasyon Oranı (Enf)	$\ln(tufe_t) - \ln(tufe_{t-1})$
Enflasyon Açığı (Enfgap)	Enf-Hedeflenen Enflasyon Oranı
Çıktı Açığı(Hgap)	$(\ln sau - \ln potansiyel sau)$
Döviz Kuru Açığı(RGAP)	$(\ln rd_k_t - \ln rd_k_{t-1})$

EK-2 GMM Model Spesifikasyonu

Estimation Command:
GMM (INSTWGT=HAC, GMMITER=1) IR IR(-1) HGAP ENFGAP RGAP C @ HGAP(-1) ENFGAP(-1) RGAP(-1) ENFGAP(-2) RGAP(-2) ENFGAP(-3) HGAP(-2) RGAP(-3)
Estimation Equation:
$IR = C(1)*IR(-1) + C(2)*HGAP + C(3)*ENFGAP + C(4)*RGAP + C(5)$
Substituted Coefficients:
$IR = 5.96820281465*IR(-1) + 1.0317098758893*ENFGAP + 0.08053057668724*HGAP - 0.07556176267583*RGAP + 0.080355992942$

EK-3 GMM Tahmin Sonuçları

Dependent Variable: IR		
Method: Generalized Method of Moments		
Date: 12/12/17 Time: 12:23		
Sample (adjusted): 2001M12 2017M09		
Included observations: 190 after adjustments		
Linear estimation with 1 weight update		
Estimation weighting matrix: HAC (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 5.0000)		
Standard errors & covariance computed using estimation weighting matrix		
Instrument specification: HGAP(-1) ENFGAP(-1) RGAP(-1) ENFGAP(-2) RGAP(-2) ENFGAP(-3) HGAP(-2) RGAP(-3)		
Constant added to instrument list		

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IR(-1)	5.968202	0.011008	7.95785	0.0000
ENFGAP	1.031709	0.010859	-2.919937	0.0039
HGAP	0.080530	0.002216	3.633922	0.0004
RGAP	-0.075561	4.001184	-3.004430	0.0030
C	0.080356	0.031593	2.543487	0.0018
R-squared	0.970307	Mean dependent var		2.958668
Adjusted R-squared	0.970098	S.D. dependent var		0.602116
S.E. of regression	0.059917	Sum squared resid		0.664166
Durbin-Watson stat	2.309225	J-statistic		0.479611
Instrument rank	9	Prob(J-statistic)		0.975455

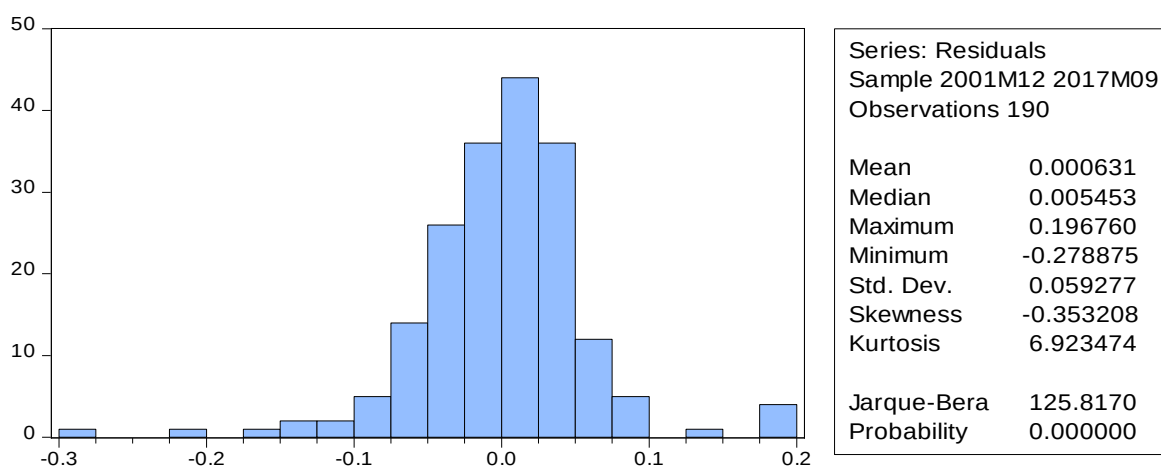
EK-4 GMM Modeli Araç Değişken Seçimi Güvenilirlik Sonuçları

