

T.C.  
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
DOKTORA TEZİ

145426

**KURALA BAĞLI PARA POLİTİKASI KAPSAMINDA  
PARASAL HEDEFLEME: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Aylin ABUK DUYGULU

Danışman  
Prof. Dr. Temel ERGUN

145426

2004

## YEMİN METNİ

Doktora Tezi olarak sunduğum "Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme: Türkiye rneği" adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden olduğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

29 / 07 / 2004


Aylin ABUG DUYGULU





## TUTANAK


Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü' nün ..... /..... / 2004 tarih ve ..... sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisanüstü Öğretim Yönetmeliği'nin ..... maddesine göre İktisat Anabilim Dalı Doktora öğrencisi Aylin ABUK DUYGULU' nun "Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme: Türkiye Örneği" konulu tezi incelenmiş ve aday 20.10.2004 tarihinde, saat 10<sup>30</sup> da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.


Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 20.. dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin .... başarılı..... olduğuna oy .birleşti..... ile karar verildi.

  
BAŞKAN  
Prof. Dr. Murzaffer DEMİRÇİ

  
ÜYE  
Prof. Dr. Nese KUMRAL

  
ÜYE  
Doç. Dr. Utku UTKUCU

  
ÜYE  
Prof. Dr. Temel ERGÜN

  
ÜYE  
Doç. Dr. İlhan BARAY

**YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ**  
**TEZ VERİ FORMU**

**Tez/Proje No:**

**Konu Kodu:**

**Üniv. Kodu**

Not: Bu bölüm merkezimiz tarafından doldurulacaktır.

**Tez Yazarının**

**Soyadı:** ABUK DUYGULU

**Adı:** Aylın

**Tezin Türkçe Adı:** Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme:  
Türkiye Örneği

**Tezin Yabancı Dildeki Adı:** Monetary Targeting in the Context of Rule Based  
Monetary Policy: The Turkish Case

**Tezin Yapıldığı**

**Üniversite:** Dokuz Eylül Üniversitesi **Enstitü:** Sosyal Bilimler Enstitüsü **Yıl:**2004

**Diğer Kuruluşlar:**

**Tezin Türü:**

**Yüksek Lisans:**

**Dili:** Türkçe

**Doktora:**

**Sayfa Sayısı:** XII + 191

**Tıpta Uzmanlık:**

**Referans Sayısı:** 222

**Sanatta Yeterlilik:**

**Tez Danışmanınının**

**Ünvanı:** Prof. Dr.

**Adı:** Temel

**Soyadı:** ERGUN

**Türkçe Anahtar Kelimeler:**

- 1- Parasal Hedefleme
- 2- Para Politikası
- 3- Durağanlık
- 4- Koentegrasyon

**İngilizce Anahtar Kelimeler:**

- 1- Monetary Targeting
- 2- Monetary Policy
- 3- Stationarity
- 4- Cointegration

**Tarih:** 29 / 07 / 2004

**İmza:**

**Tezimin Erişim Sayfasında Yayınlanmasını İstiyorum Evet**

**Hayır**



## Ö Z E T

Parasal hedefleme stratejisi; bir enflasyonla mücadele stratejisidir. Çünkü enflasyon, yarattığı belirsizlik nedeniyle, ekonomik birimlerin karar mekanizmalarını ve geleceğe ilişkin davranışlarını olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle, enflasyonu önlemeye çalışan bu stratejinin temel amacı, fiyat istikrarıdır.

1990'lı yılların başlarında, parasal hedefleme stratejisinin Türkiye'de, fiyat istikrarından çok, TCMB'nin kendi bilanço büyüklüğünü kontrol edebilmesine yönelik uygulandığı, daha sonraki dönemlerde ise, finansal istikrarı sağlama çabasının ön planda olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, enflasyonla gerçek anlamda mücadelenin, 2000'li yıllarda başladığı söylenebilir. Aynı zamanda 2000'li yıllar, TCMB'nin, hedefleme stratejisinde değişikliğe gitmek istediği yıllardır ve TCMB, enflasyon hedeflemesinden daha sık söz eder hale gelmiştir.

Parasal hedefleme stratejisinin, enflasyonla mücadelede başarılı olabilmesi için, MB'nin temel amacı olan enflasyon ile ara hedef olarak seçilen büyüklük arasında güçlü bir bağ olması ve ara hedef olarak seçilen büyüklüğün, MB tarafından kontrol edilebilir olması gibi ön koşullar gerekmektedir.

Bu çalışmanın amacı; parasal hedefleme stratejisini açıklamak, 1990-2003 yılları arasında Türkiye'de uygulanan para politikalarını, parasal hedefleme stratejisi bağlamında değerlendirmek ve parasal hedefleme stratejini uygulayabilmek için gerekli olan koşulların sağlanıp sağlanmadığını, zaman serilerine dayalı koentegrasyon analizi yardımıyla ortaya koymaktır. Çalışmanın önemli özelliklerinden biri, parasal hedefleme stratejisinin uygulanabilme koşullarını, zaman serisi verilerine dayalı koentegrasyon analizi aracılığıyla test etmesidir. Ayrıca, parasal hedefleme stratejisi açısından önemli olan para talebinin istikrarının, çok değişkenli koentegrasyon tekniği kullanılarak araştırılması ve olası yapısal kırılmaların para talebinin istikrarı üzerindeki etkilerinin de dikkate alınması, çalışmanın diğer önemli özellikleri arasındadır.

Bu çalışmada, para arzının enflasyonun tek belirleyicisi olmadığı ve bu nedenle tek çıpası parasal bir büyüklük olan parasal hedefleme stratejisinin, fiyat istikrarını sağlamada, yeterli bir strateji olmadığı sonucuna varılmıştır.

## ABSTRACT

Monetary targeting strategy is one of the anti-inflationary policy tools. Inflation, causing uncertainty, affects negatively the decision making process and future behaviours of economic agents. Therefore, the principal aim of this strategy is the realization of price stability.

At the beginning of 1980's, the monetary targeting strategy was mainly used to control Central Bank balance sheet rather than to achieve the price stability. But later in this period, the priority has been given to the financial stability. However, the implementation of the anti-inflationary policies has really began with the years 2000. From the beginning of 2000, Central Bank gave the signs of changing the monetary targeting strategy and showed several times its intention to give up monetary targeting practice in favour of inflation targeting.

For the success of monetary targeting strategy as an anti-inflationary policy tool, there must be a strong relationship between Central Bank primary object, namely inflation, and monetary aggregate chosen as intermediate target and also this monetary aggregate needs to be fully controlled by Central Bank.

The aims of this study are to explain the monetary targeting strategy, to evaluate the monetary policy applied in Turkey between 1990-2003 in the context of monetary targeting strategy, to determine whether the conditions required to implement this strategy are met using time series techniques especially cointegration analysis. Probably the most important part of the study is to test the conditions under which monetary targeting strategy is applicable using cointegration analysis. Furthermore, other important features of the study are to determine whether the money demand is stable, which is needed to apply monetary targeting strategy, using multivariate cointegration analysis and to search the effects of possible structural breaks on the money demand stability.

The econometric application carried out has shown that the money supply is not the only determinant of inflation as indicated by quantity theorists and monetarists and so that monetary targeting strategy, of which the main anchor is a monetary aggregate, is not a sufficient strategy to achieve price stability.

**KURALA BAĞLI PARA POLİTİKASI KAPSAMINDA PARASAL HEDEFLEME:  
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

	<b>Sayfa</b>
YEMİN METNİ.....	II
TUTANAK .....	III
YÖK DOKÜMANTASYON MERKEZİ TEZ VERİ GİRİŞ FORMU.....	IV
ÖZET .....	V
ABSTRACT.....	VI
İÇİNDEKİLER .....	VII
KISALTMALAR .....	X
TABLolar LİSTESİ .....	XI

GİRİŞ .....	1
1. Araştırmanın Önemi ve Amacı.....	1
2. Araştırmanın Yöntemi.....	2
3. Araştırmanın Planı.....	3

**BİRİNCİ BÖLÜM**

**PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİ**

1. PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİ: TANIM VE AÇIKLAMA.....	4
2. PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİNİN TEORİK TEMELLERİ.....	11
2.1. Kurallar ve İnisiyatif Tartışması.....	12
2.2. Zaman Tutarsızlığı Sorunu .....	21
3. PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİNİN ÖZELLİKLERİ.....	29
3.1. Basit Kural Uygulamasıdır .....	31
3.2. Miktar Teorisine Dayanır.....	33
3.3. Ara Hedef Uygulamasıdır .....	39
3.4. Nominal Çıpa Uygulamasıdır.....	41
3.5. Arz ve Talep Şoklarına Karşı Bir Politika Uygulamasıdır.....	43
4. PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİ VE DİĞER HEDEFLEME STRATEJİLERİ .....	45
4.1. Döviz Kuru Hedeflemesi .....	46
4.2. Faiz Oranı Hedeflemesi.....	48
4.3. Enflasyon Hedeflemesi.....	52
4.4. Nominal Gelir Hedeflemesi .....	57

5. PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİNİN UYGULANDIĞI ÜLKELER .....	60
5.1. Almanya (Bundesbank) .....	62
5.2. İsviçre (Swiss National Bank) .....	67
5.3. Avrupa Merkez Bankası'nın Para Politikası .....	70
6. DEĞERLENDİRME .....	73

## İKİNCİ BÖLÜM

### PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİ BAĞLAMINDA 1990 SONRASI TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

1. 1990 YILI PARA POLİTİKASI .....	77
2. 1991 YILI PARA POLİTİKASI .....	81
3. 1992 YILI PARA POLİTİKASI .....	84
4. 1993 YILI PARA POLİTİKASI .....	86
5. 1994 YILI PARA POLİTİKASI .....	89
6. 1995 YILI PARA POLİTİKASI .....	92
7. 1996 YILI PARA POLİTİKASI .....	95
8. 1997 YILI PARA POLİTİKASI .....	98
9. 1998 YILI PARA POLİTİKASI .....	99
10.1999 YILI PARA POLİTİKASI.....	102
11.2001 YILI PARA POLİTİKASI.....	104
12.2002 YILI PARA POLİTİKASI.....	106
13.2003 YILI PARA POLİTİKASI.....	110
14.DEĞERLENDİRME.....	112

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİNİN TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ: EKONOMETRİK BİR ANALİZ

1. PARA TALEBİ: TANIM VE TEORİK ÇERÇEVE.....	117
2. PARA TALEBİNİN TAHMİNİNE İLİŞKİN YABANCI ÜLKELERDE ve TÜRKİYE'DE YAPILMIŞ ÇALIŞMALARDAN ÖRNEKLER.....	123
3. EKONOMETRİK YÖNTEM.....	129
4. İNCELEME DÖNEMİ VE VERİLER.....	133
5. UYGULAMA SONUÇLARI VE BULGULAR.....	136
5.1. Ara Hedefin Kontrol Edilebilirliğinin Araştırılması .....	140
5.2. Temel Amaç ile Ara Hedef Değişkeni Arasındaki Uzun Dönem İlişkisinin Araştırılması .....	143

5.3. İstikrarlı Bir Para Talebi Fonksiyonunun Varlığının Araştırılması.....	146
6. DEĞERLENDİRME .....	161
SONUÇ VE ÖNERİLER .....	164
KAYNAKÇA .....	172
EK .....	192



## KISALTMALAR

<b>AB:</b>	Avrupa Birliği
<b>ADF:</b>	Genişletilmiş Dickey Fuller (testi)
<b>API:</b>	Açık Piyasa İşlemleri
<b>bkz.</b>	Bakınız
<b>C/D:</b>	Kişilerin nakit ve mevduat arasındaki seçimleri
<b>DİBS:</b>	Devlet İç Borçlanma Senetleri
<b>ECB:</b>	Avrupa Merkez Bankası
<b>ECM:</b>	Hata Düzeltme Mekanizması
<b>EKK:</b>	En Küçük Kareler
<b>ER/D:</b>	Bankaların aşırı rezerv ile mevduat arasındaki tercihleri
<b>EVDS:</b>	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
<b>FED:</b>	Amerikan Merkez Bankası
<b>FRBSF:</b>	San Francisco Merkez Bankası
<b>GSYİH:</b>	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>IMF:</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>KKBG:</b>	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
<b>MB:</b>	Merkez Bankası
<b>MBP:</b>	Merkez Bankası Parası
<b>MCI:</b>	Parasal Durum Endeksi
<b>mm:</b>	Para çoğaltanı
<b>NDV:</b>	Net Dış Varlıklar
<b>NİV::</b>	Net İç Varlıklar
<b>O/N:</b>	Bir gecelik vade
<b>PT:</b>	Parasal Taban
<b>RP:</b>	Rezerv Para
<b>RR/D:</b>	Zorunlu Karşılık Oranı
<b>SNB:</b>	İsviçre Merkez Bankası
<b>TBB:</b>	Türkiye Bankalar Birliği
<b>TCMB:</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TİY:</b>	Toplam İç Yükümlülükler
<b>TL:</b>	Türk Lirası
<b>TMSF:</b>	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
<b>TRLIBOR:</b>	Türk Lirası Referans Faiz Oranı
<b>TÜFE:</b>	Tüketici Fiyatları Endeksi
<b>VAR:</b>	Vektör Otoregresif (modeli-yöntemi)

## TABLolar LİSTESİ

	Sayfa
<b>Tablo 1</b> : Para Politikası Uygulama Süreci.....	8
<b>Tablo 2</b> : Kurallar-İnisiyatif Tartışması Açısından Ekonomi Teorisinde Bazı Okullar.....	18
<b>Tablo 3</b> : İnisiyatife Dayalı Politika Sonucu Elde Edilen Sonuç Matrisi .....	25
<b>Tablo 4</b> : Kurala Bağlı Politika Sonucu Elde Edilen Sonuç Matrisi.....	26
<b>Tablo 5</b> : Geleneksel Yaklaşımın Para Politikası Süreci.....	37
<b>Tablo 6</b> : Enflasyon Hedeflemesi Çatısının Belli Başlı Özellikleri .....	54
<b>Tablo 7</b> : G-7 Ülkelerinde İlan Edilen (Announced) Parasal Hedefler .....	61
<b>Tablo 8</b> : 1990 Yılı Para Programı (Hedefler ve Gerçekleşmeler) .....	79
<b>Tablo 9</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1990 Yılı Para Politikası....	80
<b>Tablo 10</b> : 1991 Yılı Para Politikası (Bazı Büyüklüklere İlişkin İç Hedefler ve Gerçekleşmeler) .....	82
<b>Tablo 11</b> : 1991 Yılı Para Politikası (Gerçekleşmeler).....	82
<b>Tablo 12</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1991 Yılı Para Politikası..	83
<b>Tablo 13</b> : 1992 Yılı Para Programı (Hedefler ve Gerçekleşmeler) .....	85
<b>Tablo 14</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1992 Yılı Para Politikası..	86
<b>Tablo 15</b> : 1993 Yılı Para Politikası (Gerçekleşmeler).....	87
<b>Tablo 16</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1993 Yılı Para Politikası..	88
<b>Tablo 17</b> : 1994 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler).....	90
<b>Tablo 18</b> : 1990 Yılı Para Programının Orta Vadeli Hedefleri Açısından 1994 Yılı Para Politikası.....	90
<b>Tablo 19</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1994 Yılı Para Politikası..	91
<b>Tablo 20</b> : 1995 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler).....	93
<b>Tablo 21</b> : 1990 Yılı Para Programının Orta Vadeli Hedefleri Açısından 1995 Yılı Para Politikası.....	94
<b>Tablo 22</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1995 Yılı Para Politikası..	94
<b>Tablo 23</b> : 1990 Yılı Para Programının Orta Vadeli Hedefleri Açısından 1990-1995 Dönemi .....	95
<b>Tablo 24</b> : MB Bilanço Büyüklüklerinin 1996 Yılı Gelişmeleri .....	96
<b>Tablo 25</b> : 1996 Yılı Para Politikası (Gerçekleşmeler).....	97
<b>Tablo 26</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1996 Yılı Para Politikası..	97
<b>Tablo 27</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1997 Yılı Para Politikası..	99
<b>Tablo 28</b> : 1998 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler).....	100

<b>Tablo 29</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1998 Yılı Para Politikası	101
<b>Tablo 30</b> : 1999 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler).....	102
<b>Tablo 31</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1999 Yılı Para Politikası	103
<b>Tablo 32</b> : 2001 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler).....	105
<b>Tablo 33</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 2001 Yılı Para Politikası	106
<b>Tablo 34</b> : 2002 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler).....	108
<b>Tablo 35</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 2002 Yılı Para Politikası	109
<b>Tablo 36</b> : 2003 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler).....	111
<b>Tablo 37</b> : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 2003 Yılı Para Politikası	111
<b>Tablo 38</b> : Paraya, Para Talebine ve Para Politikasına İlişkin Çeşitli Teorik Görüşler.....	119
<b>Tablo 39</b> : Çeşitli Ülkelerin Para Talebi Tahminine İlişkin Yapılmış Çalışmalardan Örnekler.....	124
<b>Tablo 40</b> : Para Talebi Tahminine İlişkin Türkiye İçin Yapılmış Çalışmalardan Örnekler.....	126
<b>Tablo 41</b> : Ekonometrik Analiz Sürecinin Aşamaları.....	131
<b>Tablo 42</b> : Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler .....	135
<b>Tablo 43</b> : ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	136
<b>Tablo 44</b> : Perron Testi Sonuçları .....	138
<b>Tablo 45</b> : Dickey-Pantula Birim Kök Testi Sonuçları .....	139
<b>Tablo 46</b> :1990-2003 Dönemi için Ara Hedefler ve Standart Sapmalar .....	141
<b>Tablo 47</b> :1990-1993 ve 1994-1999 Dönemleri için Ara Hedefler ve Standart Sapmalar .....	141
<b>Tablo 48</b> : Rezerv Para Çoğaltanının ADF Testi Sonuçları .....	143
<b>Tablo 49</b> : Para Talebi (Koentegrasyon) Denklemleri.....	147
<b>Tablo 50</b> : ADF Koentegrasyon Testi Sonuçları.....	148
<b>Tablo 51</b> : Denklem5 için Tanısal Test Sonuçları.....	149
<b>Tablo 52</b> : Denklem6 için Tanısal Test Sonuçları.....	150
<b>Tablo 53</b> : Denklem7 için Tanısal Test Sonuçları.....	152
<b>Tablo 54</b> : Denklem7'nin Tamamen Düzeltilmiş EKK Tahmincisi Sonuçları (Phillips ve Hansen ,1990).....	155
<b>Tablo 55</b> : Gregory ve Hansen (1996) Koentegrasyon Testi Sonuçları .....	157
<b>Tablo 56</b> : Uzun Dönem Tahmin Sonuçlarının Farklı Yaklaşımlarla Karşılaştırılması.....	159
<b>Ek Tablo 1</b> : VAR Modelinin Gecikme Sayısının ve Rankının Belirlenmesi .....	191



## GİRİŞ

### 1. Araştırma Konusunun Önemi ve Amacı

Gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülke merkez bankası (MB) için; makro dengeleri sağlayacak, sürdürülebilir büyümeyi destekleyen bir genel fiyat düzeyine ulaşılması, temel amaç olarak görülmektedir. Ülkelerindeki para politikalarının uygulanmasından sorumlu olan MB'ları, fiyat istikrarının sağlanması konusunda çeşitli stratejilerden yararlanmaktadırlar. Bu bağlamda, parasal hedefleme stratejisi, fiyat istikrarına ulaşmada MB'larının kullandığı başlıca stratejilerden biridir.

Fiyat istikrarı olgusu, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından, enflasyon bağlamında ele alınmaktadır. Çünkü, enflasyon, savaşılmaması gereken önemli bir hastalıktır ve yarattığı belirsizlik nedeniyle, ekonomik birimlerin kararlarını ve geleceğe ilişkin davranışlarını olumsuz etkilemektedir. Ayrıca, enflasyon olgusunun yaşandığı ülkelerde, toplumun ekonomik ve sosyal yapısı bozulmaktadır. Bu bağlamda, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için, enflasyonu ortadan kaldırmaya yönelik stratejiler önem taşımaktadır. Parasal hedefleme stratejisi, enflasyonla savaşmada önemli bir stratejidir ve kurala bağlı olma özelliğiyle, para otoritelerinin temel amaçtan sapmalarını engelleyerek, zaman tutarsızlığı sorununun neden olabileceği enflasyonist eğilimleri önleyici bir niteliğe sahiptir.

1980'li yılların sonlarında, Kanada, İngiltere, Yeni Zelanda gibi ülkelerde, fiyat istikrarına yönelik enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanırken, Türkiye'de, parasal büyüklüklerdeki artışın enflasyonun başlıca kaynağı olduğundan hareketle, enflasyonu düşürmek için parasal hedefleme stratejisi uygulanmaya başlamıştır.

Söz konusu ülkeler, enflasyonla parasal büyüme arasında var olduğunu düşündükleri ilişkinin zayıflaması üzerine, parasal hedefleme stratejisini bırakırken, Türkiye'de para programlarına ağırlık verilmesinin öncelikli gerekçesinin, MB'nın fiyat istikrarına ulaşmaktan çok, kendi bilanço büyüklüğünü denetim altına alabilme isteği olduğu söylenebilir.

Bununla birlikte, fiyat istikrarını sağlama amacını taşıyan MB'ları, enflasyonla mücadelede parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesinin dışında, başka hedefleme stratejilerini de kullanabilmektedirler. Bu stratejilerin her birinin, farklı özellikleri ve uygulama açısından farklı koşulları vardır.

Parasal hedefleme stratejisinin, enflasyonla mücadelede başarılı olabilmesi için, MB'nın temel amacı olan enflasyon ile ara hedef olarak seçilen büyüklük

arasında güçlü bir bağ olması ve ara hedef olarak seçilen büyüklüğün, MB tarafından kontrol edilebilir olması gibi ön koşullar gerekmektedir.

Çalışmanın önemli özelliklerinden biri, parasal hedefleme stratejisinin uygulanabilme koşullarını, zaman serisi verilerine dayalı koentegrasyon analizi aracılığıyla test etmesidir. Ayrıca, parasal hedefleme stratejisi açısından özel bir önem taşıyan para talebinin istikrarının, çok değişkenli koentegrasyon tekniği kullanılarak araştırılması ve olası yapısal kırılmaların para talebinin istikrarı üzerindeki etkilerinin de dikkate alınması, çalışmanın diğer önemli özellikleri arasındadır.

Parasal hedefleme stratejisine ilişkin ilgili yazın araştırıldığında, Türkiye'de parasal hedefleme stratejisinin, istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığıyla ilişkilendirilerek ele alındığı görülmektedir. Diğer bir deyişle, parasal hedefleme stratejisinin Türkiye'de, yalnızca para talebinin öngörülebilirliği bağlamında ele alındığı, hem kavram hem de uygulanabilme koşulları açısından yeterince incelenmediği dikkate çekilmektedir. Parasal hedefleme stratejisinin, para programının ilk kez kamuoyuna duyurulduğu 1990 yılından günümüze, enflasyonla savaşmada, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından sıkça kullanıldığı dikkate alındığında, söz konusu stratejinin, tüm yönleriyle (teorik ve uygulamalı) ele alınmamasının önemli bir eksiklik olduğu ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, parasal hedefleme stratejisini, hem teorik hem uygulanabilme koşulları açısından ele alan bu çalışmanın, ilgili yazındaki eksikliğin giderilmesine katkı sağlaması beklenmektedir.

Bu bağlamda, çalışmanın amacı; parasal hedefleme stratejisini açıklamak, 1990-2003 yılları arasında Türkiye'de uygulanan para politikalarını, parasal hedefleme stratejisi bağlamında değerlendirmek ve parasal hedefleme stratejini uygulayabilmek için gerekli olan koşulların sağlanıp sağlanmadığını, zaman serilerine dayalı koentegrasyon analizi yardımıyla ortaya koymaktır.

## **2. Araştırma Yöntemi**

Çalışmada, parasal hedefleme stratejisi, kavramsal bazda ve teorik temelleri dikkate alınarak incelenmiştir. Parasal hedefleme stratejisinin Türkiye açısından değerlendirilmesinde, çeşitli istatistiklerden ve tablolardan yararlanılmıştır. Söz konusu stratejinin uygulama bazında değerlendirilmesinde ise, zaman serisi verileri kullanılmıştır. Parasal hedefleme stratejisinin uygulanabilme koşulları, 1990-2003 dönemini içeren çeyrekli veriler, para talebinin istikrarı ise 1987-2003 dönemini içeren çeyrekli veriler kullanılarak araştırılmıştır.

Zaman serisi verilerinin kullanıldığı çalışmalarda, birbirleri ile ilişkisi araştırılan değişkenlerin durağan olup olmadıklarının belirlenmesi önem taşımaktadır. Çünkü seriler durağan değilse, istatistiksel olarak anlamlı olduğu düşünülen ilişki, sahte bir ilişki olabilir. Ayrıca, durağan olmayan seriler ile yapılan modellemelerin öngörüsü, geçerli olmayabilir. Bu nedenle önce, uygulamada kullanılacak değişkenlerin zaman serisi özellikleri araştırılmış, bu bağlamda birden fazla birim kök testi uygulanmıştır.

Parasal hedefleme stratejisinin uygulama bazında değerlendirilmesinde, uzun dönem ekonomik ilişkilerin varlığı araştırıldığından, koentegrasyon analizi kullanılmıştır. Çünkü iktisat teorisinin testi, koentegrasyon analizi aracılığıyla olmaktadır. Ayrıca, yapısal kırılmalar verilerin zaman serisi özelliklerini etkileyebileceği gibi, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkileri de etkileyebileceğinden, yapısal kırılmaları dikkate alan koentegrasyon testi de kullanılmıştır.

### **3. Araştırmanın Planı**

Çalışmanın birinci bölümünde; parasal hedefleme stratejisine ilişkin tanım ve açıklamalara yer verilmiştir. Ayrıca, kurallar ve inisiyatif tartışması ve zaman tutarsızlığı sorunu bağlamında, parasal hedefleme stratejisinin teorik temellerine değinilmiş ve söz konusu stratejinin ne tür özellikler taşıdığı açıklanmıştır. Bunlara ek olarak bu bölümde, enflasyonla mücadelede kullanılan döviz kuru hedeflemesi, faiz oranı hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi ve nominal gelir hedeflemesi gibi diğer hedefleme stratejileri kısaca açıklanmış ve parasal hedefleme stratejisini uygulayan ülke örneklerine yer verilmiştir.

İkinci bölümde, Türkiye'de uygulanan para politikaları, parasal hedefleme stratejisi bağlamında ele alınmış, parasal hedeflemenin uygulandığı yıllarda; ara ve operasyonel hedef olarak seçilen değişkenler ve kullanılan politika araçları, para politikası uygulama süreci açısından değerlendirilmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise, parasal hedefleme stratejisinin uygulanabilme koşulları kısaca tartışılmış ve bu koşullar Türkiye açısından, ekonometrik analiz yardımıyla değerlendirilmiştir. Ayrıca, her bir bölüme ait açıklamalar, 'değerlendirme' başlığı altında, kısaca özetlenmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİ

#### 1. PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİ: TANIM VE AÇIKLAMA

Parasal hedefleme stratejisine ilişkin tanım ve açıklamalara geçmeden önce; strateji, amaç, hedef, politika, uygulama (taktik) gibi birbirlerine benzer ancak sıkça birbirleri ile karıştırılan kavramları açıklamak ve bu kavramların para politikası yapım süreci içindeki yerlerine değinmek gerekmektedir. Çünkü, parasal hedefleme stratejisi, bu kavramlara ve bu kavramların para politikası yapım ve uygulama süreci içindeki yerlerine dayanmaktadır.

Strateji; önceden saptanmış amaçlarla, bu amaçlara ulaşmaya yardımcı olacak araçların karşılıklı etki ve tepkilerini içermektedir. Bir başka deyişle, amaçların ve araçların seçimine dayalı kararlar bütünüdür. Amaç ise, gelecekte ulaşılmak isteneni ifade eden uzun dönemli bir kavramdır. Uzun dönemli amaçlara ulaşmak için gerekli olan kısa dönemli, amaca göre daha açık ve ölçülebilir aşamalar ise hedefleri oluşturmaktadır. Böylece, uzun dönemin getireceği belirsizlik ve gecikmeler kısa dönemli hedefler aracılığıyla giderilebilmektedir. Politika ise, belirlenmiş amaçlara ulaşmak için izlenen yol, ilke ve kurallar bütünü olarak tanımlanmaktadır. Politika, aynı zamanda, stratejiyi gerçekleştirme aracı olan uygulamaları da (taktikleri) içermektedir (Eren,2002:6-15).

Bu bağlamda, iktisat politikasının yüksek istihdam, ekonomik büyüme, fiyat istikrarı, ödemeler bilançosu denkleği gibi uzun dönemli amaçlarına ulaşabilmek için politika yapıcının bir stratejiye gereksinimi vardır. Ancak, strateji, seçilen amaca göre farklılık gösterecektir. Çünkü politika yapıcının kullanacağı araç ve hedef seti, seçilen amaca göre belirlenecektir. Bununla birlikte, söz konusu amaçların hepsini aynı anda gerçekleştirmek olanaksız olduğu için, bu amaçlar arasında bir seçim yapılması gerekecektir. Amaçlara aynı anda ulaşmanın zorluğu, amaç sayısı da dikkate alınarak, "sihirli üçgen" ya da "sihirli dörtgen" olarak ifade edilmektedir (Paya,1998:145)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> İktisat politikası açısından amaçlar, amaçların seçimi ve amaçlar arasındaki ilişkilere dair ayrıntılı bilgi için bkz. Erkan (1997:140-158).

İktisat politikası amaçlarına ulaşmada para politikası, iktisat politikası araçlarından biridir<sup>2</sup>. Bu nedenle, iktisat politikasının amaçlarıyla para politikasının amaçlarının benzer olduğu söylenebilir. Örneğin, para politikasının amacı, nominal gelir düzeyini etkileyecek parasal işlemleri gerçekleştirerek, toplam talebi etkilemek ve bu yolla iktisat politikası amaçlarına ulaşmaktır. Parasal işlemlerle genellikle üretim, istihdam ve fiyat düzeyini etkilemek yoluyla genel ekonomik faaliyetlerin düzenlenmesi amaçlanmaktadır (Ataç,yıl belirtilmemiş:34). Çünkü, nominal gelir düzeyi, iktisat politikası dolayısıyla para politikası amaçları ile yakından ilişkilidir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkede para politikasının uygulayıcısı, ulusal merkez bankalarıdır (MB). Özellikle 1970'li yılların sonlarında, dünya finans piyasalarında yaşanan serbestleşme süreci, para politikası uygulamalarında amaç, araç ve ortam açısından yeni yaklaşımları gündeme getirmiştir. Finansal serbestleşme süreci ile birlikte MB'ları için kısa dönemde finansal istikrar amacı<sup>3</sup> ön planda yer alırken, orta ve uzun dönemde fiyat istikrarı önem kazanmaya başlamıştır. Orta ve uzun dönemde fiyat düzeyi ve dolayısıyla enflasyon oranı ile ilgileniliyor olmasının önemli bir nedeni, ekonomik karar birimlerinin istikrarlı bir parasal ortama gereksinim duymalarıdır (Dowd,1995:2).

Para politikalarının yürütülmesinde kullanılan araçlar açısından, uygulamada daha esnek olan, piyasaya dayalı araçlar ağırlık kazanmıştır (Countinho,1992:42). Bu bağlamda, piyasaya dayalı araçların kullanımı<sup>4</sup>, ulusal ve uluslararası piyasalarda değişen koşulları dikkate alan bir MB'nın kısa sürede pozisyon alarak, piyasanın gereksinimine göre parasal rezervleri ve parasal göstergeleri kontrol etmesi temeline dayanmaktadır. Böylece, para politikasının yürütülmesinde para otoriteleri, belli parasal büyüklükleri dikkate alan stratejiler geliştirmeye başlamışlardır.

Araçlara yönelik bu yeni yaklaşımı, para politikasının belirleyicisi ve yürütücüsü konumunda olan MB'nın bir ekonomik aktör gibi piyasada yer alması izlemiştir. MB, para politikasını uygularken kullandığı araçlarla para piyasasını

<sup>2</sup> Bir diğer iktisat politikası aracı, maliye politikasıdır. Ancak, bu çalışmanın konusu dışında kaldığı için maliye politikasına değinilmemiştir.

<sup>3</sup> Erçel (1998)'e göre, finansal istikrar, reel ekonomi ile finansal sistem arasında öngörülebilir bir ilişkiyi ifade etmektedir ve kurumlarda, piyasalarda ve ödeme sistemlerinde istikrar olmak üzere üç boyut içermektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Erçel (1998).

<sup>4</sup> Para politikasının yürütülmesinde kullanılan araçlar; para miktarını veya faizleri doğrudan kontrol etmeyi amaçlayan, idarî kararlarla belirlenmiş faiz veya selektif kredi kontrolleri gibi doğrudan (dolaysız) araçlar ile, açık piyasa işlemleri (API) veya reeskont işlemleri gibi piyasa koşullarını etkileyen dolaylı (piyasaya dayalı) araçlardır.



etkilerken; para piyasasında doğrudan yer alarak, para arzının<sup>5</sup> denetiminde etkinliğini arttırmayı amaçlamıştır<sup>6</sup>. Bir başka deyişle MB artık, piyasanın belirlediği koşullar içinde politikasını yürütecektir. Bu yaklaşım içinde para otoritesi olarak MB, belli amaç ve seçimleri olan ve faydasını en çoklaştırmaya çalışan ayrı bir karar birimi, bir ekonomik aktör olarak ele alınmaktadır. Böylece MB, ekonomideki diğer karar birimleri ile stratejik etkileşim içinde olan bir oyuncu olarak değerlendirilmektedir (Erdoğan,1997:26-30). Bu bağlamda, MB günümüzde, ekonomik faaliyetlerin gerçekleştiği ortamda, piyasa aktörleri dışında Avrupa Birliği (AB), işçi ve işveren sendikaları, ulusal hükümet ve Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası benzeri uluslararası kuruluşlar gibi diğer ekonomik aktörlerle de etkileşim içindedir.

Geleneksel para politikası teorisinde, MB'nın para politikası yapım süreci ve uygulamaları tek taraflı ve özel kesimin beklentileri ve davranışları dikkate alınmaksızın, dışsal bir süreç olarak ele alınmaktadır. Ancak, rasyonel beklayişler teorisinin iktisat bilimine yaptığı katkılar, özel kesimdeki bireylerin rasyonel olması durumunda, politika yapım sürecini, özel kesimdeki bireyler ile politika yapıcı arasında stratejik bir oyuna dönüştürmektedir (Alesina ve Tabellini,1988:542). Bu durumda para politikasının, piyasadaki gelişmelerden etkilenecek içselleştigi söylenebilir. Bir başka deyişle, para politikası, tüm ekonomik karar birimlerinin davranışlarını dikkate almaktadır. Modern para politikası yaklaşımının gelişmesiyle MB'ları, ekonomik faaliyetlerin gerçekleştiği ortamda tıpkı diğer ekonomik birimler gibi bir oyuncu olarak ele alınmakta, özel kesim gibi kendi amaç fonksiyonunu en çoklaştıracak ya da kayıp fonksiyonunu<sup>7</sup> minimize edecek politikaları seçmekte ve diğer ekonomik birimlerin beklenti ve davranışlarını dikkate alarak, para politikası sürecini içselleştirmektedirler. Bu durumda MB'nın da içinde bulunduğu ortamda her

<sup>5</sup> Para arzına atfen, para stoku ya da para miktarı kavramları da kullanılmaktadır.

<sup>6</sup> MB'nın para arzı üzerinde önemle durmasının nedeni, para arzını etkileyerek toplam talebi, dolayısıyla üretim ve istihdam hacmini ve genel fiyat düzeyini etkileyebileceğine olan inancıdır.

<sup>7</sup> Örneğin herhangi bir MB için; üretim, işsizlik, enflasyon gibi birkaç makro ekonomik değişkenle tanımlanan makro refah fonksiyonu, t dönemi için bir kayıp fonksiyonu biçiminde şöyle ifade edilebilir (Svensson;1998b:6-7):

$$L_t = \frac{1}{2} [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y_t^n)^2] \quad (1)$$

Burada  $\pi_t$  : t dönemindeki enflasyon,  $\pi^*$  : enflasyon hedefi,  $y_t$  : üretim,  $y_t^n$  : potansiyel üretim ve  $y_t - y_t^n$  : üretim açığıdır (output gap).  $\lambda > 0$  olması, reel ekonominin istikrarına verilen önemi gösterir.

bir ekonomik birimin fayda fonksiyonu, yalnızca kendi kararlarına değil, oyundaki diğer birimlerin kararlarına da bağlı olmaktadır.

Böyle bir ortamda MB açısından para politikası yapım süreci, iki düzeyden oluşmaktadır (Borio,1997:13): Belirlenmiş amaçlar altında, çeşitli ekonomik büyüklüklere belirli bir ağırlık veren, kısa ve uzun dönem politika tutumunu içeren stratejik düzey ile politika araçları ile daha kısa dönemli hedeflerin seçimini içeren uygulama düzeyi.

Bu bağlamda para politikası süreci, politika yapım ve uygulama süreçlerini içermekte ve parasal hedefleme stratejisinin de kullandığı özel bir terminolojiyi kullanmaktadır. Bu terminoloji, özellikle para politikası uygulama süreci açısından; para politikası araçları, operasyonel hedef (operational target), ara hedef (intermediate target), temel amaç (final target) ve nihai amaç (ultimate target) gibi temel kavramları içermektedir. Bu kavramların seçimine ilişkin kararlar bütünü, kullanılan stratejiyi de belirlemektedir. Çünkü daha önce de belirtildiği gibi strateji, seçilen amaca ve politika yapıcının bu amaç için kullanacağı araç ve hedef setine göre farklılaşacaktır.

Para politikası uygulama süreci açısından nihai amaç, sosyal refahın en çoklaştırılmasıdır ve uzun dönemlidir. Temel amaç ise; iktisat politikası amaçlarını da içeren büyüme, tam istihdam, fiyat istikrarı, ödemeler bilançosu dengesi gibi para politikası amaçlarından birini ya da birbiri ile çelişmeyen birden fazla amacı kapsamaktadır. Temel amaç, doğrudan kontrol edilemez ve orta ve uzun dönemde ulaşılmak isteneni yansıtır (McCallum,1998:59). Para politikasının temel amaçlara ulaşması, nihai amacın da gerçekleştirilmesi anlamına gelecektir. Temel amaçlara eşit ağırlık verilebileceği gibi, son yıllarda pek çok ülkede olduğu gibi, fiyat istikrarına daha çok ağırlık verilebilmektedir (Khan,2003:1).

Para politikası hedefleri, ara ve operasyonel hedeflerden oluşur. Ara hedef ya da hedefler; para politikasının temel amacını doğrudan etkileyebilen ancak, kendisi MB tarafından doğrudan kontrol edilemeyen, temel amaca göre daha kısa dönemli, açık ve ölçülebilir olan amaç benzeri hedeflerdir (Baye ve Jansen,1995:667). Ara hedef, temel amaç ile politika araçları arasında bir yerdedir (Oğuz,2001:4), ancak bir para politikası aracı değildir ve politika yapıcının reaksiyon fonksiyonunda açıkça yer almalıdır<sup>8</sup> (Smant,2002:1; Svensson,1998a:1). Para

<sup>8</sup> Reaksiyon fonksiyonu, optimum politika için bilgi sağlayacak politika değişkenlerinden ve politika yapıcının uygulama düzeyinde kullanacağı değişkenlerden oluşur.

politikası uygulama sürecinde, ara hedef kullanılmasının nedeni, para politikasının temel amaçlarının doğrudan MB kontrolü altında olmayışı ve para politikasının etkisini göstermesi için belli bir zamana gereksinim duyulmasının yarattığı belirsizliktir (Karasoy, Saygılı ve Yalçın,1998:3).

Operasyonel hedef ise, MB'nın kısa dönemde para politikası araçları ile doğrudan etkileyebildiği, uygulamaya yönelik hedef ya da hedeflerdir (Khan,2003:2). Bu biçimiyle operasyonel hedef, ara hedefe ulaşmayı kolaylaştıran bir basamaktır ve politika araçları ile ara hedef arasında yer alır (Baye ve Jansen,1995:667). Ara hedef, uygulama sürecinde nominal çıpa olarak kullanılabilen nominal bir değişken iken, operasyonel hedef nominal çıpa olarak kullanılamaz (Freedman,1996:67).

Para politikası araçlarına gelince, piyasa ekonomilerinde en etkin para politikası araçları, piyasa sisteminin işleyişine en iyi hizmet eden, dolaylı yani piyasaya dayalı araçlardır (Gray, Hoggarth ve Place,yıl belirtilmemiş:1). Para politikası araçları, operasyonel hedefler üzerinde doğrudan etkilidirler (Khan,2003:2). Kullanımı en yaygın piyasaya dayalı aracın API olduğu dikkate alındığında, aslında para politikası uygulama sürecindeki araç sorunu, MB'nın API'ni nasıl yürüteceğini belirleme sorununa indirgenebilir. Bu bağlamda araç sorunu, menkul kıymetlerin alınıp satılması işlevinin gerçekleştirilmesinde, bir miktar değişkeninin mi yoksa fiyat değişkeninin mi kullanılmasına ilişkin bir seçim sorunu olarak ele alınabilir (B.Friedman,1990:1188-1200).

Bu bağlamda para politikası, temel amaçtan başlayarak araçlara doğru oluşturulmaktadır. Uygulama sürecinde önce temel amaç belirlenmekte, bunu temel amaçla uyumlu bir ara hedefin belirlenmesi izlenmekte, daha sonra ara hedefle uyumlu bir operasyonel hedefin belirlenmesiyle son aşamada, operasyonel hedefi gerçekleştirecek araç büyüklüğü saptanmaktadır (Oğuz,2001:4). Aşağıdaki tablo, para otoritesi olarak MB'sının politika uygulama sürecini göstermektedir:

**Tablo 1 : Para Politikası Uygulama Süreci**

Para Politikası Araçları	Operasyonel Hedef	Ara Hedef	Temel Amaç	Nihai Amaç
API Reeskont Politikası Zorunlu Karşılıklar	Parasal Büyüklükler Kısa vadeli faiz oranları	Nominal Gelir Nominal Para Arzı Uzun vadeli faiz oranları Döviz kuru	Fiyat İstikrarı Milli Gelir Artışı Ödemeler Bilançosu Denkliliği	Sosyal Refah Artışı
Kısa dönemli		Orta ve uzun dönemli	Uzun dönemli	

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.