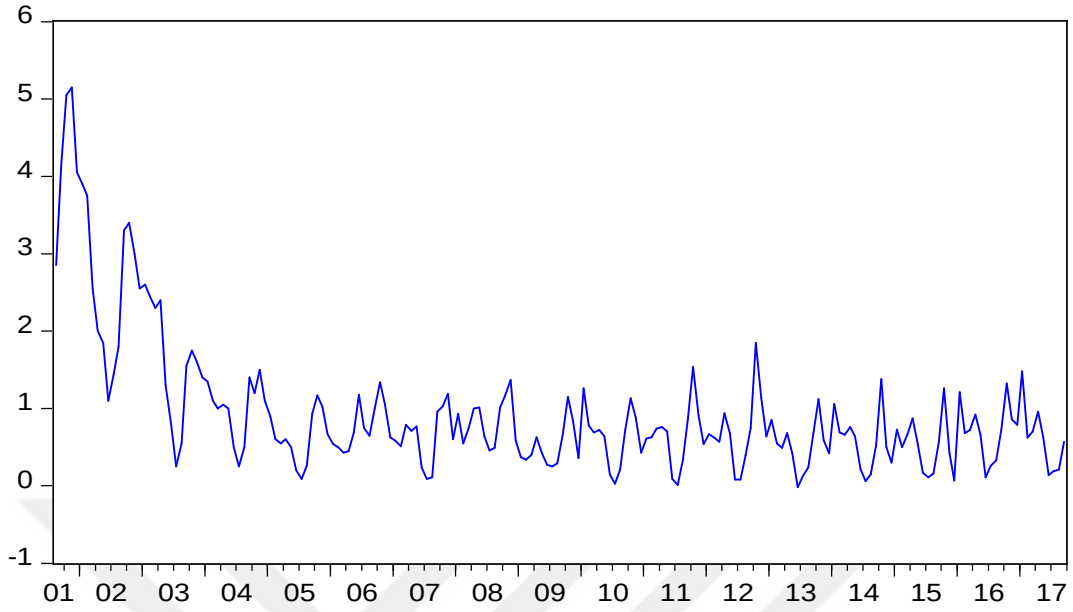
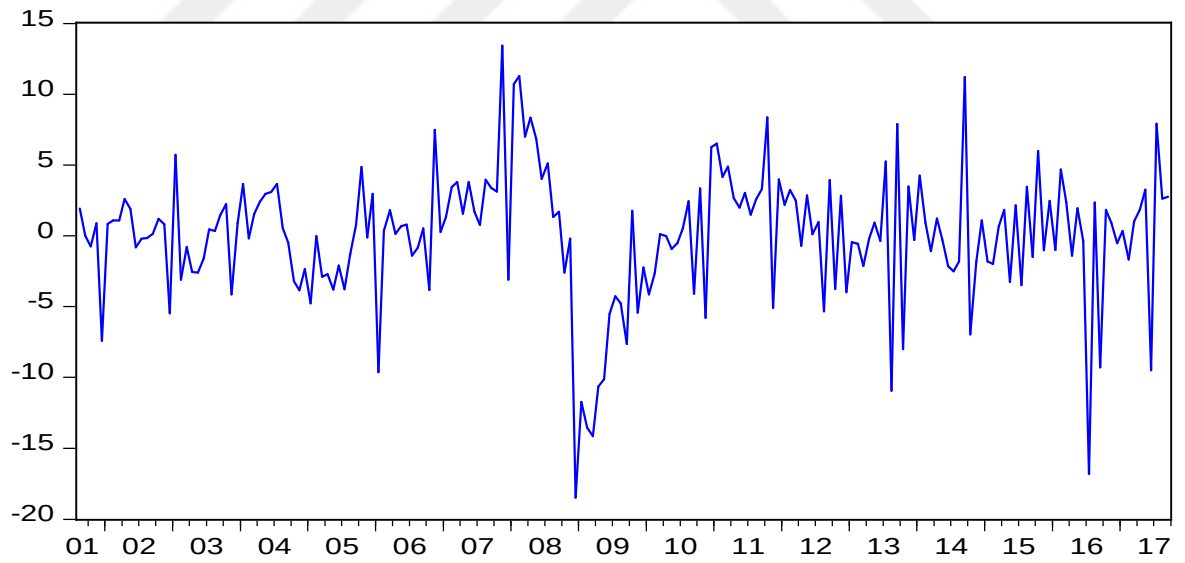
Redundant Variables Test				
Null hypothesis: ENFGAP are jointly insignificant				
Equation: GMM1				
Specification: IR IR(-1) HGAP ENFGAP RGAP C				
Instrument specification: HGAP(-1) ENFGAP(-1) RGAP(-1) ENFGAP(-2) RGAP(-2) ENFGAP(-3) HGAP(-2) RGAP(-3)				
Redundant Variables: ENFGAP				
	Value	df	Probability	
Difference in J-stats	8.756465	1	0.0031	
J-statistic summary:				
	Value			
Restricted J-statistic	9.236076			
Unrestricted J-statistic	0.479611			
Restricted Test Equation:				
Dependent Variable: IR				