Şimdi sorulacak temel soru, parasal hedefleme stratejisinin bu uygulama sürecinin neresinde olduğudur. Bu soruya yanıt verebilmek için, önce parasal hedefleme stratejisini tanımlamak ve açıklamak gerekmektedir.

Parasal hedefleme stratejisi, bir enflasyonla mücadele stratejisidir. Belli bir stratejiden söz edebilmek için temel amacın önceden belirlenmiş olması gerektiği dikkate alındığında, parasal hedefleme stratejisinin temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Yani, para otoritesi olarak MB'nın uzun dönemde başlıca amacı, fiyat istikrarıdır.

Ancak, burada kavram bazında bir farklılığa dikkat çekmek gerekmektedir. Fiyat istikrarı (price stability) ile düşük enflasyon oranı (low inflation rate) farklı içerikte kavramlardır. Fiyat istikrarı, fiyat değişmelerinin öngörülebilirliğini ifade etmektedir. Bu bağlamda, yüksek fiyat düzeylerinde de fiyatlarda istikrar sağlanabilmektedir. Bu nedenle, amacın; makro dengeleri sağlayacak, sürdürülebilir büyümeyi destekleyici bir fiyatlar genel düzeyine ulaşılması olarak dikkate alınması gereklidir. Bu noktada, düşük ve öngörülebilir bir düzeydeki enflasyon oranının piyasa yönelimli büyüme için önemli olduğu, günümüzde üzerinde uzlaşmaya varılan bir olgudur (Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen,1999:3)<sup>9</sup>. Ayrıca düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranıyla, para otoritesine enflasyonu aşağıya çekmede güvenilirlik sağlayacak, düşük ve öngörülebilir enflasyon beklentileri elde etmenin mümkün olacağı da göz önüne alınmalıdır (Svensson,1998b:2). Bu nedenle, günümüzde, pek çok ülke MB'sının uzun dönem amacı, düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranına kavuşmaktır (Gray, Hoggarth ve Place,yıl belirtilmemiş:1)<sup>10</sup>

Parasal hedefleme stratejisi, seçilen parasal bir büyüklüğün sabitlenmesine dayanır. Yani bir çeşit nominal çıpa uygulamasıdır. Bu stratejinin arkasında; miktar teorisi, kurallar ve inisiyatif tartışması (rules versus discretion debate), zaman tutarsızlığı (time inconsistency) ve politikaların inanılabilirliği (reputation), aktarım mekanizması kanalları, şoklar ve IS-LM modeli gibi teorik ögeler bulunmaktadır.

<sup>9</sup> Bu konu için ayrıca bkz. McDonough (1997), Taylor (1996), Dowd (1995), Hoggarth (1996). Ayrıca enflasyonun beklenen ve beklenmeyen maliyetleri için bkz. Romer (1996), Kadioğlu, Özdemir ve Yılmaz (2000) ve Hoggarth (1996).

<sup>10</sup> Bununla birlikte, MB amaçları açısından reel faktörlerin de en az parasal faktörler kadar önemli olduğu hâlâ sıkça tartışılan bir konudur. Örneğin, Svensson'a göre politika yapıcı açısından kayıp fonksiyonu, hem belli bir enflasyon hedefi etrafında enflasyonu istikrarlı kılan hem de üretim açığı ile ifade edilen reel ekonomiyi dikkate alan bir özellikte olmalıdır (Svensson;1998b:6-7). Ayrıca bu konudaki tartışma için bkz. Tobin (1983) ve McCallum (1998).

Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen (1999:41) parasal hedefleme stratejisini; para politikası hedeflerinin, para stokunun büyüme oranı cinsinden ifade edilmesi olarak tanımlamaktadırlar. Bu tanım, örtük olarak, stratejinin ara hedefe dayandığını ifade etmektedir.

Hataiseree (1999:3) ise; MB'nın para arzını (ara hedef) hedeflenen düzeyde tutabilmesinin, enflasyonu (temel amaç) düşürebileceğini ifade ederek, bu ilişkiye dayanan stratejiyi parasal hedefleme stratejisi olarak tanımlamaktadır. Buna benzer bir tanım Neumann (1996:19) tarafından yapılmış ve söz konusu strateji, paranın ulusal değerinin korunmasına yönelik bir ara yaklaşım olarak tanımlanarak, parasal hedeflemenin düşük enflasyon eğilimi için parasal çerçeve oluşturulmasına yönelik bir strateji olduğu belirtilmiştir.

Bir başka tanıma göre, MB'nın parasal büyüklüklerden birisini ara hedef olarak seçmesi ve para politikası kararlarını tümüyle hedeflenen ve gerçekleşen parasal gelişmeler bazında yapılan karşılaştırmalara dayandırması, parasal hedefleme stratejisidir (Ata ve Silahşör,1999:68).

Dowd ise (1995:3), temel amacı fiyat istikrarı olan bir para otoritesinin, belli bir parasal büyüklük için oran ya da aralık şeklinde bir büyüme (artış) hedefi belirlemesini ve seçilen bu büyüme hedefine ulaşmak için operasyonel hedef olarak parasal tabanı ya da kısa vadeli faiz oranlarını kullanmasını, parasal hedefleme stratejisi olarak tanımlamaktadır.

Peki, parasal hedefleme stratejisi para politikası uygulama süreci içinde nerededir? Yukarıdaki tanımların ortak özelliği, açık ya da örtük, parasal hedeflemenin bir ara hedef uygulaması olduğunu vurgulamasıdır. Bu bağlamda, para politikası uygulama süreci içinde ara hedef uygulaması, iki aşamalı bir strateji olarak adlandırılır (B.M.Friedman,1990:1202).

İki aşamalı strateji, temel amaç ya da amaçlara ulaşmada, ara hedeflerin kullanılmasını ifade etmektedir. Birinci aşamada MB, temel amacı ile uyumlu bir ara hedef veya hedefler belirler. İkinci aşamada MB, ara hedef ile uyumlu politika araçları aracılığıyla, ara hedefe ulaşmaya çalışır. Tek aşamalı strateji ise, para politikasının doğrudan doğruya temel amaca yönelik olarak kullanılmasıdır. Bir başka deyişle, herhangi bir ara hedef kullanılmamaktadır (Paya,1998:161-162; B.Friedman,1990:1202).

Bilindiği gibi geleneksel yaklaşım, para otoritesinin tam bilgi varsayımı altında eylemlerini gerçekleştirdiğini ve davranışlarının dışsal olduğunu varsaymaktadır. Ancak, zaman içinde para otoritesinin oluşturduğu modellerin yapısının değişebilir olması ya da sistemin stokastik (tesadüf) dalgalanmaların etkisinde kalması durumunda, politika araçları ile temel amaç arasında yer alan ara hedef değişkenlere odaklanmanın; şokların temel amaç üzerindeki etkilerini azaltması, politika yapıcılara güvenilirlik sağlaması gibi bazı avantajlara sahip olması, para politikasının iki aşamalı bir süreç olarak tanımlanmasına yol açmıştır (Stevenson, Muscatelli ve Gregory, 1988:298).

Genelde ekonomi politikası, özelde ise para politikası açısından politika yapıcıların karşılaştıkları iki temel soru vardır (Mankiw, 1992:323):

- i) Ekonomik koşulların değişmesi durumunda, politika yapıcılar değişen koşullara yanıt verirken inisiyatiflerini kullanmada serbest mi olmalı, yoksa sabit bir politika kuralı uygulayacaklarını taahhüt mü etmelidir?
- ii) Ekonomik istikrarsızlık durumunda, para politikası aktif mi olmalı, yoksa politika yapıcı pasif bir tutum mu sergilemeli?

Bu iki temel soruya verilecek yanıt, hem para politikası uygulama sürecinin hem de parasal hedefleme stratejisinin teorik temellerini oluşturmaktadır. Bununla birlikte, iki aşamalı strateji olarak tanımlanan ara hedef yaklaşımının iktisat yazınında, kurallar bağlamında ele alınması, politika sürecinde kurallar ile kural dışı uygulamaların parasal hedefleme stratejisi açısından önemini arttırmaktadır.

## **2. PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİNİN TEORİK TEMELLERİ**

Parasal hedefleme stratejisinin temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu strateji ile para otoritesi enflasyonla mücadelede, hangi araçların ve hangi parasal hedeflerin kullanılacağını, bir program aracılığıyla kamuoyuna duyurur. Bu yolla para otoritesi, ekonomik birimlerin beklentilerini etkileyerek, enflasyonu düşürmeyi amaçlamaktadır. Çünkü beklentiler, enflasyon üzerinde etkilidir. Ekonomik birimlerin beklentilerini etkilemenin yolu ise, ekonomik birimlerin inanacağı ve güven duyacakları tutarlı politikalar izlemektir. Bu nedenle, parasal hedefleme stratejisi kurula dayanmaktadır ve kural uygulamasının sağlayacağı güvenilirlik ve inanılabilirlik ile, ekonomik birimlerin beklentilerini etkileyerek, enflasyonu kontrol altına alabilecektir. Güvenilir ve inanılır politika uygulamaları beraberinde, ekonomik birimler için tutarlı politikaları da getirecektir.

Bu bağlamda, parasal hedefleme stratejisinin dayandığı kuralların ve tutarlı, güvenilir politika uygulamalarının, iktisat teorisindeki yerleri önem kazanmaktadır.

### 2.1. Kurallar ve İnisiyatif Tartışması

Para politikası uygulamalarında kurallar-inisiyatif tartışmasının özü, MB'larının politika kararlarını, oldukça belirsiz ve öngörülemez bir ortamda almak zorunda kalmalarına dayanır. Geleneksel para politikası teorisi, MB'nın piyasa koşulları hakkında tam ve mükemmel bilgiye sahip olduğunu ve kararlarını böyle bir ortamda aldığını varsaymaktadır. Ancak, gerçekte MB eylemleri, tıpkı diğer karar birimlerinin eylemleri gibi, eksik bilgiye dayalı bir ortamda gerçekleşmektedir ve bu nedenle, politika yapım ve uygulama süreci son derece karmaşıktır. Özellikle, karar birimlerinin bekleşlerinin politikalar üzerindeki etkisi, söz konusu süreci daha da zorlaştırmaktadır.

İşte, kurala dayalı politikayı savunanlar için kuralların önemi bu noktadadır: Kurallar aracılığıyla politika yapım süreci belli bir düzeyde basitleşebilir ve kurallar saydamlığı sağlayarak, politika eylemlerini daha anlaşılır kılabılır (Crockett,2000:3).

Öyleyse kural nedir? Kural, bilgiyi tutarlı ve öngörülebilir bir şekilde kullanan sistematik bir karar verme süreci olarak tanımlanabilir (Poole,1999:3). Para politikası kuralı ise, para politikasının yürütülmesinde bu ilkenin MB tarafından uygulanmasıdır.

Svensson'a göre (1998b:11) kural, bir kavramlar bütünü (konsept) içinde ele alınmalıdır. Dar anlamda kural, para politikası için önceden belirlenmiş bir reaksiyon fonksiyonudur<sup>11</sup>. Geniş anlamda ise, para politikası için önceden belirlenmiş bir rehber, bir haritadır.

Croce ve Khan (2000:1) ise kuralları, ilan edilen ara hedefler bağlamında ele almaktadır. Croce ve Khan'a göre kural, politika yapımcıların kısa dönemde enflasyona yol açabilecek üretimi ve istihdamı artırma niyetlerini sınırlandıran bir taahhüttür.

Taylor'a göre (1993) politika kuralı ifadesinin geleneksel yaklaşım içindeki anlamı daha çok, politika araçlarının mekanik bir formül olarak kullanımınıdır. Bununla birlikte, alternatif bir terminoloji kuralı daha iyi açıklayabilir: Politika kuralı yerine

<sup>11</sup> Svensson'a göre, MB'nın, para politikası araçları ile temel amaçlar arasındaki ilişkiyi yansıtan aktarım mekanizmasını ve ekonominin cari durumunu bildiği varsayımı altında, optimal reaksiyon fonksiyonu, ilgili tüm değişkenleri ve bu değişkenlerin gecikmeli değerlerini içermektedir. Bu fonksiyon aracılığıyla, MB'nın dönemler arası kayıp fonksiyonu minimum kılınabilir (Svensson,1998b:12).

sistemik politika, daha uygun bir ifadedir. Burada sistemik, belli bir plana göre olan, rassal olmayan anlamında kullanılmaktadır. Bu bağlamda Taylor'a göre kural, belli bir program dahilinde yürütülen politikadır ve uzun solukludur. Politika yapıcılar, kuralın getireceği güvenilirliğin avantajlarından yararlanmak istiyorlarsa, kurala bağlı kalacaklarına ilişkin bir taahhüt altına girmek zorundadırlar (Taylor,1993:199). Taylor gibi McCallum da (1987:10), kurallara bağlı politika yapımını "taahhüt" sözcüğü ile ifade etmektedir.

Politika uygulamalarında kuralları savunanlar, kuralların "disiplin" ya da "güvenilirlik" (kredibilite) yarattıklarından bahsetmektedirler. Belli bir kurala bağlılık, özenli bir şekilde uygulandığı takdirde, kamuoyunda enflasyonist politikalarla ilgilenilmeyeceğine ilişkin bir beklenti yaratarak para otoritelerine güven sağlamaktadır. Aksi durum, gücün kötüye kullanımı olmaktadır. Bununla birlikte, kurallar tarafından yaratılan disiplinin maliyeti, beklenmedik ve olağan olmayan koşullarla karşılaşılması durumunda MB'nı etkisizleştirmek ve ekonomide temel değişiklikleri gerçekleştirmede yalnızlaştırmak olacağı için, söz konusu maliyetin son derece yüksek olacağı şeklinde bir eleştiri de yapılmaktadır (Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen,1999:5).

Kurallara dayalı stratejinin tam karşısında yer alan yaklaşım ise "inisiyatif" yani politika belirlemede serbestlik yaklaşımıdır. İnisiyatif, politika yapıcının kurallar gibi herhangi bir kısıta bağlı kalmadan politika seçiminde serbest olmasıdır (Archer,1997:5). Politika yapımında tümüyle inisiyatife dayalı bir yaklaşım izleyen bir MB, amaçları ya da gelecekteki eylemlerine ilişkin, son derece belirsiz (kesin olmayan) ve genel ifadelerin dışında, kamuoyuna herhangi bir taahhütte bulunmaz. Bunun yerine politika yapıcılar, varolan koşullara verdikleri öneme göre (ki bu "herşeye bakma stratejisi" dir-look at everything strategy), aylık (aydan aya) ya da haftalık (haftadan haftaya) para politikası oluşturma haklarını ihtiyarî olarak saklarlar. Bu yaklaşımı destekleyenler, inisiyatife dayalı politika yapımının yeni bilgilere ve beklenmedik gelişmelere karşı MB'larının yanıt vermelerine olanak sağladığını ve esnekliği koruduğunu ifade etmektedirler (Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen,1999:5).

İnisiyatife dayalı politikanın temel dayanağı, para otoritesine esneklik tanınmasıdır. Çünkü kurallar, para otoritesinin hareket serbestisini sınırlamaktadır. Para otoritesi açısından hareket serbestisinin anlamı, şoklara karşı gerekli önlemleri alabilme esnekliğine sahip olunmasıdır. Aslında para otoritesinin, politikalarına



rehberlik etmede kuralları seçme serbestliğine sahip olması, kuralları, inisiyatife dayalı politikanın özel bir durumu haline getirmektedir (Baye ve Jansen,1995:724).

Kurallar-inisiyatif seçimine ilişkin geleneksel tartışma, politika yapıcıların sosyal refahtan çok, kısa dönemde üretim ve istihdam artışını gerçekleştirmeye çalışmaları ya da ekonomik süreçlere ilişkin son derece sınırlı bilgiye sahip olmaları varsayımlarına dayanmaktadır. Günümüzde söz konusu tartışma, geleneksel yaklaşımdan pek farklı olmamakla birlikte, daha analitik bir boyutta, oyun teorisi yaklaşımıyla ele alınmaktadır ve oyun teorisi, politika yapıcılar son derece yetenekli olsalar ve yalnızca sosyal refah ile ilgilenseler dahi, kuralların gerekli olduğunu ifade etmektedir (Bofinger,2001:164).

Yürütülmekte olan politikanın kurallara mı bağlı yoksa inisiyatife mi dayalı olduğu şu şekilde anlaşılabilir: Eğer politika yapıcıların başlangıçta, politikanın çeşitli ekonomik koşullara nasıl yanıt vereceğine ilişkin kamuoyuna bir açıklamaları varsa ve bu yönde bir taahhüt altında iseler, politika kural ya da kurallar tarafından yürütülmektedir. Eğer politika yapıcılar, ekonomik koşullar değiştikçe uygun politikayı seçmek serbestliğine sahiplerse, politika inisiyatife dayalı yürütülmektedir (Mankiw,1992:330). Bu serbestlik, para otoritesinin isteyerek kötü politikalar uygulayacağı anlamına gelmemektedir. Bunun anlamı, para otoritesinin sürdürdüğü politikalar bilinçli olsun ya da olmasın, otoritenin gelecekte aynı politikaları uygulama zorunluluğunun olmadığıdır (Baye ve Jansen,1995:723).

Bununla birlikte, inisiyatife dayalı bir politika stratejisinde bile, MB'nın politika hedefleri vardır ve politika rastgele yürütülmemektedir. Bu açıdan, kurala dayalı uygulamadan temel farkı, politika yapıcıların bir amaç fonksiyonlarının olmasına karşın, operasyonların dönem bazında gerçekleştirilmesidir. Kararlar geçmiş deneyimlerden çok, varolan koşullara dayalı alınmaktadır. Kurallara dayalı uygulamada ise, politika yapıcıların daha uzun dönemli bir bakış açısına (vizyona) sahip olması gerekmektedir. McCallum'a göre (1998 ve 1999) bu, "sonsuz perspektif" olarak adlandırılır. Böyle bir perspektifin temel avantajı, politika yapıcıların, kısa dönemli amaçlar uğruna sosyal optimumdan sapmalarını engellemesidir (Khan,2003:4).

Archer' e göre (1997:4), aslında tüm para politikası stratejileri; bir kurallar sistemi ve aynı zamanda da, tüm stratejilerin kullanacakları değişkenleri seçmeleri anlamında, inisiyatife dayalı sistemler olarak ifade edilebilir. Bu bağlamda kurallar ile inisiyatif, birbirlerini tamamlayıcı olarak ele alınmaktadır (Archer,1997:5). Benzer bir

yaklaşım, Khan (2003:3) tarafından dile getirilmiş ve tüm parasal stratejiler, inisiyatif dayalı ögeler taşıyıcılar bile, kurallar sistemi olarak tanımlanmıştır.

Kurallar her ne kadar politika yapım sürecini basitleştirse de, belli durumlarda ve bir ölçüye kadar inisiyatif kullanma, politika uygulamalarında gereklidir. Çünkü inisiyatif, politika yapıcılara şoklar gibi beklenmedik durumlar karşısında esneklik tanımaktadır. Bu bağlamda inisiyatif, kuralların periyodik olarak yeniden değerlendirilmesi, gözden geçirilmesi şeklinde de ele alınabilmektedir (Crockett,2000:3).

Para politikası kuralları, aktif ya da pasif olabileceği gibi, açık ya da örtük (zımnî) kurallar şeklinde de olabilir. Aktif kurallar, ekonomiyi yönlendirmek için oluşturulmakta iken, pasif kurallar ekonomik dalgalanmaları dikkate alacak biçimde düzenlenmezler. M.Friedman'ın sabit oranlı parasal genişleme kuralı pasif kurala, toplam arz ve toplam talepteki değişmelere karşı, fiyat düzeyini sabit tutmak için para arzının değiştirildiği fiyat istikrarı kuralı ise, aktif kurala örnektir (Baye ve Jansen,1995:733).

Hedef değişkenin tam olarak belirlenmesi, yani bir büyüklüğün hedef düzeyinin açıkça ortaya konması açık kural uygulaması iken, hedef değişkenin hedef değere yakın tutulabilmesi için operasyonel hedefin nasıl ayarlanması gerektiğini ifade eden kural tipi ise, örtük kural uygulamasıdır. Ara hedef için operasyonel hedef, temel amaç içinse ara hedef değişkenleri örtük kural özelliği göstermektedirler (Bofinger,2001:243).

Archer'e göre (1997:5) uygulamada kurallar, para politikası uygulama sürecinde; temel amaç, ara hedef, operasyonel hedef ve araç gibi herhangi bir düzeyde belirlenebilmektedir. Bu bağlamda, kuralların hangi düzeyde uygulanacağı, ilgili yazında ara hedefleme-son hedefleme yaklaşımı olarak ifade edilmektedir.

Para politikası, tek kişilik kâğıt oyunundan çok, bir poker oyunu gibidir. Bilindiği gibi poker, akıllı bireylere karşı oynanan bir oyundur. Oyuncular, bir günden diğerine değişebilmektedir. Her bir oyuncu, diğer oyuncuların oyun stillerini zaman içinde öğrenerek, oyunlarını değiştirmektedirler. Para politikasında da piyasalar, tıpkı pokerdeki oyuncular gibi, sürekli olarak yakın gelecekteki para politikası ayarlamasını tahminlemeye çalışırlar. Politika yapıcıların piyasaları anlamaya ve yorumlamaya çalışmaları ve piyasaların politika yapıcıların ne yapacağını tahminlemeye çalışmaları şeklindeki karşılıklı etkileşim, optimal bir para politikası kuralı oluşumunu, son derece güç bir sorun haline getirmektedir (Poole,1999:4).

Kurallara veya inisiyatife dayalı politikalar arasındaki geleneksel tartışmalar<sup>12</sup>, politika otoritesinin niyetleri ve yetenekleri üzerinde yoğunlaşmaktadır. Ekonominin işleyişi ve politikaların etkileri hakkında yeterli bilginin olmaması ve politika yapıcıların genellikle bazı çıkar gruplarının etkisiyle toplumsal amaçlara uygun olmayan sonuçlara gitme eğilimleri<sup>13</sup>, kurallar lehine temel gerekçelerden olmaktadır (Telatar,2002:132). Bazı iktisatçılar, ekonomi politikasının politika yapıcıların inisiyatifine bırakılacak kadar önemli olduğuna inanmakta iken, kimileri de politika yapıcıların yetersizliği ya da fırsatçılığı dolayısıyla gücün kötüye kullanımını engellemek için kuralları savunmaktadır<sup>14</sup> (Mankiw,1992:332).

Söz konusu tartışmanın istikrar politikaları içindeki yeri şu şekilde değerlendirilebilir: Burada vurgulanması gereken ilk konu, kurallar/inisiyatif tartışmasının, aktif politika/pasif politika tartışması ile aynı olmadığıdır (McCallum,1987:10) Bilindiği gibi ekonomik istikrarı sağlamaya yönelik politikalarda çok temel bir ayrım vardır; para ve maliye politikalarının aktif bir şekilde uygulanmasını savunan aktif politika ve aktif istikrar politikalarının gereksizliğini savunan pasif politika. Bu iki farklı görüş içinde aktif politikayı savunanlar Keynesyen ve Yeni Keynesyen okul iken, pasif politikanın savunucuları Monetaristler ve Yeni Klasik okuldur (Gordon,1990:451).

Her iki görüşün hareket noktası ve birbirlerinden ayrıldıkları temel nokta, aslında ekonominin karşılaştığı şoklara ilişkindir. Çünkü her iki görüş de, açıklamalarını ekonominin şoklara maruz kalması durumundan hareketle yapmakta, fakat ayrıldıkları noktalar şokların etkilerinin kalıcı olup olmadığı ve söz konusu etkilerin nasıl giderilmesi gerektiğine ilişkin olmaktadır.

Keynesyen ve Yeni Keynesyenler, şoklardan kaynaklanan trendden sapmaların uzun süreli ve şiddetli olacağını, bu yüzden de bu sapmaları giderecek aktif politikaların gerekli olduğunu söylerken, Monetaristler ve Yeni Klasikler, piyasa

---

<sup>12</sup> Bu konuya ilişkin ayrıntılı bilgi için Fisher (1990), Goodhard (1992) ve Schaling (1995)' den yararlanılabilir.

<sup>13</sup> Politikacıların temel amacı yeniden seçilmektir. Sonuç enflasyona yol açsa bile, kısa dönemde üretim ve istihdam artışı sağlamak, kendilerine oy kazandıracığı için, politikacılar yeniden seçilmek uğruna enflasyonist politikaları destekleyebilirler.

<sup>14</sup> Aslında temel tartışma, ekonomi politikasına yön veren hükümet ve MB gibi politika yapıcıların, politika amaçlarından uzaklaşmalarının önüne geçme çabasından kaynaklanmaktadır. Kuralları savunanlar, kuralların politika yapıcıların rehberi olacağını, böylece nerede ne yapmaları gerektiğini bilebileceklerini ifade etmektedirler. İnisiyatifi savunanlar ise, kuralların katı olduğunu ve beklenmedik durumlarda, politika yapıcıların hareket alanını daralttığını ifade etmektedirler. Gerçek dünyada, bu iki uç durumun arasında bir uzlaşma noktası vardır. Bu uzlaşma noktası "sınırlandırılmış inisiyatif" olarak adlandırılır (Crockett,2000:3).



dinamiklerinin dengeye getiren güçlerine güvenerek aktif iktisat politikalarına olan gereksinimi reddetmektedirler (Snowdon,Vane ve Wyneczyk,1994:240-241).

Aslında aktif politika-pasif politika tartışması, her iki politikanın sahip oldukları iyimser ve kötümser bakış açılarının farklılığından kaynaklanmaktadır. Aktif politika taraftarları, özel sektörün dengeye getirici iç dinamikleri hakkında kötümser, istikrar politikalarının etkilerine ilişkin iyimser bakış açısına sahiptirler. Bu durumun aksine pasif politikayı savunanlar ise, özel sektörün istikrarlı oluşuna iyimser, istikrar politikalarının etkilerine (yararına) ilişkin ise kötümser yaklaşmaktadırlar (Gordon,1990:455-456).

Pasif politika, inisiyatif dayalı politika eylemlerinin bir rolünün olmamasının önemli bir özellik olduğu inancındadır (Gramlich,1998:3). Çünkü karşılaşılan şokun süresi ve tipinin doğru algılanmasına ilişkin gecikmeler, belli bir maliyet ve belirsizlik yaratmaktadır. Monetaristler, yani pasif politika savunucuları, bilgi maliyetlerinin ve belirsizliklerin azaltılması için para politikasının bir kurala göre yürütülmesini önermektedirler (Telatar,2002:63). Para politikası için bir kuralın izlenmesi, genel olarak MB'nın seçilmiş bir gösterge<sup>15</sup> değişkenini, belli bir değer bandı içinde tutma sürecini ifade etmektedir. Burada kural, gösterge (yani hedef değişken) seçimi ile bandın yeri ve genişliğine ilişkin getirilmektedir (Telatar,2002:109-110).

Aşağıdaki tablo, kurallar ve inisiyatif tartışması özelinde ancak, farklı okulların fikir birliğine vardıkları ve ayrıldıkları noktalar genelinde, ekonomi teorisinde bazı okulların fikirlerini özetlemektedir:

---

<sup>15</sup> Göstergenin iki farklı tanımı yapılabilir (Bofinger,2001:245-246):Göstergelerin bir kısmı, enflasyon riskinin varlığını işaret eden erken uyarı sistemi olarak kullanılabilir. Bu tür sinyalleri veren göstergeler "öncü göstergeler" olarak tanımlanmaktadır. İkinci bir gösterge grubu, öncü göstergeler tarafından belirlenen dalgalanmalar arttığı zaman, ekonomiyi fiyat istikrarı yönüne geri çevirmek için operasyonel hedefe yapılması gereken uyarılmanın ne olacağını göstermektedir ve "politika göstergeleri" olarak adlandırılmaktadır. Göstergeler, amaçların bugünkü veya gelecekteki davranışlarına ilişkin politika yapıcılara yararlı bilgiler sağlamakla birlikte (Romer,1996:417), belli bir aralık içinde kontrol edilemeyen değişkenlerdir (McCallum,1998:59).

**Tablo 2 : Kurallar-Inisiyatif Tartışması Açısından Ekonomi Teorisinde Bazı Okullar**

Okullar	İstikrarsızlığın ana kaynağı	Beklentiler	Fiyat Ayarlaması	Piyasa Ayarlaması	Ekonomik Denge	Dönem Analizi	Kurallar ya da İnisiyatif
Keynesyen	Otonom harcamalarda dalgalanmalar	Uyarlanmış	Nispeten katı	Zayıf	Eksik istihdam	Kısa	İnisiyatif
Monetarist	Düzensiz parasal dalgalanmalar	Uyarlanmış	Esnek	Güçlü	Doğal oranda piyasa dengesi	Kısa ve uzun	Kurallar
Yeni Klasik	Düzensiz parasal dalgalanmalar	Rasyonel	Son derece esnek	Çok güçlü	Doğal oranda piyasa dengesi	Uzun=kısa	Kurallar
Reel Konjonktür	Arz şokları (temelde teknolojik)	Rasyonel	Son derece esnek	Çok güçlü	Hareketli Doğal oranda piyasa dengesi	Uzun=kısa	Kurallar
Yeni Keynesyen	Arz ve talep şokları (sistematik olmayan)	Rasyonel	Fiyat katılıklarına vurgu söz konusu	Yavaş	Gayri iradî işsizlik ile tutarlı	Genelde kısa	Belirgin bir uzlaşma yok
Avusturya	Düzensiz parasal dalgalanmalar	Akla yatkın	Esnek	Güçlü	Eğilim yönünde	Kısa ve uzun	Kurallar
Post Keynesyen	Otonom harcamalarda dalgalanmalar	Akla yatkın	Yapışkan	Çok zayıf	Eksik istihdam	Kısa	İnisiyatif

**Kaynak:** (Snowdon,Howard ve Wynarczyk,1994:414).

Bu bağlamda bir para politikası kuralı, piyasanın beklentilerini ve piyasada oluşacak spekülasyonları dikkate almalıdır. Kural oluşturmadaki kritik nokta, MB ile piyasaların karşılıklı etkileşim içinde olmalarıdır. Bu karşılıklı etkileşim veri iken, herhangi bir kuralın en önemli özelliği, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilir olmasıdır. Çünkü iyi anlaşılmayan bir kural için, herhangi bir politika değişikliği durumunda, piyasa tarafından sürpriz olarak karşılanma ve dolayısıyla istenilen sonuçlara ulaşılamama olasılığı vardır (Poole,1999:8).

McCallum'a göre (1987:13), kural oluşturmada dört temel ilke vardır:

- i) Kural; para otoritesinin, doğrudan ve/veya tam olarak kontrol edebildiği bir değişkenin davranışının nasıl olması gerektiğini belirtmelidir.
- ii) Finans alanında düzenleyici bir değişme ve teknik bir ilerlemenin olmayacağı varsayılarak bir politika kuralı oluşturulmamalıdır. Yani, finansal yeniliklerin olabileceği dikkate alınmalıdır.

- iii) İyi tasarlanmış bir kural, makro ekonomik bilginin sınırlarını bilmelidir.
- iv) Kural değişkeni olarak seçilen değişken, temel amaç ya da amaçlarla doğrudan bağlantılıdır<sup>16</sup>, kendi başlarına çok önemli değildirler.

Teorik açıdan politika kurallarının önemi bu şekilde ortaya konmuş iken, uygulamada kuralların sağladığı avantajlar şöyle özetlenebilir (Taylor,1996:9)

- i) Politika etkilerinin ileriye dönük değerlendirilmesinde yardımcı olabilir.
- ii) Politika eylemlerine ilişkin belirsizliği azaltarak, finansal piyasalardaki risk primini azaltabilir.
- iii) Politika yapıcılar için, amaçlarına ulaşmada gerçekleştirecekleri eylemlere ilişkin yararlı bir kılavuzdur.
- iv) Politika yapıcıların hesap verebilirliğini arttırabilir: Politika kuralı güvenilir ise, politika yapıcıların şöhreti<sup>17</sup> olumlu etkilenir.
- v) Zaman tutarsızlığı soruna karşı bir çözümdür.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında bir değerlendirme yapıldığında, parasal hedefleme stratejisinin uygulanması ile, söz konusu yararların ortaya çıkması beklenmektedir. Çünkü, çalışmanın konusunu oluşturan parasal hedefleme stratejisi de bir kural uygulamasıdır. Uygulamada para otoritesinin politika uygulama süreci, geniş kapsamlı ve güvenilir makro ekonomik modeller yoluyla gerçekleşmektedir (Crockett,2000:1). Gerçekte pek çok MB, büyük ölçekli ekonometrik modellere sahiptir ve söz konusu modellerin şunları mümkün kılması istenmektedir (Bofinger,2001:241):

- i) Para politikası hedefleriyle ilgili büyüklükleri belirlemek,
- ii) İlgili büyüklüklerdeki gözlemlenen değişmelerin, temel amaç üzerindeki etkisini belirlemek,
- iii) Temel amaçtan sapmaları engellemek için operasyonel hedeflerde, ne tür değişikliklerin gerekli olduğunu saptamak.

<sup>16</sup> Kurala dayalı bir politikada, hedef değişken kamuoyu ile iletişim içinde bir araç olarak ele alınmaktadır. Çünkü hedef değişken, politika yapıcıların niyetlerini ve önceliklerini yansıtır. Bu bağlamda, bir politika eyleminin gerekli olup olmadığını gösterir. Kamuoyu bu hedef değişkeni gözlemleyip, anladıkça, söz konusu değişken, karar birimlerinin beklentilerinde bir "nominal çıpa" haline gelerek, temel amaca ulaşılmasında yardımcı olur (Khan,2003:4).

<sup>17</sup> Politika yapıcıların şöhreti, beraberinde politikaların inanılabilirliğini getirecektir.

Mankiw'e göre (1992:330) politikanın, aktif ya da pasif politika olup olmamasından bağımsız olarak, kurallarca yürütülebilir olduğunun belirtilmesi önemlidir. Çünkü her ne kadar aktif politikayı savunanlar inisiyatif, pasif politikayı savunanlar da kurallara ağırlık veriyor gibi görünse de, aslında günümüzde böyle kesin bir ayırım yapmak mümkün değildir. Bugün için MB'ları genelde, yasaları gereği temel amaçları olan fiyat istikrarını sağlamak ile zorunlu kılınmışlar, ancak kendilerine arz ve talep şokları ile mücadele etmede, yeterli bir düzeyde de inisiyatif tanınmıştır. Yani MB'ları, dışsal bir temel amaç kuralı ile sınırlandırılmışlardır. Bu temel amaç kuralı sınırlayıcı olmakla birlikte, MB'nın bu hedefe ulaşmada ara ve operasyonel hedefleri kendi inisiyatifine bağlı olarak serbestçe belirleyebilme esnekliği vardır. Aynı zamanda MB yasasının para otoritelerine, hedefler, araçlar ve kişisel açıdan oldukça yüksek düzeyde bir bağımsızlık sağladığı da varsayılmaktadır<sup>18</sup>. Bu tür MB'ları için anahtar soru, MB'larının düşük enflasyon hedefine ulaşmak için kendi para politikalarını belirlerlerken, aynı zamanda arz ve talep şoklarını karşılayacak derecede esnek bir şekilde para politikalarını nasıl oluşturacaklarıdır (Bofinger,2001:241).

Politika yapıcıların iyi niyetli ve yetenekli oldukları varsayımı altında, inisiyatif dayalı politikanın kurala bağlı politikadan daha üstün olduğu söylenebilir. İnisiyatif dayalı politika, doğası gereği esnekler. Politika yapıcılar, uyguladıkları politikada tutarlı oldukları ve iyi niyetlerini kamuoyunu yanıltma yönünde kötüye kullanmadıkları sürece, aslında değişen ekonomik koşullara karşı politika geliştirmede, söz konusu otoriteleri inisiyatiften yoksun bırakmak için bir neden bulunmamaktadır (Mankiw,1992:333). Ancak asıl sorun, gücün kötüye kullanımı ve tutarsız politika eylemleri durumunda ortaya çıkmaktadır. İzleyen kısımda bu konu 'zaman tutarsızlığı' başlığı altında ele alınmakta ve kurala dayalı politika uygulamasının otoriteler açısından daha güvenilir sonuçlar yaratıp yaratmadığının tartışması yapılmaktadır.

---

<sup>18</sup> Fisher'e göre (1995:202), MB'nın araç bağımsızlığı olmalı ancak amaç bağımsızlığı olmamalıdır. MB'na açıkça tanımlanmış bir amaç ya da amaçlar seti verilmeli, bu amaç ya da amaçlara ulaşabilecek olanaklar tanınmalıdır. Bu bağlamda MB bağımsızlığına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Fisher (1995).

## 2.2. Zaman Tutarsızlığı Sorunu

Hatırlanacağı üzere, para politikası uygulamalarında kurallar ve inisiyatif tartışmalarının, geleneksel ve oyun teorisine dayalı olmak üzere iki boyutu olduğu belirtilmişti. Zaman tutarsızlığı sorunu, söz konusu tartışmanın oyun teorisi boyutu bağlamında ele alınmaktadır.

Politikaların zaman tutarsızlığı, politika yapıcının (politika otoritesinin) önceden ilan ettiği politikalardan vazgeçip, özel sektörü aldatma politikası izleyerek, kısa dönemli kazançlar elde etme güdüsü nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bunun nedeni, piyasada çarpıklıkların (distortions) var olmasından dolayı politikaların ikinci en-iyi koşullar altında yürütülmesi ve politika yapıcının sürpriz politika, bir başka deyişle önceden ilan edilen politika kuralından ayrılarak özel sektörü aldatma yoluyla, ekonomideki çarpıklıkları yok ederek birinci en-iyi duruma ulaşma düşüncesidir. Dolayısıyla sürpriz politika, politika yapıcının ekonomiyi ikinci en-iyiden birinci en-iyiye götürmeyi istemesinden kaynaklanmaktadır (Erdoğan,1997:34-35).

Alesina ve Tabellini (1988:543), zaman tutarsızlığı sorununu şu şekilde ortaya koymaktadırlar: Belli bir zamanda, politika yapıcılar optimal bir politika uygulayacaklarını taahhüt ederler. Özel sektör, bu taahhüt doğrultusunda hareket etmeye başlayınca, politika yapıcılar, kısa dönemli kazanç elde etme güdüsü ile, farklı bir politika izlemek isterler (kışkırtılırlar). Bu durumda açıklanan politikadan sapma, zaman tutarsız bir eylemdir.

Khan (2003) ise, genişletici para politikasının kısa dönemde üretimi ve istihdamı arttırabilme olasılığının, zaman tutarsızlığına yol açtığını belirtmektedir. Khan'a göre, kamuoyu tarafından güvenilir olarak kabul edilen MB politikaları ile, kamuoyunun bu politikalara göre davranışlarını belirlemesinden sonra, MB'nın gerçekleştirdiği politikalar arasındaki fark, zaman tutarsız politikalar olarak ifade edilmektedir (Khan,2003:2).

İlgili yazında<sup>19</sup> zaman tutarsızlığı, politika yapıcı ile diğer ekonomik karar birimleri arasındaki karşılıklı etkileşimi dikkate alan dinamik bir ortamda, oyun teorisi yaklaşımıyla ele alınmaktadır.

Oyun teorisine dayalı modern yaklaşımda, söz konusu yazına en önemli katkı Kydland ve Prescott (1977) tarafından yapılmıştır. Kydland ve Prescott'a göre,

---

<sup>19</sup> Zaman tutarsızlığına ilişkin için Kydland ve Prescott(1977), Barro ve Gordon (1983) dışında ayrıca bkz. Rogoff (1985), Lohmann(1992), Nicolini (1998), Erdoğan (1997), Fisher (1990), Schaling (1995).

üzerinde anlaşmaya varılmış, belirli bir sosyal amaç fonksiyonu vardır ve politika yapıcılar, politika eylemlerinin zamanlaması ve etkilerinin büyüklüğü konusunda bilgi sahibidirler. Bu koşullar altında, en iyi kararın seçimi olarak adlandırılan inisiyatife dayalı politika, sosyal amaç fonksiyonunu ençoklaştıramayacaktır. Çünkü, ekonomik planlama doğaya karşı<sup>20</sup> değil, rasyonel ekonomik bireylere karşı bir oyundur (Kydland ve Prescott,1977:473).

Geleneksel yaklaşım optimal kontrol tekniklerinin para politikasına uygulanmasını önermektedir. Optimal kontrol teknikleri, roketlere yol göstermede kullanılan matematiksel ve mühendislik yöntemleri içeren bir yöntemdir (Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen,1999:12). Bu tekniğin para politikasına uyarlanmasına ilişkin öneri, mühendislik bilimlerinde kullanılan fiziksel sistemler ile politika otoritelerinin kullandığı ekonomik modeller arasındaki benzerliğe dayandırılmıştır. Bu yöntemin önemli bir kuralı,  $t_0$  döneminde, gelecekteki  $t_1$  dönemi için seçilen optimal bir politikanın,  $t_1$  döneminde seçilecek olan politika ile kesin olarak aynı olacağıdır ve bu kural, optimal politikaların zaman tutarlı olması gerektiğini ortaya koymaktadır (Erdoğan,1997:37). Optimal kontrol teorisi, ekonomik birimlerin davranışlarının cari ve geçmiş politika kararlarına bağlı olduğu durumda uygun bir araçtır (Kydland ve Prescott,1977:474).

Ancak, rasyonel davranan bireylerin varlığı ve oyun teorisi yaklaşımı, beklentilerin dikkate alındığı dinamik bir ortamı beraberinde getirmektedir. Bu durumda Kydland ve Prescott'a göre optimal kontrol teorisi dinamik ortam için uygun bir araç değildir. Çünkü ekonomik karar birimlerinin bugünkü kararları, gelecek döneme ilişkin politika beklentilerine bağlıdır ve bu beklentiler, seçilen politikalara göre sabit kalmamaktadır. Bu nedenle politika kararının seçildiği her bir dönemde, cari sonuçların toplam değerini ençoklaştıran politika tutarlı olacak, ancak optimal olmayacaktır. Gerçekte aktif istikrar politikalarının yarattığı etki, ekonomik istikrarsızlığa katkı sağlamakta, hatta istikrarlı bir ekonomiyi istikrarsızlaştırmaktadır (Kydland ve Prescott, 1977:486). Bu nedenle, pasif politika önerisi ve inisiyatif yerine kuralların daha üstün olduğu tezi, Kydland ve Prescott'un çalışmalarının temel argümanı olmaktadır.