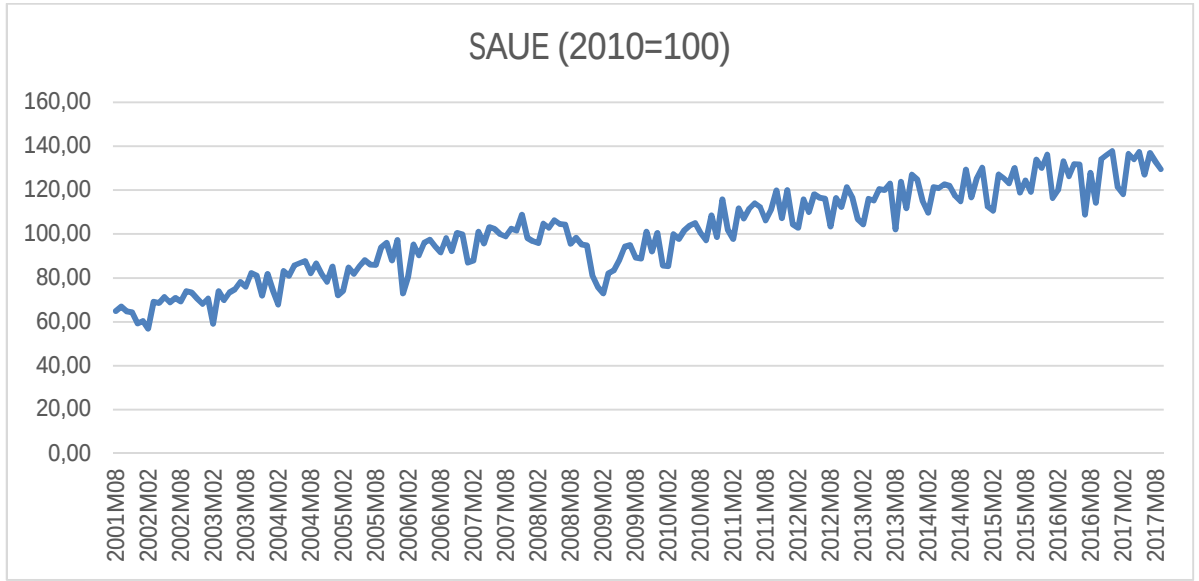
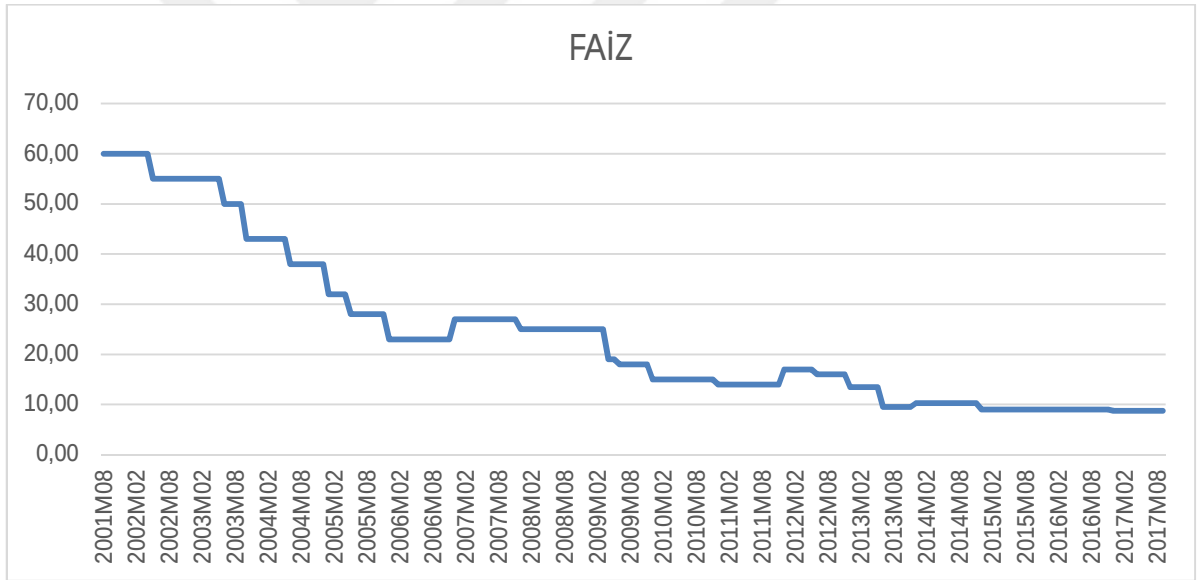
Method: Generalized Method of Moments				
Date: 12/12/17 Time: 12:29				
Sample (adjusted): 2001M12 2017M09				
Included observations: 190 after adjustments				
Fixed weighting matrix for test evaluation				
Standard errors & covariance computed using estimation weighting matrix				
Instrument specification: HGAP(-1) ENFGAP(-1) RGAP(-1) ENFGAP(-2) RGAP(-2) ENFGAP(-3) HGAP(-2) RGAP(-3)				
Constant added to instrument list				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IR(-1)	5.996693	0.005028	198.2400	0.0000
HGAP	0.075404	0.001995	2.708713	0.0074
RGAP	-0.031852	0.001016	-1.822661	0.0700
C	0.001204	0.016012	0.075213	0.9401
R-squared	0.992426	Mean dependent var		2.958668
Adjusted R-squared	0.992304	S.D. dependent var		0.602116
S.E. of regression	0.052823	Sum squared resid		0.518981
Durbin-Watson stat	2.283128	J-statistic		9.236076
Instrument rank	9	Prob(J-statistic)		0.100010
Redundant Variables Test				
Null hypothesis: RGAP are jointly insignificant				
Equation: GMM1				
Specification: IR IR(-1) HGAP ENFGAP RGAP C				
Instrument specification: HGAP(-1) ENFGAP(-1) RGAP(-1) ENFGAP(-2) RGAP(-2) ENFGAP(-3) HGAP(-2) RGAP(-3)				
Redundant Variables: RGAP				
	Value	df	Probability	
Difference in J-stats	9.270559	1	0.0023	
J-statistic summary:				
	Value			
Restricted J-statistic	9.750170			
Unrestricted J-statistic	0.479611			
Restricted Test Equation:				

Dependent Variable: IR				
Method: Generalized Method of Moments				
Date: 12/12/17 Time: 12:33				
Sample (adjusted): 2001M12 2017M09				
Included observations: 190 after adjustments				
Fixed weighting matrix for test evaluation				
Standard errors & covariance computed using estimation weighting matrix				
Instrument specification: HGAP(-1) ENFGAP(-1) RGAP(-1) ENFGAP(-2) RGAP(-2) ENFGAP(-3) HGAP(-2) RGAP(-3)				
Constant added to instrument list				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IR(-1)	5.978319	0.010341	94.60588	0.0000
HGAP	0.084587	0.001867	2.456773	0.0149
ENFGAP	1.015622	0.009322	-1.675709	0.0955
C	0.052787	0.029830	1.769554	0.0784
R-squared	0.992690	Mean dependent var		2.958668
Adjusted R-squared	0.992573	S.D. dependent var		0.602116
S.E. of regression	0.051892	Sum squared resid		0.500855
Durbin-Watson stat	2.243443	J-statistic		9.750170
Instrument rank	9	Prob(J-statistic)		0.082632

EK-5 Taylor Modeli Normallik Sinamasi



EK-6 Enflasyon Açığı**ENFLASYON AÇIĞI SERİSİ****EK-7 Hodrick Prescott Çıktı Açığı****HGAP**

EK-8 Sanayi Üretim Endeksi Serisi**EK-9 Faiz Oranı Serisi**

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Esmâ ERDOĞAN
Doğum Yeri ve Tarihi : SEYHAN / 05.06.1990
E-posta : esma01erdogan@gmail.com

EĞİTİM BİLGİLERİ

Üniversite (Yüksek Lisans) : Çukurova Üniversitesi

Üniversite (Lisans) : Kilis 7 Aralık Üniversitesi

Lise : Adana Kız Lisesi (Fen Bilimleri)

Yabancı Dil : 73,75