---

<sup>20</sup> Bu kavram, her birimin fayda fonksiyonunun yalnızca kendi kararlarına bağlı olduğu, dışsal bir karar alma sürecini ifade etmektedir. İşin içine rasyonel karar birimlerinin girmesi; rasyonel davranan birimlerin kararlarının, diğer ekonomik birimlerin kararlarına bağlı olduğu, içsel bir karar alma sürecinin geçerli olduğu anlamındadır.



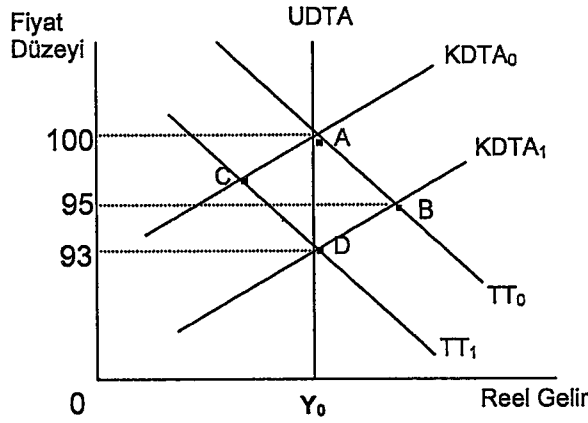
Günümüzde ekonominin, giderek artan bir düzeyde piyasa güçlerince yönlendirilir hale gelmesi ve her şeyin giderek daha hızlı bir biçimde değişmesi, kontrole dayalı geleneksel politikaların işlememesine yol açmıştır. Artık bugün, piyasa yönelimli ekonomide 'kontrol' yerine 'etki'den söz edilmektedir (Crockett,2000:2). Bu nedenle, piyasaya dayalı çözümler, dinamik çözümlerdir ve tüm karar birimlerinin davranışlarını dikkate almaktadır.

Zaman tutarsızlığı sorunu neden önemlidir? Bu sorun, politikaların güvenilirliği bağlamında ele alınmaktadır. Tutarlı olmayan politika eylemlerinin, güvenilirliğin yitirilmesine yol açmasına şöyle bir örnek verilebilir: Bazı durumlarda politika yapıcılar, özel birimlerin beklentilerini etkilemek için ileride izleyecekleri politikayı kamuoyuna ilan etmek isteyebilirler. Fakat daha sonra, özel karar birimlerinin beklentilerine uygun davranmalarının ardından politika yapıcılar, ilan ettikleri uygulamadan vazgeçme girişiminde olabilirler. Bu durumda zaman içinde politika yapıcılarının tutarlı olmadıklarını anlayan diğer karar birimleri, politika ilanlarına güvenmeyeceklerdir. Bu da politika yapıcılar açısından uzun dönemde bir güven kaybı, dolayısıyla da amaçlara ulaşmada güçlük anlamına gelecektir (Mankiw,1992:333). Güven kazanmak ve şöhretlerini korumak isteyen politika yapıcılar, sonuçta kurala dayalı politika uygulayacaklardır.

Zaman tutarsızlığı sorununa bir çözüm olarak ifade edilen kurallara ilişkin tez, grafik yardımıyla ve oyun teorisi kavramlarıyla şu şekilde ifade edilebilir (Baye ve Jansen,1995:725-729):

Politika yapıcı, yani para otoritesi olarak MB ve işçi sendikası olmak üzere iki oyuncu varsayalım. MB, para arzını kontrol etmektedir. Arabuluculuk yapan işçi sendikası ise, işçilere ödenen nominal ücreti belirlemektedir. Bu noktada karar verme süreci, para politikası oyunu olarak adlandırılır.

Analizi basitleştirmek için MB'nın iki olası eylemi olduğunu düşünelim: Parasal genişlemeyi azaltmak ya da sabit tutmak. Buna karşılık işçi sendikasının da olası iki eylemi vardır: Ya ücret kesintilerini kabullenmek ya da cari ücreti talep etmek. Söz konusu durum, bir grafik ile ifade edilecek olursa;



Kaynak: (Baye ve Jansen,1995:725)

**Grafik 1: İnisiyatife Dayalı Politikanın Yarattığı Güçsüzlük**

UDTA; Uzun dönem toplam arz eğrisini, KDTA: Kısa dönem toplam arz eğrisini ve TT:Toplam talep eğrisini ifade etmektedir. Ekonomi başlangıçta A noktasında dengededir. Para otoritesinin enflasyonu durdurmak için işçi sendikalarına işçilerin ücretlerinde belli bir miktar kesintiye gitmeye razı olmaları durumunda, para arzını söz konusu kesinti kadar daraltma yönünde bir politika eylemini ilan edeceğini ve bu eylemin herhangi bir reel gelir, istihdam ya da reel ücret maliyetinin olmayacağını söylediğini varsayalım. İşçilerin ücretinden örneğin yüzde 7'lik bir kesintiye gidilmesi durumunda, kısa dönem toplam arz eğrisi KDTA<sub>0</sub>' dan KDTA<sub>1</sub>' e kayacak ve yeni denge B noktasında oluşacaktır. Eğer para otoritesi, para arzını yüzde 7 oranında azaltırsa, toplam talep eğrisi sola doğru TT<sub>0</sub>' dan TT<sub>1</sub>' e doğru kayacak ve yeni denge noktası C olacaktır. Eğer hem işçiler ücretlerinden hem de para otoritesi para arzından yüzde 7'lik bir kesintide bulunurlarsa, yeni denge D noktasında oluşacaktır. D noktası, başlangıç noktası (A) ile aynı reel gelir ancak A noktasından daha düşük bir fiyat düzeyine işaret etmektedir. D noktasında A noktası ile aynı reel gelir düzeyi elde edildiğinden, bu aynı zamanda aynı sayıda çalışanın istihdam edildiği ve A noktası ile aynı reel ücret düzeylerinin geçerli olduğunu da ifade etmektedir. Bu durumda, çalışanlar açısından D noktasında bulunmanın bir anlamı olmayacaktır, denge A noktasındadır. Bu, para otoritesinin fiyat düzeyinin düşüşünün reel gelir, istihdam ve reel ücret üzerinde herhangi bir maliyetinin olmayacağını ilanının gerçekleştiğini göstermektedir.

Eğer para otoritesi, t<sub>0</sub> döneminde ilan ettiği politikadan t<sub>1</sub> döneminde, vazgeçerse (yani zaman tutarsızlığı durumunda) ne olur?



Bu olası eylemler ve iki oyuncunun (MB ve sendika) kazanç ve kayıpları, sonuç (payoff) matrisinde şöyle özetlenmiştir:

**Tablo 3 : İnisiyatife Dayalı Politika Sonucu Elde Edilen Sonuç Matrisi**

Eylem		Merkez Bankası	
		I. Para arzında daralma yok	II. Para arzı daraltıldı
Sendika	I. Ücret kesintisi yok	a 5,2	c 3,1
	II. Ücret kesintisi var	b 3,4	d 5,3

**Kaynak:** (Baye ve Jansen,1995:727)

MB; düşük fiyat düzeyi ve yüksek reel gelir elde etmeyi hedeflemekte, sendika ise yüksek reel ücret istemekte ancak bunun maliyetinin aşırı işsizlik olmamasını hedeflemektedir. Sonuçların rakamsal değerleri varsayımsaldır ancak birbirlerine göre büyüklükleri, MB ve sendikanın hedefleri ile tutarlıdır.

Sonuç matrisinde, hücrelerdeki harfler, grafik 1'deki A, B, C ve D noktalarını ifade etmektedir. Örneğin ücret kesintisinin ve para arzının sabit kaldığı durum, grafikte A noktası ile gösterilmektedir. Bu, sonuç matrisinde a hücresine karşılık gelmektedir. Burada sendika 5, MB 2 birim sonuç (kazanç) elde etmiştir. d hücresi, sendika açısından aynı birim (5) kazancı ifade etmekte ancak MB'nın kazancı 3 birim olmaktadır (Grafikte D noktası). Çünkü bu noktada (D noktası), A noktasına oranla daha düşük bir fiyat düzeyi ve fakat A noktası ile aynı düzeyde bir reel gelir söz konusudur. Bu yüzden MB'nın hedefleri açısından D noktası A noktasına tercih edilmektedir.

Tablo 3'ün sonuçları veri iken, dengenin inisiyatife dayalı politika ile gerçekleştiğini düşünelim. Eğer sendika ücret kesintisine gitmez ise, para otoritesi için en iyi politika para arzını kısmamaktır. Çünkü para arzını kısmamakla elde ettiği kazanç (2 birim), para arzını kısması durumunda elde edeceğini (1 birim) aşmaktadır. Eğer sendika ücret kesintisine giderse, MB için yine para arzını daraltmak kazançlı olmayacaktır çünkü para arzını daraltmamakla elde edeceği kazanç daha yüksektir ( $4 > 3$ ). Bu durumda sendikanın eylemi ne olursa olsun, MB'nın para arzını daraltmama kararı baskın bir stratejidir. Sonuç olarak bu oyunda denge a hücresinde oluşmuştur: Sendika ücret kesintisine gitmez, MB para arzını daraltmaz.

Kurallara dayalı politikanın zaman tutarsızlığını engellediğini ve inisiyatife dayalı politikaya oranla MB açısından uzun dönemde daha kazançlı olduğunu

görebilmek için şu sorunun yanıtını aramak gerekmektedir: MB'nın politikasını değiştirme serbestisinin olmadığı yani kurala dayalı politika uyguladığı ve para arzını azaltacağı yönünde taahhütte bulunduğu durumda, elde edeceği kazanç nedir?

Bu durumda MB'nın seçme şansı yoktur; para arzını daraltmak zorundadır. Bir başka deyişle MB'nın tablo 3'ün birinci sütununa ilişkin bir tasarrufu yoktur. Yeni koşullar altında iki oyuncunun (MB ve sendika) kazanç ve kayıpları, sonuç (payoff) matrisinde şöyle özetlenmiştir:

**Tablo 4 : Kurala Bağlı Politika Sonucu Elde Edilen Sonuç Matrisi**

		Merkez Bankası	
		Eylem	Para arzı daraltıldı
Sendika	I. Ücret kesintisi yok	c	3,1
	II. Ücret kesintisi var	d	5,3

**Kaynak:** (Baye ve Jansen,1995:728)

Bu sonuç matrisi, bir öncekine benzemektedir. Ancak MB, para arzının daraltılması gibi bir kural ile bağlı iken, eylem seçiminde sendika inisiyatif sahibidir (yani serbesttir).

Para politikası kuralı veri iken, sendikanın ücretleri azaltma yönünde güçlü bir eğilimi vardır. Çünkü ücretlerde kesintiye giderek, ücretlerde herhangi bir kesintinin olmadığı duruma göre, daha kazançlı çıkmaktadır ( $5 > 3$ ).

Para arzının daraltılması şeklindeki basit para politikası kuralı sonucu denge, matrisin d hücresinde, grafikte D noktasına karşılık gelen noktada oluşmuştur. Bu noktada, para kuralı ile elde edilen denge durumu, sendikaya inisiyatife dayalı politika sonucu elde edilen matrisin a hücresindeki aynı kazancı sağlamakta ancak d hücresinde MB, a hücresindekinden daha yüksek kazanç elde etmektedir. Bu sonuç, MB'nın inisiyatifi ortadan kaldırarak refahını, bir başka ifade ile fonksiyonlarını yerine getirme becerisini, ekonomideki diğer oyunculara bir maliyet getirmeksizin, arttırdığını göstermektedir.

Grafiğe ve oyun teorisine dayalı bu analizden çıkarılacak sonuç, çok basittir: Para otoritesi olarak MB'nın bugün verdiği sözden dönerek, ertesi gün farklı bir uygulamaya gitme yönünde bir serbestliğe (inisiyatifi) sahip olması durumunda, ekonomideki diğer karar birimleri (oyuncular), bundan sonra MB'nın verdiği sözleri ciddiye almayacak ve MB politikalarına uymada gönülsüz davranacaklardır. Sonuçta

bu durum, MB'nın amaçlarına ulaşabilme yeteneğini azaltacaktır. Aksine eğer MB politikaları kurala dayalı ise, ekonomideki diğer karar birimleri, MB'nın politika değişikliklerinin etkilerinden korkmayacaklar ve böylece MB eylemlerinin daha etkin olma olasılığı artacaktır.

Zaman tutarsızlığı ve politikaların güvenilirliği bağlamında politikaların güvenilirliği sorunu, enflasyon düşük tutulmak isteniyor olsa bile, aktif bir MB'nın enflasyon oranını sıkça kamuoyunun beklediği düzeyin üzerine çıkarma niyetinin var olma olasılığından kaynaklanmaktadır. Bunun gerekçesi; kısa dönem ücretlerinin ve diğer pek çok girdi maliyetlerinin bir sözleşme ya da gayrî resmi bir anlaşma yoluyla sabitlenmesinden yararlanarak, MB'nın beklenenden daha çok enflasyon (sürpriz enflasyon) yaratarak üretim ve istihdamı, en azından geçici olarak (yani kısa dönemde), canlandırabilecek olmasıdır.

Ancak gerçekte MB bu kısa dönemli kazançlara ulaşabilecek midir? Kydland ve Prescott ve onları izleyen Barro ve Gordon (1983), MB'nın sürekli olarak çalışanları ve şirketleri daha düşük enflasyon beklentisi ile kandırmasının olası olmadığını ifade etmektedirler. Er ya da geç, çalışanlar ve şirketler MB'nın niyetini anlayarak, enflasyon beklentilerini (ve ücret ve fiyat belirleme davranışlarını) buna göre ayarlayacaklardır. Sonuçta, kamuoyu bir kez MB'nın davranışını anlayınca, istihdam ve üretim ortalama düzeyinin üzerinde artmayacak ancak, enflasyon aksi durumda olacağından daha yüksek olacak ve beklenen fayda ortaya çıkmayacaktır. Bu nedenle politikaların güvenilirliği görüşü; aktif MB'larının, enflasyonu düşük tutma niyetlerini ne kadar açıklarlarsa açıklasınlar, genişletici politikalara başvuracaklarını ve uygulamada enflasyonist bir eğilim doğuracaklarını ifade etmektedir. Kamuoyu bu davranışı anladıkça ve önceden tahminledikçe, üretim ve istihdamdaki herhangi bir artış ile telafi edilemeyecek, daha yüksek bir enflasyon sisteme yerleşecektir. Bu "enflasyonist eğilim", aktif para politikası açısından bir dezavantaj olmaktadır (Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen, 1999:14-15).

Bu açıdan bakıldığında sonuçta MB politikalarını güvenilir kılan tek şey, MB'nın inanılabilirliği bir başka deyişle şöhreti (reputation) olmaktadır (Baye ve Jansen, 1995:730). Zaman tutarsızlığının MB'nın şöhreti bağlamında ele alınışı Barro ve Gordon' un 1983 yılında yaptıkları çalışma ile olmuştur. Bu çalışmada da kurala dayalı politikanın inisiyatifeye dayalı politikaya göre daha üstün olduğu vurgulanmakta, ancak kural uygulamasının ikinci en-iyi çözüm olduğu belirtilmektedir. Barro ve Gordon'a göre ekonomik birimlerin kuralı önceden tahmin

etmeleri durumunda, aldatma (cheating) politikası, yani izleneceği açıklanan politikadan sapma, daha iyi sonuçlar vermektedir (Barro ve Gordon,1983:106). Bununla birlikte, aldatma eğilimi kuralların varlığını tehdit etmekte ve ekonomiyi inisiyatif altında daha düşük bir dengeye doğru yöneltmektedir. Bunu giderebilecek tek unsur, MB'nın inanılabilirliğe ulaşma isteğinin baskın çıkarak, kurallar lehine bir argümanın ağırlık kazanmasıdır. Bir başka deyişle inanılabilirliğin ya da güvenilirliğin olası kaybı, politika yapıcıyı kurallar yönünde motive etmektedir. Böylelikle MB, daha uzun dönemli ve düşük ortalamalı bir enflasyonun kazançlarını elde etmek için, enflasyon şoklarından elde edilecek kısa dönem yararlarından<sup>21</sup> vazgeçecektir (Barro ve Gordon,1983:99).

Sonuç olarak, zaman tutarsızlığı sorunu para politikalarının enflasyonist özelliklerini ön plana çıkarmıştır. Bunun giderilmesine yönelik kurala bağlı politika uygulaması, para politikasının yürütülme şeklinde belirleyici olmuştur. Bu nedenle politika uygulama sürecinde bir kural ve ara hedef uygulaması olan parasal hedefleme stratejisi, para politikalarının enflasyonist eğilim yaratma özelliklerini engellemektedir.

Çalışmanın izleyen kısmına ilişkin yol haritası, Telatar'ın şu değerlendirmesinden esinlenerek oluşturulmuştur (Telatar,2001:189-190):

"Zaman tutarsızlığı sorunu, 1980'li yıllardan itibaren para politikası tartışmalarının odak noktasını oluşturmaktadır. Tartışmalar sonucunda, zaman tutarsızlığı sorununun yarattığı enflasyonist eğilimin ortadan kaldırılabilmesi için, politikanın önceden ilan edilmiş kurallara göre yürütülmesi gerektiği konusunda görüş birliğine ulaşıldığı görülmektedir. Dolayısıyla para politikasının nasıl yürütülmesi gerektiği konusundaki tartışmalar kurallar / bağlayıcı olmayan politikalar (inisiyatif dayalı politikalar<sup>22</sup>) çerçevesinden çıkmış, kural tipleri üzerine yürütülmeye başlamıştır. İkinci en iyi koşulların varlığında, fiyat istikrarının sağlanabilmesi veya sürdürülebilmesi için hangi kural tipinin benimsenmesi gerektiği sorusu, yeni tartışmaların özünü oluşturmaktadır (s:189).

Kural tipleri üzerine yürütülen çalışmalar çerçevesinde iki prensipte uzlaşma sağlandığı görülmektedir. Birinci prensip; para politikasının nominal bir değişkeni hedeflemesi gerektiği şeklindedir. İkinci prensip ise; politikanın önceden belirlenmiş bir kurala uygun yürütüleceğine dair bağlayıcılık taşıyan bir taahhüdün zorunlu olmasıdır.

Para politikasının kurallara göre yürütülmesi gerektiği konusunda uzlaşma sağlanmış olsa da, politika otoritesine verilecek serbestinin derecesi hakkında oldukça farklı yaklaşımlar söz konusudur. Bazı ekonomistler, para politikasının

<sup>21</sup> Enflasyon şokundan elde edilecek olası kısa dönem yararları şunlar olabilir (Barro ve Gordon,1983,100-101): Beklenmedik parasal genişlemelerin, reel ekonomik etkinliklerde artışa yol açması ve sürpriz enflasyonun hükümet için bir gelir kaynağı olması.

<sup>22</sup> Parantez içindeki ifade, bu çalışmada söz konusu ifade yerine kullanılmakta olan kavramı göstermektedir.

uygulama sürecinde MB'na inisiyatifini kullanabileceği bir alan bırakılmaması gerektiğini savunurken, bazıları kuralların genel 'yol gösterici' olarak değerlendirilmeleri gerektiğini ve gerekli görüldüğü durumda MB'na inisiyatif kullanma hakkının verilmesinin daha doğru olacağını ileri sürmektedirler. (s:190)"

Çalışmanın bu bölümünde, bir ara hedef uygulaması olan ve kurallar bağlamında ele alınan parasal hedefleme stratejisinin özelliklerine ilişkin açıklamalar yer almaktadır.

### 3. PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİNİN ÖZELLİKLERİ

Para politikası uygulama sürecinde politika araçları ile temel amaç arasındaki bağlantının son derece belirsiz ve politika araçlarının temel amaç üzerindeki etkisinin gecikmeli olması ve bu gecikmelerin uzunluğuna ilişkin bilgi eksikliği nedeniyle para otoritesi, para politikası araçları ile daha yakından ilgili bir değişkene, yani ara hedefe odaklanarak, temel amaçlarına ulaşmaya çalışmaktadır. Bu bağlamda parasal hedefleme stratejisi, ara hedeflere ve kurala dayandığı için, politika araçları ile temel amaç arasındaki belirsizliği azaltmada, uygun bir stratejidir.

MB'larının politikalarını eksik bilgiye dayalı bir ortamda gerçekleştirmek zorunda kalmaları, politika tasarlanırken bunun dikkate alınmasını gerektirmektedir. Bunu dikkate alan bir MB da, ara hedef stratejisi uygulamaktadır. Seçilen ara hedef değişkeninin hedeflenen patikadan sapması, temel amaç değişkeninin hedefinden saptıkta olduğuna ve politika aracında bir ayarlamaya gidilmesi gerektiğine işaret etmektedir (Oğuz,2001:10). Bu bağlamda MB açısından ara hedefler, para politikası araçlarının temel amaçlar üzerinde istenilen etkileri yaratıp yaratmadığı konusunda bir göstergedir. Bu nedenle, bir ara hedef uygulaması olan parasal hedefleme stratejisi aracılığıyla, para politikası araçlarının temel amaç üzerinde istenilen etkiyi yaratıp, yaratmadığı, ekonomik karar birimlerince kolayca görülebilir. Bu, uygulanan politikanın açıklığı ve ekonominin tüm kesimlerince anlaşılabilir olması açısından önemlidir. Çünkü bekleyişleri etkilemeye yönelik bir politikanın başarılı olabilmesi için, açık ve anlaşılabilir olması önemli bir koşuldur.

Bu bağlamda ara hedefleme stratejisi, iki aşamalı politika süreci içinde, MB'nın kontrol edebileceği bir değişkenin seçilmesini ve temel amaca yönelik olarak kullanılmasını ifade etmektedir. Uygulamada, daha önce tablo 1'de de gösterildiği gibi, nominal para arzı gibi bir parasal büyüklük, uzun vadeli faiz oranları ya da döviz kuru gibi değişkenler hedef değişken olarak kullanılabilir. Böyle bir hedefleme stratejisi, ara hedef değişkenlerin hedeflendiği bir kural tipi olarak



karşımıza çıkmaktadır. Çünkü uygulamada, nominal milli gelir veya enflasyon gibi temel amaç değişkenlerin de hedeflendiği görülmektedir (Telatar,2002;190).

Daha önce de belirtildiği gibi, kuralların hangi düzeyde uygulanacağı, ilgili yazında ara hedefleme-son hedefleme ayrımı şeklinde yer almaktadır. Kuralın belirlendiği düzey ile, temel amaç arasındaki zincir uzadıkça, belirlenen kural veri iken, ekonomik koşulların değişmesi durumunda temel amaçta değişkenliğin (varyans) artması söz konusu olabilir. Bu tehlikeyi azaltmak için para otoritesi, kuralı olabildiğince temel amaca yakın bir düzeyde hatta temel amaç düzeyinde belirlemektedir (Archer,1997:6). İşte Telatar'ın (2002) dikkati çektiği, nominal milli gelir veya enflasyon gibi temel amaç değişkenlerinin hedeflenmesi, "son hedefleme" olarak adlandırılmaktadır. Son hedeflemenin para otoritesince tercih edilmesinin nedeni, zincir uzadıkça koşulların değişmesinin temel amaçta değişkenliği artırabilir olmasını engelleme isteğidir.

Bununla birlikte, bu tür sorunları gidermek için; para arzı hedefleri, parasal taban hedefi, uzun vadeli faiz oranı hedefi ya da döviz kuru hedefleri gibi ara hedefleme stratejileri de kullanılabilir. Görüldüğü gibi ara hedefleme yaklaşımında kurallar, hedef değişkenler düzeyinde belirlenmektedir. Bu tür kurallar aslında, hedef değişkenlere ait değerlerin belirli bir kurala göre belirlendiği, bu kuralın belirli bir zaman aralığında sabit tutulduğu, ancak belirli koşulların varlığında kuralın değişen koşullara göre değiştirildiği 'geri bildirim politika kuralları' olarak adlandırılmaktadır (Archer,1997:5). Tobin'e göre (1983:508) MB'ları, geri bildirim mekanizması yoluyla elde ettikleri bilgiler çerçevesinde, amaçlarını düzenlemek ve ara hedeflerini kontrol etmek istemektedirler.

Parasal hedefleme stratejisinde kullanılan parasal hedefler, değişen ekonomik koşulların, temel amaç (fiyat istikrarı) üzerindeki istikrarsızlık yaratabilecek etkisini gidermektedir. Çünkü, ara hedef olarak kullanılan parasal hedefler, değişen koşullara daha kısa zamanda yanıt verebilecek, bu durumda değişen koşulların temel amaç üzerinde yaratacağı etki, daha dolaylı ve daha az olacaktır.

Karfakis ve Parikh'e göre (1999:53) parasal hedefleme stratejisinin önemi, parasal büyüklüklerdeki kısa dönem istikrarsızlıkları gidermede ve para arzının kontrolü yoluyla enflasyonu kontrol etmede etkili bir strateji olmasından kaynaklanmaktadır.

Bu bağlamda, enflasyonun kontrolüne odaklanan parasal hedefleme stratejisi üç anahtar öge içermektedir (Mishkin,1999:11):



- i) Para politikasının uygulanmasında, ara hedef olarak kullanılan parasal büyüklüğün taşıdığı bilgiye güven,
- ii) Kamuoyunun enflasyon beklentilerini etkileyecek bir parasal büyüklük hedefinin ilanı,
- iii) Hesap verebilirlik mekanizması<sup>23</sup> (Parasal hedefin, ilan edilen hedeften sistematik ve büyük oranlı sapmasını engelleyecek olan mekanizma).

Aslında parasal hedefleme stratejisine yönelik bu açıklamaların ortak noktası, söz konusu açıklamaların, tıpkı paranın tanımında olduğu gibi, bu stratejinin özelliklerine ve belli işlevlerine dayanmasıdır. Bu nedenle, çalışmanın bu kısmında parasal hedefleme stratejisinin özelliklerine ilişkin açıklamalar yer almaktadır.

### 3.1. Basit Kural Uygulamasıdır

Daha önce belirtildiği gibi, parasal hedefleme stratejisi kurala bağlı bir ara hedefleme uygulamasıdır. İlgili yazında bu tip ara hedefler "basit kural" (simple rule) olarak da adlandırılabilir. Bofinger'e göre (2001:243), para politikası uygulamasında bu tür basit kuralların varlığı şu açılardan önemlidir:

- i) Eğer böyle bir kural varsa bu kural, MB'nın günlük ya da haftalık karar sürecini büyük ölçüde kolaylaştıracaktır.
- ii) Güvenilir bir basit kuralın varlığı, MB'nın kamuoyu ile iletişimine de yardımcı olabilecektir. Bu bağlamda kurallar, yalnızca kendi öngörümlemelerini yapabilen uzmanlar için değil, para politikasının hâlâ istikrarlı bir yörüngede olup olmadığını gözleyen ilgili ekonomik birimler için de kolaylık sağlayacaktır. MB'nın politika tutumuna ilişkin bu bilgi, saydamlığı sağlayarak, MB'nın güvenilirliğini arttıracaktır.

Bir basit kural uygulaması olan parasal hedefleme kavramı, 1950 ve 1960'lı yıllarda, Monetarist Okul iktisatçıları (M.Friedman,1968; Brunner,1968) tarafından geliştirilmiştir. Bilindiği üzere Monetarist Okul, para arzı ve para talebinden oluşan bir parasal çerçeve içinde, nominal milli gelir düzeyindeki değişiklikleri açıklayan bir teori etrafında değerlendirme yapmaktadır. Bu okulun kurucularından M.Friedman'a göre (1968), parasal hedefleme stratejisinin bir parasal programa dayalı olarak yürütülmesinde para otoritesine, kontrol edebileceği bir büyüklük yol göstermelidir.

<sup>23</sup> Hesap verebilirlik, politika yapıcının güvenilirliği ve inanılabilirliği ile ilgilidir. Belli bir taahhüt altına giren bir politika yapıcının, gerçekleştirdiği eylemlerin sonuçlarından sorumlu olması anlamındadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Lohmann (1992) ve Erdoğan (1997).

Bu büyüklük, faiz oranı olabileceği gibi, döviz kurları, endeks şeklinde tanımlanan fiyat düzeyi ya da toplam para miktarı olabilir. Fiyatlar genel düzeyinin kendisinin doğrudan kontrolü, uzun ve farklı gecikmelerin varlığından dolayı bir ekonomik istikrarsızlık kaynağı<sup>24</sup> olduğundan, M.Friedman'a göre para politikası için herhangi bir parasal toplam en uygun gösterge olmaktadır (Friedman,1968:14-15).

Ayrıca M.Friedman'a göre (1968:12) zaman, para politikasının neyi yapabileceğine ilişkin şunu öğretmiştir; para politikası, paranın kendisinin, ekonomik kargaşanın temel kaynağı olmasını önleyebilir. Para otoritesinin hata yapmaktan kaçınması durumunda ya da parasal düzenlemelerin bu tür hataları yapabilecek herhangi bir merkezî otoritenin eylemlerinden önce yapılması durumunda, büyük bunalım benzeri ekonomik dalgalanmalar ortaya çıkmayacaktır.

Monetaristlere göre, parasal büyüklüğün artışını hedefleyen bir MB, bu parasal hedefe ulaşmak için, para piyasası faizlerini operasyonel bir hedef olarak kullanabilecektir (Tobin,1998:1). Bu bağlamda, parasal hedefleme stratejisi, hedeflenen parasal büyüklük ile temel amaç arasındaki ilişkiye dayalı olmaktadır. Çünkü, para piyasası faizleri aracılığıyla, ara hedef değişken kontrol altına alınırken, ara hedefin kontrolü yoluyla temel amacın etkilenebilmesi için, ara hedef ile temel araç arasında öngörülebilir bir ilişki olması gerekmektedir.

Bir diğer monetarist iktisatçı olan Brunner (1968:23-24), para politikasının yürütülmesinde gösterge ve hedef seçimine ilişkin teorik yaklaşımların değerlendirildiği çalışmasında, Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) para politikası eylemlerinin, parasal taban ve para arzı ağırlıklı olduğunu ve söz konusu eylemlerin bu parasal büyüklüklerdeki hareketler yoluyla ekonomik faaliyetlere aktarıldığını ifade etmektedir. Yani FED, ekonomide dolanımda bulunan toplam para miktarını kontrol ederek, ekonomideki toplam harcama (toplam talep) düzeyini etkilemeye çalışmaktadır. Harcamalar üzerindeki bu etki FED'e, ekonomik faaliyetlerin düzeyini ve enflasyon oranını etkileme olanağı tanımaktadır (FRBS<sup>25</sup>,1985:1). Aslında bu ifadenin ardında, aktarım mekanizması olarak miktar teorisinin kabulü yer almaktadır.

<sup>24</sup> Monetarist yaklaşıma göre, para politikası eylemlerinde tanıda gecikme, eylemde gecikme ve etkide gecikme olmak üzere farklı gecikmeler vardır ve bu gecikmeler belirsizlik yaratarak, istikrarsızlığa neden olabilir. Örneğin, etkileri gecikmeli olarak ortaya çıkan para politikaları, canlanmakta olan bir ekonominin daha da ısınmasına neden olarak, istenmeyen enflasyonist eğilimlerin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir (Paya,1998:328).

<sup>25</sup> FRBSF, Federal Reserve Bank of San Francisco'nun kısaltılmış şeklidir.

Geleneksel ya da modern, hangi para politikası yaklaşımı olursa olsun, para politikası araçlarıyla amaçlar arasındaki teorik ilişki, aktarım mekanizması aracılığıyla kurulmaktadır. Para politikası değişmelerine duyarlı olan değişkenler yönünden aktarım mekanizmaları farklılık göstereceğinden, bu mekanizmaların dayandığı teoriler bağlamında uygulanacak politikalar ve politika araç seti de farklılaşabilecektir (Aktan, Utkulu ve Togay,1998:8).

Parasal aktarım mekanizmasını açıklamaya yönelik tüm teorilerin temel amacı, MB'nın politika eylemleri ile bunların makro ekonomik politika amaçları üzerine etkisi arasındaki uzun, dolaylı ve karmaşık ilişkiyi tanımlamak ve analiz etmektir (Bofinger,2001:70). Bu bağlamda, parasal hedefleme stratejisinin dayandığı aktarım mekanizması, ekonomide nominal harcamaların para miktarındaki değişiklikler yoluyla belirlendiğini ifade eden miktar teorisidir.

### **3.2. Miktar Teorisine Dayanır**

Crockett'e göre (2000:5), para politikası uygulama süreci içinde, temel amaç belirlendikten sonra yapılması gereken, MB'nın politika araçlarını temel amaca bağlayan aktarım mekanizmasını ortaya koymaktır.

Para politikası araçlarının temel amaç olan fiyat düzeyini etkileme süreci olan aktarım mekanizması, M.Friedman'ın belirttiği gibi (1968), uzun ve değişken gecikmelerin<sup>26</sup> varlığı nedeniyle oldukça karmaşık bir süreçtir. Bilindiği gibi bu nedenle MB'ları, politika kararlarına yol göstermesi için ara hedefler kullanmaktadırlar. Bu durumda, bir ara hedef uygulaması olan parasal hedefleme stratejisinin dayandığı aktarım mekanizması, ara hedef olarak kullanılan para arzının, temel amaç olan fiyat istikrarı (düşük enflasyon) üzerindeki etkisi şeklinde ifade edilebilir.

Bununla birlikte, para arzının nasıl yaratıldığına ilişkin sürecin açıklanması, para arzının enflasyonu belirlemedeki rolünün anlaşılmasına da yardımcı olacaktır.

Para arzı teorisi, devlet dışında, para arzı üzerinde etkili olduğu kabul edilen MB, mevduat kuruluşları (ticari bankalar), mevduat sahipleri ve bankaların kredi müşterilerinin piyasadaki davranışlarının sistematik bir biçimde ele alınıp, değerlendirilmesi olarak tanımlanabilir (Paya,1998:100-101).

---

<sup>26</sup> Para politikası fiyatları 'uzun' sürede etkiler, çünkü kontrollü fiyatlar ve uzun dönemli ücret sözleşmeleri, hızlı fiyat ayarlamalarını geciktirmektedir. Ayrıca, para politikasının fiyatlar üzerindeki etkisi 'değişken'dir, çünkü aktarım mekanizmasının her aşamasında, ekonomik birimlerin geleceğe ilişkin bekleyişleri, davranışlarının önemli bir belirleyendir (Crockett,2000:5).

Bu bağlamda para arzının oluşum süreci; MB'nin doğrudan kontrolü altında olan parasal tabanın<sup>27</sup> yaratılması süreci ile MB, ticari bankalar ve banka dışı sektörün etkili olduğu M1, M2 ya da M3 olarak tanımlanan para stokunun yaratılması süreçlerinden oluşmaktadır (Bofinger,2001:40). Yani ekonomide, ufaklık ve banknottan oluşan aslı para MB tarafından üretilmekteyken, para arzının bir diğer bileşeni olan kaydı para, MB ve ticari bankalar tarafından üretilmektedir.

Para otoriteleri, para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkiden hareketle, para arzını kontrol ederek, fiyat istikrarını sağlamaya çalışırlar. MB'nin para arzı üzerindeki kontrolü, para arzını oluşturan para çoğaltanı ile parasal tabanın kontrol edilmesiyle mümkündür<sup>28</sup>. Bu durumda, para arzını belirleyen üç karar birimi vardır (Ünsal,2003:505-530):

- i) Dolaşımdaki para miktarını (C), rezervleri (R) ve zorunlu karşılık oranını ( $r_d$ ) belirleyen MB,
- ii) Nakit/Mevduat (C/D) oranını belirleyen kişiler,
- iii) Aşırı rezerv/Mevduat (ER/D) oranını belirleyen bankalar.

MB'nin kişilerin tercihleri ile bankaların tercihleri üzerinde etkili olamayacağından hareketle, para arzının kontrolünde parasal taban ve zorunlu karşılık oranı ön plana çıkmaktadır. Yani MB, enflasyonla mücadelede para arzı artış oranını ara hedef olarak seçiyorsa, bu ara hedefe ulaşmada, parasal taban üzerinde etkili olacak para politikası araçlarını seçmek ve kullanmak durumunda kalacaktır.

Burada Nakit/Mevduat oranının (C/D) ve Aşırı Rezerv/Mevduat oranının (ER/D), faize duyarlı olup olmadığı önemli bir noktadır. Çünkü, söz konusu oranların faiz değişmelerinden etkilendiğinin kabul edilmesi, para çoğaltanının faizden

<sup>27</sup> Kendisinin birkaç katı kadar para arzı yaratabilme gücünden dolayı "yüksek güçlü para" da denmektedir. Parasal taban, dolaşımdaki para ile bankaların kasalarında veya MB'nda tuttıkları toplam rezervlerden oluşmaktadır (Güran,1999:159). Ayrıca kaynak açısından **Parasal Taban**=Net Dış Varlıklar+MB tarafından kamuya verilen krediler (net)+Değerleme Hesabı+Bankalara ve diğer kamu kuruluşlarına verilen krediler+Net diğer kalemler toplamından oluşmakta iken, kullanım açısından **Parasal Taban**=Emisyon+Bankalar Zorunlu Karşılıkları+Bankalar Serbest İmkânı toplamından oluşmaktadır. Bu konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Keyder (2002:201-242).

<sup>28</sup> **Para Çoğaltanı (mm)**=  $[1+(C/D)]/[(RR/D)+(C/D)+(ER/D)]$ ' dir. Burada C/D:Kişilerin nakit ve mevduat arasındaki tercihleri, RR/D: Zorunlu karşılık oranı ( $r_d$ ), ER/D:Bankaların aşırı rezerv ile mevduat arasındaki tercihleridir. Parasal taban (B) ise, dolaşımdaki para (C) ile toplam rezervlerden (R) oluşmaktadır. Bu durumda **Para Arzı**= (mm x B)'ndan oluşmaktadır. Para çoğaltanının elde edilişi ve para arzı süreci için bkz. Güran (1999), Paya (1998), Bofinger (2001) ve Ünsal (2003).

etkilendiğinin, dolayısıyla para arzının içsel olduğunun kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Aksi durumda ise, para arzının dışsallığı söz konusudur (Baye ve Jansen,1995:512-517). Bilindiği gibi Keynesyen yaklaşım, para arzı sürecinin büyük ölçüde piyasaların inisiyatifinde gelişen bir süreç olduğunu, bu nedenle de para arzının faizdeki değişmelerden etkilendiğini yani içsel olduğunu ifade etmektedir. Dolayısıyla para arzının MB tarafından kontrolü mümkün değildir. Buna karşın Monetarist yaklaşım ise, piyasaların para arzı sürecinde etkili olmadığını, MB'nın para arzını kontrol edebileceğini, dolayısıyla para arzının dışsal olduğunu savunmaktadır (Paya,1998:100-107).

Bir ekonomide, enflasyonun yalnızca para miktarındaki artış yoluyla sürdürülebilir olduğu dikkate alındığında<sup>29</sup>, aktarım mekanizmasının belirlenmesinde başlama noktası, doğal olarak para arzının enflasyonu belirlemedeki rolü olmalıdır (Hoggarth,1996:7).

Bu bağlamda miktar teorisi, para arzının enflasyon oranı üzerindeki etkisini analiz etmede, iktisatçılara bir çatı sağlamaktadır (Laidler,1999:1).

Miktar teorisi klasikler tarafından, ekonomik sistemdeki nominal değişkenlerin belirlenmesini açıklamak amacıyla kullanılmıştır. Söz konusu teoriye aralarında Cantillion, Hume, Ricardo, Mill, Marshall, I. Fisher, Pigou, Hayek ve belli noktalarda Keynes olmak üzere pek çok ünlü iktisatçı katkıda bulunmuştur. Son döneme ilişkin en önemli katkı, monetarizmin gelişimi ve Milton Friedman'ın çalışmaları ile olmuştur. Miktar teorisi, ilgili yazında, geleneksel (klasik) miktar teorisi ve modern miktar teorisi olmak üzere iki şekilde ele alınmaktadır. Geleneksel miktar teorisinin, her ikisi de paranın işlem aracı olma fonksiyonunu vurgulayan <sup>30</sup> iki yorumu vardır: Birincisi, Marshall ve Pigou'nun katkılarını içeren Cambridge tipi miktar teorisi, ikincisi I.Fisher'in katkılarını içeren Fisher tipi miktar teorisidir (Snowdon,Howard ve Wynarczyk,1994:56).

<sup>29</sup> Romer'e göre (1996:390-391), daha uzun dönemde enflasyonu anlamaya çalışan iktisatçılar, temel vurguyu para arzı artışına yapmaktadırlar. Bu vurgunun gerekçesi, fiyat düzeyinde kalıcı bir artış yapabilecek, başka bir öge olma olasılığının bulunmamasıdır. Fiyatlarda sürekli artışlar; toplam arzda sürekli düşüşler ya da toplam talepte sürekli artışlar gerektirmektedir. Ancak ne toplam arzda sürekli bir düşüş ne de toplam talepte sürekli bir artış olası değildir.

<sup>30</sup> İlgili yazında para talebi teorilerine ilişkin yaklaşımların çıkış noktası, paranın hesap birimi, işlem aracı ve değer saklama aracı olma fonksiyonlarından hangisinin daha ağırlıklı olduğuna bağlı olmaktadır.



Geleneksel ve/veya modern miktar teorisinin, para politikasındaki yerinin ve parasal hedefleme stratejisi açısından anlamının ne olduğunu açıklayabilmek için, söz konusu teorilere biraz değinmek gerekmektedir.

Ataç' a göre (yıl belirtilmemiş:49-50) geleneksel miktar teorisi; fiyatlar genel düzeyindeki değişiklikleri, para arzındaki değişikliklerin belirlediğini savunmakta ve bu ilişkinin nedensel rolünü vurgulamaktadır. Ancak, Keynes devrimini izleyen yıllarda, söz konusu ilişki önemini yitirmiştir. Çünkü, Keynesyen devrim, para arzındaki değişiklikler ile fiyat düzeyindeki değişimler arasında, en azından kısa dönemde istikrarlı bir ilişkinin olmadığını savunmuştur. Keynesyen devrimin bu iddiasına, Friedman'ın paranın miktar teorisini, paranın talep teorisi olarak tanımlamasıyla ve bu bağlamda modern miktar teorisini geliştirmesiyle yanıt verilmiştir. Modern miktar teorisi; para arzı ile nominal gelir arasında doğrudan ve güvenilir bir ilişki olduğunu belirtmekte ve faiz oranına karşı esnek olmayan, istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varsayımına dayanmaktadır. Eğer para talebinin faiz esnekliği yoksa, paranın dolanım hızının sabit olduğu geleneksel modelin varsayımı altında, parasal işlemlerin ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olduğu sonucu elde edilecektir. Çünkü para arzının kontrolü yoluyla; nominal gelir, istihdam ve fiyat düzeyi kontrol edilmiş olacaktır.

Bu bağlamda Paya (1998:312), nominal milli gelir ile para stoku arasında sıkı bir ilişki olduğunu, yani denge halinde bir ekonomide para arzı arttığında milli gelirin de aynı oranda arttığını ifade eden monetarist görüşün, söz konusu ilişkinin yönünü  $M_s \rightarrow Y$  şeklinde gösterdiğini ve para arzını dışsal<sup>31</sup> olarak kabul ettiğini belirtmektedir. Söz konusu ilişkiden hareketle Ataç (yıl belirtilmemiş:38), monetaristlerin, parasal işlemlerin ekonomik faaliyetler üzerindeki etkilerinin bir ölçüsü olarak para arzının alınmasının doğru olacağını ileri sürdüklerini ifade etmektedir.

Miktar teorisine göre aktarım mekanizmasının işleyişi geleneksel yaklaşım içinde şu şekilde özetlenebilir (Paya,1998:71-77,213-215): Miktar denkleminde<sup>32</sup> hareketle para miktarındaki değişimler toplam harcamalarda eş oranlı değişmelere,

<sup>31</sup> Para arzının dışsal olarak kabul edilmesi, para otoritesinin para arzını tam kontrol edemese bile, en azından etkileyebileceği varsayımına dayanmaktadır. Bu nedenle, para çoğaltanının faiz oranlarındaki değişimlere duyarlı olması, para otoritesinin para arzını etkileyebileceği görüşünden hareketle, dışsallık varsayımını pek etkilememektedir.

<sup>32</sup> Miktar denklemi; **M**:Ekonomideki para miktarı, **V**:Paranın dolanım hızı, **P**:Fiyatlar genel düzeyi ve **T**:İşlem hacmi olmak üzere Fisher tipi miktar teorisinde  $MV=PT$  ile, Cambridge tipinde ise **k**:Toplam parasal gelirin ne kadarının nakit olarak tutulduğunu gösteren oran ve **y**:Reel gelir olmak üzere  $M=kPy$  ile ifade edilmektedir.



toplam harcamalardaki değişmeler de, fiyatlarda eş oranlı değişmelere yol açmaktadır. Bu sonuçlar; üretim düzeyinin parasal faktörlerden bağımsız bir şekilde reel sektörde belirlendiği, tam rekabet piyasası koşullarının geçerli olduğu, paranın dolanım hızı (V) ve dolanım hızının tersinin (k) analiz süresince sabit olduğu, para arzının dışsallığı, paranın sadece işlem amacı ile elde tutulduğu ve paranın ikâmesinin mal ve hizmetler olduğu gibi varsayımlar altında elde edilmektedir. Söz konusu varsayımlar altında, ekonomideki para miktarı (M) ile fiyatlar genel düzeyi (P) arasında doğrudan ve oransal bir ilişki söz konusudur. Bu ilişki içinde para miktarı (M), hiçbir şekilde reel gelir (y) üzerinde etkili değildir. Görüldüğü gibi, para politikasının temel amacı fiyatlar genel düzeyinin istikrarıdır. Para miktarı (M), para politikasının hem hedef büyüklüğü hem de politika aracıdır.

Geleneksel miktar teorisine dayanan para politikası süreci şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 5 : Geleneksel Yaklaşımın Para Politikası Süreci**

Politika Yapım Süreci	Politika Değişkenleri
Politika Aracı	Para Miktarı (M)
Aktarım Mekanizması	Para Miktarı (Miktar Teorisi)
Temel Amaç	Fiyatlar Genel Düzeyi (P)
Hedef Büyüklük	Para Miktarı (M)
Para Politikasının Etkinliği	Çok etkili

**Kaynak:** (Paya,1998:215)'deki tablodan yararlanılarak düzenlenmiştir.

Miktar teorisinin 1950'li yıllardan sonraki yorumu ise ilgili yazında, Modern Miktar Teorisi olarak yer almaktadır. M. Friedman'ın öncülüğünde bu teori, Cambridge tipi miktar teorisinin, para talebinin, genel talep teorisinin özel bir uygulaması şeklinde ele alınması önerisini geliştirmiş (Keyder,2002:308) ve klasiklerden farklı olarak paranın değer saklama fonksiyonunu dikkate almış, ancak faiz ile harcamalar arasındaki ilişkiyi çok da sağlam görmemiştir. Modern miktar teorisine göre istikrarlı bir para talebi fonksiyonu vardır<sup>33</sup> ve hem finansal hem de reel aktifler ile para arasında bir ikâme söz konusudur (Paya,1998:311-313). Geleneksel miktar teorisinin, para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişki ile ilgili bir doktrin olmasına karşın Friedman'ın analizi, bir nominal gelir ya da genel

<sup>33</sup> Para talebinin parasal hedefleme stratejisi içindeki rolü, enflasyon oranı ile parasal büyüme arasındaki ilişkiyi kurmasından kaynaklanmaktadır (Cabos, Funke ve Siegfried,1999:3). Bu yüzden parasal hedefleme stratejisine ilişkin açıklamalar, para talebi ile arasındaki yakın bağ dikkate alınarak değerlendirilmektedir.

fiyat düzeyi teorisinden çok bir para talebi teorisi olarak görülmektedir (Snowdon,Howard ve Wynarczyk,1994:139).

Bu bağlamda, enflasyonun (fiyatlar genel düzeyindeki artış), temel belirleyicisinin para arzındaki değişme (para arzı büyümesi) olduğunu gösteren miktar teorisi (Hoggarth,1996:8); enflasyonla mücadelede (temel amaç), bir parasal büyüklüğün artışının (para arzı büyümesi) kontrolünü hedefleyen parasal hedefleme stratejisinin dayandığı aktarım mekanizmasıdır.

Svensson'a göre (1998b:19), miktar teorisine dayanan parasal hedefleme stratejisinin uygun bir strateji olabilmesi için, temel amacın yalnızca enflasyon olması durumunda aktarım mekanizmasının şu şekilde olması gerekmektedir: Ekonominin içinde bulunduğu durumdan hareketle, politika aracı öncelikle hedef değişkeni (para arzı artışı) etkiler, daha sonra da hedef değişken temel amacı etkiler (enflasyon). Bu durumda, para arzı artışının ifade ettiği parasal büyüme, enflasyonun tek belirleyicisidir.

Miktar teorisinin, parasal hedefleme stratejisinde kullanımını şu şekildedir (Hoggarth,1996:17). Önce;

- i) Gelecek dönem enflasyonuna ilişkin bir temel amaç belirlenir,
- ii) Reel üretim artışı (büyüme oranı) tahminlenir,
- iii) Paranın dolanım hızının artışı tahminlenir.

Daha sonra, miktar denklemi ( $MV=PY$ ), değişkenlerin büyüme hızları cinsinden yazılır (Güran,1999:265-266; Bofinger,2001:79-80):

$$\% \Delta M + \% \Delta V = \% \Delta P + \% \Delta Y \quad (2)$$

Burada, fiyatlar genel düzeyinin büyüme oranı ( $\% \Delta P$ ), enflasyon oranıdır ve  $\pi$  ile gösterilebilir. Denklemdaki diğer değişkenlerin küçük harfler ile ifade edilip, para arzı artışı (parasal büyüme) hedefi cinsinden yeniden düzenlenmesi ile;

$$m = \pi + y - v \quad (3)$$

(3) nolu denklem elde edilir.

Bu eşitlik, diğer koşullar sabit ve belli bir enflasyon oranı temel amaç iken; reel üretim artışı ve paranın dolanım hızı artışı tahmini altında, parasal büyüme hedefinin ne olması gerektiğini göstermektedir. Dolayısıyla, parasal hedefleme

stratejisindeki temel amacı sağlayacak parasal büyüme hedefi, miktar teorisinden hareketle (3) nolu denklemden belirlenmektedir.

Aslında bu çatı, yani parasal hedeflemeye dayalı enflasyonla mücadele stratejisi pek çok yüksek enflasyonlu ülkede Uluslararası Para Fonu (IMF) kaynaklı istikrar programlarının temeli olarak kullanılmıştır (Bofinger,2001:80) ve Türkiye'de halâ kullanılmaktadır.<sup>34</sup>

### 3.3. Ara Hedef Uygulamasıdır

Parasal hedefleme stratejisi bir ara hedef uygulamasıdır. Ara hedefleme, hedef aralığı ya da referans değer (nokta hedef) kullanılarak yürütülmektedir (Smant,2002:1).

Daha önce vurgulandığı gibi, para politikası uygulama sürecinde herhangi bir ara hedef kullanımı, iki aşamalı bir para politikası sürecini ifade etmektedir. Bu süreçte ara hedef değişkeninin anahtar rolü, yeni bilgi elde edilmesi durumunda, politika yapıcılara politika eylemlerinde bir kural sağlamak, yol gösterici olmaktır.

B.Friedman (1990:1202), iki aşamalı sürecin birinci aşamasında; MB'nın planlanan (ex-ante) varsayımlar altında, temel amaç ile tutarlı bir ara hedef belirlediğini, ikinci aşamada ise; planlanan varsayımların gerçekleştiğini (ex-post) ve MB açısından, zaman geçtikçe yeni bilginin elde edilebilir olduğunu ifade etmektedir. B.Friedman'a göre, yararlı bilgi sağlayabilecek değişkenler, ara hedef değişkeni olarak kullanılabilir (1990:1203). Bu durumda, parasal hedefleme stratejisinin ara hedef olarak kullandığı para arzı değişkeni, taşıdığı yararlı bilgi dolayısıyla<sup>35</sup>, politika yapıcılara yol gösterebilecektir.

Ancak, ilgili yazında, ara hedeflerin, şoklardan etkilenecek içsel hale gelmesi nedeniyle, para politikası uygulamalarında kullanılmayacağına ilişkin tartışmalar vardır<sup>36</sup>. Bu tartışmaların ortak sonucu, politika uygulamasında ara hedef değişkeni yerine, bilgi (information) değişkeninin kullanılmasının daha uygun olacağıdır (Smant,2002:1, B.Friedman,1990:1210-1211). Bilgi değişkeninin arkasındaki düşünce, para politikasının tek bir değişken (ara hedef değişkeni) ile

<sup>34</sup> Türkiye'de uygulanan para politikaları, çalışmanın ikinci bölümünde ele alınmaktadır.

<sup>35</sup> Para arzını belirleyen karar birimlerinin davranışları ve para arzındaki değişmelerin yaratacağı etkiler dikkate alındığında, para arzı değişkeni para otoriteleri açısından yararlı bilgiler içeren bir değişken olmaktadır.

<sup>36</sup> Söz konusu tartışmalar için bkz. B.Friedman (1990), Smant (2002) ve McCallum (1998).

sınırlandırılması yerine, elde edilebilir tüm değişkenlerin MB tarafından amaçlarına ulaşmada kullanılmasıdır<sup>37</sup>.

Genelde ara hedeflerin, özelde ise ara hedef olarak parasal bir büyüklük kullanan parasal hedefleme stratejisinin şu özellikleri taşıması gerekir (Laubach ve Posen, 1997:22-23):

- i) Hedef değişken ile para politikasının temel amacı arasında yakın ilişki olmalıdır.
- ii) Hedef değişken MB tarafından kontrol edilebilir olmalı, bir başka deyişle, para politikası araçları tarafından etkilenebilir olmalıdır.
- iii) Hedef değişken, kamuoyu tarafından anlaşılabilir ve kolayca izlenebilir olmalıdır.
- iv) Hedef değişkene ilişkin veriler, anında elde edilebilir olmalıdır.

Aslında ilgili yazında hedef değişken seçimi, dar kapsamda operasyonel hedef seçimi şeklinde ele alınmış ve sorun basit düzeyde, kısa vadeli faiz oranı ile parasal büyüklük (parasal taban, rezerv para v.b.) arasında bir seçime indirgenmiştir. Daha önce değinildiği gibi bu bağlamda operasyonel hedef sorunu, para politikası aracı olarak API'nin gerçekleştirilmesinde bir fiyat değişkeninin mi, yoksa miktar değişkeninin mi kullanılacağına belirlenmesidir.

Schaechter'e göre (2001:3-24), para politikasının yürütülmesindeki anahtar değişken operasyonel hedef değişkenidir. Uygulamada; kısa vadeli faiz oranı fiyat değişkeni, parasal taban ise miktar değişkeni olarak kullanılmaktadır. Günümüzde çoğu MB, kısa dönem faiz oranını operasyonel hedef değişken olarak seçmektedir. Yani, bu MB'ları kısa dönem faiz oranı hedeflemesini kullanmaktadırlar. Parasal taban değişkeninin kullanıldığı miktar hedeflemesi ise, para piyasalarının henüz tam gelişmediği ya da para arzı gibi parasal bir büyüklüğün ara hedef olarak kullanıldığı ülkelerde uygulanmaktadır. Hatta, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bu ülkelerden bazıları; MB bilanço kalemlerinden elde edilen net iç varlıklar ve net uluslararası rezervler değişkenlerini ara hedef olarak kullanan, IMF destekli programları uygulamaktadırlar<sup>38</sup>.

<sup>37</sup> Söz konusu düşünce, parasal hedefleme stratejisini açıklamaya çalışan bu çalışma açısından çok önemlidir. Çünkü bu düşünce, parasal hedeflemenin teorideki ve uygulamadaki farklılığını açıklamada temel oluşturmaktadır. Bu nedenle söz konusu düşünceye, çalışmanın ilerleyen kısımlarında tekrar değinilecektir.

<sup>38</sup> Çalışmanın ikinci bölümünde, bu konu ayrıntılı bir biçimde ele alınmaktadır.

MB'nın operasyonel hedef olarak neyi seçeceği; uyguladığı stratejiye, yani ara ya da bilgi değişkeni kullanımına ve ulusal finans piyasalarının gelişimine bağlıdır. Kısa vadeli faiz oranlarının operasyonel hedef olarak kullanılabilmesi için, rekabetçi bir bankacılık sistemini içeren, etkin ve likit (nakit sıkıntısı olmayan) bir bankalararası para piyasasının varlığı ön koşuldur. Ayrıca bu durumda aktarım mekanizması, likidite ya da bilanço etkisi aracılığıyla olmaktadır. Bununla birlikte, parasal taban gibi bir miktar değişkeninin operasyonel hedef olarak kullanılabilmesi için, parasal büyüklüklerin aktarım mekanizmasında önemli olması gerekmektedir. Çünkü, para piyasalarındaki değişmeler, parasal büyüklükler kanalıyla ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olmaktadır.

Piyasa dengesizlikleri ya da bankacılık krizlerinin ortaya çıktığı zamanlarda, miktar hedeflemesi fiyat hedeflemesine üstündür. Bir ülkenin ani ve büyük sermaye çıkışları ile karşılaşması durumunda miktar hedeflemesi, faizin dalgalanmaya bırakılması nedeniyle, bir tampon görevi görür. Çünkü faiz oranları aracılığıyla, değer kaybeden ulusal paranın tekrar çekici kılınması ve döviz kuruna yönelik talebin kısılarak, kurlarda istikrar sağlanması mümkündür. Bununla birlikte; fiyat hedeflemesi tüm stratejilerde kullanılabilirken, miktar hedeflemesi yalnızca parasal hedefleme stratejisi altında kullanılabilir.

Özetle, parasal hedefleme stratejisi altında;

- i) Operasyonel hedef olarak parasal taban şu durumlarda kullanılabilir: Yüksek enflasyon ya da gelişmemiş para ve sermaye piyasalarının varlığı veya düşük enflasyon ve istikrarlı bir para çoğaltanının varlığı durumunda kullanılabilir.
- ii) Operasyonel hedef olarak kısa vadeli faizler ise, şu durumlarda kullanılabilir: Düşük enflasyon, gelişmiş para piyasalarının varlığı ya da para çoğaltanının istikrarsızlığı durumunda kullanılabilir.

#### **3.4. Nominal Çıpa Uygulamasıdır**

Kurala dayanan ve ara hedef uygulaması olan parasal hedefleme stratejisi, aynı zamanda bir nominal çıpa uygulamasıdır. Croce ve Khan'a göre (2000:1) bu uygulama, MB'nı tutarsız politikalar izleme yönünde kısıtlayacaktır.

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik para politikası amacı, nominal çıpa konusu ile ilişkilendirilmektedir. Nominal çıpa uygulaması, para politikasının başarısı için gerekli bir ögedir. Çünkü enflasyonla mücadelede, enflasyona yol açan ögelerin kontrol altına alınması, başarı şansını arttırmaktadır.

Aschheim ve Tavlas (1994:470), iki tip nominal çıpanın kullanılmakta olduğunu belirtirler; bir ya da birden fazla malın fiyatının sabitlenmesini amaçlayan nominal çıpa ve nominal bir büyüklüğün artışını sabitlemeyi hedefleyen, hareketli nominal çıpa. Hareketli nominal çıpanın en yaygın örneği, bir parasal büyüklüğün artış oranının (örneğin para arzı) sabitlenmesidir. Bununla birlikte, enflasyon oranı ve nominal gelir artışı gibi hareketli çıpa örnekleri de vardır.

Para arzı artış oranının, ekonomik faaliyet artış oranına uygun bir düzeyde olması gerektiğine, yani para arzının nominal çıpa olarak kullanılmasına ilişkin ilk açıklama 1750 yılında İtalyan iktisatçı Ferdinando Galiani tarafından yapılmıştır. Daha sonra Jeremy Bentham ve Henry Thornton, para arzında kısmî bir artışa dayalı parasal bir şema geliştirmişlerdir. Bu çabalar, para arzı artışının sınırlandırılmasına yönelik ilk çabalardır. Bununla birlikte, parasal hedefleme stratejisinin bugünkü anlamdaki kullanılışı, John Gray tarafından gerçekleştirilmiştir. Gray, para arzı artış oranı kuralını ilk ve en açık şekilde öneren kişidir. Gray'in bu analizi daha sonra Chicago Üniversitesi iktisatçılarından Paul Douglas tarafından geliştirilmiştir. Douglas'a göre, eğer satın alma gücü miktarı (para arzı), üretim düzeyi ile aynı oranda arttırılırsa, fiyat düzeyini istikrarlı kılmak mümkün olabilecektir. Douglas'ın bu yaklaşımına yapılan sonraki katkılar, I.Fisher ve M.Friedman'dan günümüze kadar gelmekte ve parasal hedefleme stratejisi, fiyat istikrarını sağlamada bir nominal çıpa uygulaması olarak karşımıza çıkmaktadır (Aschheim ve Tavlas,1994:480).

Mishkin'e göre (1999:2), nominal çıpa olarak kullanılan bir ara hedef aracılığıyla enflasyon bekleyişleri doğrudan etkilenebilir. Ayrıca nominal çıpa kullanımı, politika yapım sürecinde bir disiplin sağlayarak, zaman tutarsızlığı sorununu önleyebilir. Daha önce belirtildiği gibi, zaman tutarsızlığı sorununun ortaya çıkmasının nedeni, politika yapıcıların kısa dönem amaçları gerçekleştirme güdüsüyle hareket etmeleridir. Ancak ne yazık ki genişletici para politikası uzun dönemde ekonomi için beklenen olumlu etkileri yaratmayıp, daha yüksek ve kalıcı bir enflasyona neden olabilmektedir. Zaman tutarsızlığının kaynağı MB olmasa bile;



aşırı genişletici, zaman tutarsız para politikaları uygulama yönündeki politik baskıları sınırlandırmak için de bir nominal çıpaya gereksinim duyulabilmektedir.

### **3.5. Arz ve Talep Şoklarına Karşı Bir Politika Uygulamasıdır**

Daha önce değinildiği gibi, parasal hedefleme stratejisi; para politikasının temel amacıyla yakından ilişkili ara hedef ya da hedeflerin kullanıldığı, iki aşamalı bir stratejidir.

Parasal hedefleme stratejisinin uzun dönemde temel amacı fiyat istikrarı olmakla birlikte, bu stratejiyi uygulayan Alman Merkez Bankası (Bundesbank), İsviçre Merkez Bankası (Swiss National Bank) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) gibi bazı MB'ları, temel amaç olan fiyat istikrarı ile çelişmediği sürece, kısa dönemde üretim dalgalanmalarını ve/veya finansal piyasaların istikrarını da önemsediklerini belirtmişlerdir<sup>39</sup>. Bu bağlamda, üretimde ve finansal piyasalarda istikrarın sağlanması, MB'ları açısından birer yan amaç olarak görülmektedir. Çünkü, finansal piyasalarda ve üretimde istikrarın sağlanması, sonuçta fiyat istikrarına da hizmet edecektir.

Finansal piyasalarda ve üretimde görülen istikrarsızlıkların kaynağı genellikle, karşılaşılan ekonomik şoklardır. Paya (1998:142), ekonomik dengeleri bozan gelişmeleri 'şok' olarak tanımlamaktadır ve ekonomik şokları; ekonominin harcama düzeyindeki keskin değişimlerden oluşan toplam talep şokları ve fiyatların yapısındaki önemli değişimlerin yol açtığı fiyat (arz) şokları olmak üzere ikiye ayırmaktadır.

Tobin (1983:513) ise, şokları üçlü bir sınıflandırma içinde ele almaktadır: Toplam mal ve hizmet talebini etkileyen reel talep şokları, parasal varlıkların portföy ikâmeleri ile ilgili taleplerini etkileyen finansal şoklar ve mal ve hizmetlerin cari ve beklenen fiyatlarını etkileyen fiyat şokları.

Talep yönlü şokların kaynakları arasında; özel tüketim ve yatırım harcamalarındaki değişme, bütçe açıklarında ani ve şiddetli değişme ve net ihracatta (X-M) değişme sayılabilir. Arz yönlü şoklar ise; negatif teknoloji şokları, işgücünde azalış ve maliyetlerde artış doğurarak ekonominin arz yönünü etkileyecek şoklardır. Genellikle eksik rekabet koşullarının varlığı, arz yönlü şoklara ortam hazırlamaktadır (Hossain ve Chowhury,1998:182).

<sup>39</sup> Çalışmanın ilerleyen kısımlarında bu MB'larının uygulamalarına değinilmektedir.

Sonuçta şoklar, finansal piyasalarda ve üretimde dalgalanmalara yol açmaktadır. Bu nedenle, uygulanmakta olan parasal hedefleme stratejisinin şokların etkisini gidermedeki başarısı, şokların yaratacağı dalgalanmaları minimum kılabilmesine bağlı olmaktadır. Bir başka deyişle, eğer parasal hedefleme stratejisi, üretimdeki dalgalanmaları ve fiyatlardaki değişmelerin varyansını minimuma indirebiliyorsa, şoklara karşı etkili bir strateji olarak kabul edilecektir.

Daha önce vurgulandığı gibi, parasal hedefleme stratejisinin uygulanıyor olması, MB'nın para stokunu sabit tutacağı anlamındadır. Bu durumda para otoritesi, kısa vadeli faiz oranlarını dalgalanmaya bırakarak, politikasını yürütmektedir. Örneğin, ekonominin harcama düzeyinde ani ve şiddetli bir değişmeye neden olan bir toplam talep şoku durumunda, toplam harcamalardaki değişimin üretim düzeyinde yaratacağı dalgalanmayı minimuma indirmek için faiz oranlarından yararlanılmaktadır. Faiz oranlarının, şoku dengeleyecek (offset) biçimde serbestçe dalgalanması sağlanır. Böylece, faiz oranlarındaki değişmelere duyarlı para talebi, yatırım, tüketim<sup>40</sup> gibi toplam talebi oluşturan ögeler aracılığıyla dengeler yeniden kurulmaya çalışılır. Bu durumda, politika uygulaması ara hedefe dayandığı için, ara hedefe odaklanma, şokların etkilerinin temel amaca yansıtılmadan emilmesine yardımcı olmaktadır (Baye ve Jansen, 1995:686-687).

Ekonominin herhangi bir şokla karşılaşması durumunda, parasal hedefleme stratejisi, bu şokların temel amaç üzerindeki olası olumsuz etkilerini azaltabilir. Çünkü, stratejide ara hedeflerin kullanılması, şokun temel amaç üzerindeki etkilerinin doğrudan değil, ara hedef üzerinden dolaylı olarak ortaya çıkmasına neden olacaktır. Bu bağlamda uygulanan strateji ile, şokun temel amaç üzerinde yaratacağı dalgalanma minimuma indirilebilecektir.

Burada anahtar öge; ara hedeflerin bir erken uyarı mekanizması işlevi görerek, şokun etkilerini giderecek şekilde, para otoritelerine kullandıkları araç setini yeniden gözden geçirme olanağı tanınmasıdır (Stevenson, Muscatelli ve Gregory, 1988:299).

Sonuç olarak yukarıda söz edilen bu özellikler, parasal hedefleme stratejisinin daha iyi anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte, bu özelliklerin bir kısmı, diğer hedefleme stratejilerinde de geçerli olabilir. Bu durumda, parasal hedefleme stratejilerini diğer hedefleme stratejilerinden ayıracak olan temel

---

<sup>40</sup> Dönemlerarası (intertemporal) dinamik bir yaklaşım dikkate alındığında, faiz bireylerin tüketim kararlarında önemli bir değişkendir.

özellikler ne olmalıdır? Ya da bir başka deyişle, hangi belirleyici ögeler, uygulanmakta olan stratejinin parasal hedefleme stratejisi olarak adlandırılmasına neden olmaktadır?

Hataiseree (1999:7), teorik olarak parasal hedefleme stratejisinin üç temel özelliği içerdiğini ifade etmektedir:

i) Enflasyonun düşürülmesini amaçlayan, bununla birlikte kısa dönemde üretim istikrarını da dikkate alan, para arzı artışının kontrolünü öngören bir para programının varlığı,

ii) Bekleyişlerin enflasyon üzerindeki etkisini göz önünde bulunduran, bununla birlikte para miktarının fiyatlar genel düzeyini doğrudan etkilediğini ancak ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisinin görece az olduğunu ifade eden miktar teorisinin, temel aktarım mekanizması olduğunun kabulü,

iii) Fiyat istikrarının sağlanmasında, paranın ve para politikasının önemli bir rolü olduğunun kabulünü içeren politika yapım süreci.

Özetle; uzun dönemde temel amacı fiyat istikrarı olan ve bunu açıkça kamuoyuna duyuran, bununla birlikte temel amacı ile çelişmediği sürece kısa dönemde finansal piyasaların ve üretimin istikrarına da önem veren, ara hedef olarak para arzı değişkenini, operasyonel hedef olarak parasal taban gibi bir parasal büyüklüğü ya da gecelik faiz oranları gibi kısa vadeli faiz oranlarını kullanan iki aşamalı hedefleme stratejisi, parasal hedefleme stratejisidir.

Bununla birlikte, para politikası uygulama süreci içinde, para otoritesinin parasal hedefleme dışında diğer hedefleme stratejilerini de zaman zaman kullandığı bilinmektedir. Bu bağlamda çalışmanın izleyen kısmında, parasal hedeflemenin dışındaki diğer hedefleme stratejilerine ilişkin açıklamalar yer almaktadır.

#### **4. PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİ VE DİĞER HEDEFLEME STRATEJİLERİ**

Para politikası uygulama sürecinde kullanılan hedefleme yaklaşımlarının, aslında para politikası stratejisi olarak birer ara hedef uygulaması olduğu daha önce belirtilmişti. Bununla birlikte uygulamada, nominal milli gelir veya enflasyon gibi son hedef değişkenlerin de hedeflendiği görülmektedir. Son hedef değişkenlerin hedeflendiği söz konusu yaklaşım, ara hedefler ile son hedef arasındaki bağlantıların zayıflaması ve ekonominin maruz kaldığı şokların yarattığı belirsizliklerin son hedefe ulaşılmasını zorlaştırması, bu nedenle doğrudan son

hedef değişkenin hedeflenmesi yoluyla nihai amaca ulaşılabilmesi gibi bazı gerekçelere dayanmaktadır (Telatar,2002:190). Bu bağlamda çalışmanın bu kısmında, parasal hedefleme gibi ara hedefleme grubunda yer alan döviz kuru ve faiz oranı hedeflemesi stratejileri ile, son hedefleme grubu içinde yer alan nominal gelir ve enflasyon hedeflemesi gibi stratejiler ele alınmaktadır.

#### 4.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedefleme stratejisinin uzun bir geçmişi vardır. Altın standardı döneminde ulusal paranın değer kaybını engellemek için, ulusal paranın değeri altın gibi bir mala sabitlenmekteydi. Günümüzde ise ulusal paranın değeri, görece düşük enflasyona sahip büyük bir ülkenin parasına sabitlenmektedir (Mishkin,2001:508). Bu bağlamda herhangi bir ülke, özellikle küçük bir ülke için döviz kuru hedefleme stratejisi, kullanılan para biriminin değişimini, büyük ölçüde, düşük enflasyona sahip genellikle en büyük ticaret ortağının para birimine bağlamak olmaktadır.

Döviz kuru hedefleme stratejisi, temelde iki farklı biçimde uygulanmaktadır: Birincisi, döviz kurunun sabit bir değerde tutulmasıdır. İkincisi ise, ülke parasının belli bir oranda değer kaybetmesine izin verilen sürünen parite (crawling peg) uygulamasıdır (Telatar,2002:196).

Döviz kuru hedefleme stratejisi, döviz kurlarındaki öngörülemez değişmenin enflasyon üzerindeki etkisini ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır. Özellikle üretimde kullanılan girdilerin dışa bağımlılık derecesinin yüksek olması, döviz kurlarındaki herhangi bir öngörülemez dalgalanmanın, maliyetler yoluyla fiyatlara yansımaya neden olmaktadır. Bu nedenle döviz kuru hedeflemesi, döviz kurlarında istikrar sağlayarak, fiyat istikrarı amacına ulaşmaya çalışmaktadır. Ayrıca, özellikle gelişmekte olan ülkelerde görülen para ikamesi olgusunu önlemek için, döviz kuru hedeflemesi bir strateji olarak önerilmektedir<sup>41</sup>.

Döviz kurunu çıpa olarak kullanmanın, özellikle para otoritelerinin bunun kabul edilebilir ve güvenilir olduğuna ilişkin taahhütlerinin varlığı durumunda, bazı avantajları vardır (Mishkin,2001:508; Telatar,2002:196-198; Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen,1999:302): Döviz kuru hedeflemesi, para politikasının uygulanmasında para otoritesine otomatik bir kural sağlar<sup>42</sup> ve böylece MB'nın

<sup>41</sup> Para ikamesine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Acar Balaylar (2001).

<sup>42</sup> Örneğin; para otoritesi ve kamuoyu, ulusal para değer kaybettiği zaman sıkı para politikası, ulusal para değer kazandığı zaman gevşek para politikası uygulanacağını bilecektir.

inisiyatife dayalı politikalarının doğurabileceği enflasyonist eğilimleri azaltabilir<sup>43</sup>. Döviz kuru sabitleme stratejisinin bir diğer önemli avantajı, basitliği ve anlaşılabilir olmasıdır. Kamuoyu bu politikayı kolaylıkla anlayabilir ve ulusal paranın “güçlü” olmasını sağlayacak bu politikaları destekleyebilir. Ayrıca, döviz kuru hedeflemesi ile, ücret sözleşmeleri ve mali sözleşmelerdeki enflasyon eğilimi ortadan kaldırılarak, yurt içi finansal disiplin sağlanabilmektedir. Son olarak, döviz kurunun sabit bir değerde tutulması durumunda, iç enflasyon oranı, ilgili ülkenin daha düşük olan enflasyon oranına yaklaşmaktadır. Bu durumda, kalıcı ve güvenilir politikalar yoluyla enflasyonun aşağıya çekilmesi daha kolaylaşabilir. Ayrıca, döviz kuru hedeflemesi, yabancı yatırımcılar için daha istikrarlı bir ortam sağlayacağı için, yabancı sermaye girişinin canlanması söz konusu olabilir.

Bununla birlikte döviz kuru hedeflemesinin önemli dezavantajları da vardır (Kadıoğlu, Özdemir ve Yılmaz,2000:5-7):

i) Bu stratejiyi uygulayan MB'ları, bağımsız para politikaları uygulayamazlar<sup>44</sup>.

ii) Düşük enflasyona sahip ülkeye yönelik şoklar, döviz kuru hedeflemesini uygulayan ulusal ekonomiye de yansır. Bu yansıma, gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında finansal kırılganlığı artırır<sup>45</sup>.

iii) Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde, başlangıçta enflasyonda bir düşüş kaydedilse bile, döviz kurlarına yönelik spekülasyon bir atak sonrasında, enflasyon yeniden canlanabilir. Gelişmekte olan ülke MB'larının çoğu, güvenilirlik eksikliği sorunuyla karşı karşıyadır. Böyle bir durumda, spekülasyon bir atak, ulusal paranın değer kaybetmesine yol açabilir. Ulusal paradaki şiddetli değer kaybı, cari ve beklenen enflasyonda bir artışa yol açabilir. Bu bağlamda, beklenen enflasyon oranının artması, faizleri arttıracak, faiz artışı sonrası firmaların nakit akışları zayıflayacak ve sonuçta bilançolar zarar görecektir. Bu zincirleme etki, finansal krizin derinleşmesine neden olacaktır.

<sup>43</sup> Daha önce değinildiği gibi, kurala dayalı politikalar, zaman tutarsızlığı sorununun yaratacağı enflasyonist eğilimleri önleyecek politika uygulamalarıdır.

<sup>44</sup> Burada bağımsızlık, ekonomiye yönelik şoklara karşılık, esnek politika uygulayamama anlamındadır. Çünkü döviz kuru hedeflemesi altında para politikası uygulaması, yalnızca döviz kuruna odaklandığı için, oldukça sınırlıdır (Croce ve Khan,2000:1).

<sup>45</sup> Finansal krizlere ve kırılganlığa ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Ural (2003).



iv) Döviz kurlarının öngörülebilirliğinin sağladığı istikrarlı ortam, sermaye girişini canlandırırsa bile, bankacılık sisteminin zayıf olduğu ülkelerde, aşırı sermaye girişi banka bilançolarında bir bozulma yaratabilir. Çünkü banka denetimlerinin zayıf ve mevduatların tamamının hükümet garantisi altında olması, ters seçim ve ahlakî tehlike<sup>46</sup> sorunlarını ortaya çıkararak, ekonomiyi etkileyebilir.

v) Aslında döviz kurlarının günlük hareketleri, para politikasının durumuna ilişkin bilgi taşımaktadır. Döviz kuru hedeflemesi ile, bu bilgi taşıma özelliği ortadan kalkacaktır. Bu da, para politikasının genişletici ya da daraltıcı olup olmadığına ilişkin sinyalin kaybı anlamındadır.

Bu bağlamda, döviz kuru hedeflemesi ile parasal hedefleme stratejisi karşılaştırıldığında, Mishkin'e göre (1999:11), parasal hedefleme stratejisi, MB'na, diğer ülkelerin enflasyon amaçlarından farklı bir enflasyon amacı seçme olanağı tanımaktadır. Bu nedenle, parasal hedefleme stratejisi uygulayan MB, dış şoklarla ve üretim dalgalanmaları ile ilgilenme anlamında, daha bağımsızdır. Ayrıca, hedeflenen ve gerçekleşen parasal büyüklüklerin karşılaştırılması, sürekli bir bilgi akışı sağladığı için, piyasalar ve diğer karar birimleri para otoritesinin tutumuna ve enflasyonu kontrol etme niyetlerine ilişkin sağlıklı bilgi alabilmektedirler. Bu bilgiler, enflasyon beklentileri üzerinde etkili olarak, enflasyonun düşürülmesine katkıda bulunur.

Sonuçta parasal hedefleme stratejisi; içerdiği bilgiler<sup>47</sup> nedeniyle, para politikasının yürütülmesinde ve kamuoyu tarafından anlaşılmasında, döviz kuru hedefleme stratejisine göre daha üstündür.

#### **4.2. Faiz Oranı Hedeflemesi**

Para politikası uygulama süreci içinde, belirli bir değişkenin operasyonel ya da ara hedef olarak adlandırılıp adlandırılmayacağı konusunda belirsizlik vardır. Örneğin ara hedef olarak kullanımı yaygın olan kısa ya da uzun vadeli faiz oranları ve parasal taban gibi değişkenler, aynı zamanda operasyonel hedeflerin işlevlerini

<sup>46</sup> Ters seçim: Bankaların güvenilir müşterilerini yüksek faiz oranları yüzünden kaybettikleri ve asimetrik bilgi nedeniyle, ödeme gücü daha düşük borçlulara kredi verdikleri durumu ifade etmektedir. Ahlakî tehlike ise, sigorta gibi bir uygulamanın koruma sağladığı bir ortamda, birey ve firmaların daha fazla risk almalarını ifade etmektedir. Bu durum, bankaların sigorta güvencesine dayanarak, ödünç vermede daha az seçici olmalarından kaynaklanmaktadır (Ural,2003:14).

<sup>47</sup> Örneğin, para miktarı gibi herhangi bir parasal büyüklük, hem aktarım mekanizmasında hem de politika sürecinde son derece önemli bir değişkendir. Çünkü, kısa dönemde reel değişkenler üzerinde de etkili olabilmektedir. Bu nedenle, para miktarındaki değişme, doğuracağı sonuçlar bağlamında anlamlı bir bilgi içermektedir.



de gayet iyi yerine getirebilmektedirler. Bu bağlamda para otoritesinin finansal piyasaların istikrarını ya da faiz oranlarının istikrarını temel amaç olarak belirlemesi durumunda faiz oranları, hem temel amaç hem de ara ya da operasyonel hedef değişkeni olabilmektedir (Mishkin,2001:458).

Faiz oranı hedeflemesi, MB'nın faiz oranını sabit tutacağını ya da değişim oranını istikrarlı kılacağını ifade etmektedir. Ekonomik karar birimlerinin finansal piyasalardaki davranışlarına, bir başka deyişle mevduat ya da diğer varlıkları tutma tercihlerine, borçlanma isteklerine ya da bankaların ödünç verme konusundaki tutumlarına ilişkin belirsizlik ne kadar fazla ise, faiz oranına istikrar kazandırma yani faiz hedeflemesi o derece avantajlı olabilmektedir (Telatar,2002:44).

Aslında, faiz oranı hedeflemesi, para politikası uygulama sürecinde bir operasyonel hedef uygulamasıdır. Operasyonel hedef olarak dikkate alındığında, para otoritesi açısından bir diğer operasyonel hedef olan parasal tabanın mı yoksa faiz oranının mı hedef değişken olarak kullanılması konusunda bir seçim sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu seçimin şekillenmesinde, para arzının oluşum süreci önem kazanmaktadır.

Daha önce değinildiği gibi para stoku; MB, ticari bankalar ve banka dışı kesimin birbirinden bağımsız operasyonları sonucu oluşmaktadır. Ticari bankaların banka dışı kesime para vermeleri ve eş zamanlı olarak para (kaydî para) yaratmaları, MB kredilerinin faizine bağlı olmaktadır. Tüm koşulların MB tarafından biliniyor olması durumunda, para stoku ya da kredi faiz oranı MB tarafından faiz hedeflemesi ya da parasal taban hedeflemesi yöntemi ile mükemmel bir biçimde kontrol edilebilmektedir (Bofinger,2001:63).

Aslında, ara hedef ne olursa olsun, operasyonel hedef olarak faizin kullanılması son derece yaygındır. Bunun nedeni, MB'nın kendi yükümlülüklerinin arzı<sup>48</sup> üzerindeki monopol gücünü kullanarak, tüm finansal varlıkların faiz oranlarını etkileyebilmesidir. Bu durumda MB'nın belirlediği faiz oranı, piyasa için de bir referans faizi olma özelliğine sahip olmaktadır (Telatar,2002:46).

Faizlerin ara hedef olarak kullanılmasında ise, hedeflenen enflasyon oranı ile tutarlı bir harcama ve üretim büyüklüğünü sağlayacak faiz düzeyi hedeflenmeye çalışılmalıdır. Ancak ara hedef olarak kullanıldığında, kısa vadeli faizlerin temel

<sup>48</sup> Emisyon kalemini de içeren rezerv para, parasal taban, MB parası gibi parasal büyüklükler, MB açısından bir yükümlülüktür. Bu büyüklüklerin arzı, tümüyle MB'na bağlıdır ve MB bu büyüklüklerin arzında tek yetkili otoritedir. Bu bağlamda MB, monopol gücüne sahip emisyon kurumudur.

amaçla ilişkisinin zayıf olması ve uzun vadeli faizlerin temel amaçla ilişkisi olmasına karşın, MB'nın kontrolünde olmaması<sup>49</sup>, ara hedef olarak faiz oranının kullanılmasını güçleştirmektedir (Karasoy, Saygılı ve Yalçın,1997:3)

Faiz oranı hedeflemesinde, faizin hedef düzeyinin nasıl belirleneceği önem kazanmaktadır. Bu konuya ilişkin katkı, ilgili yazında Taylor Kuralı olarak bilinmektedir. Taylor Kuralı, operasyonel hedef düzeyi (faiz oranı) için oluşturulmuştur ve toplam talep kanalı ile faiz yapısındaki<sup>50</sup> değişiklikler aracılığıyla aktarıma dayanmaktadır (Bofinger,2001:242). Taylor Kuralı'nı hayata geçiren John Taylor söz konusu çalışmasında (1993:199), politika kuralları ile ilgili olarak, üç farklı noktayı belirtmektedir:

- i) Politika kurallarının tasarımı
- ii) Yeni bir politika kuralına geçiş
- iii) Kuralların günlük bazda uygulanması

Ayrıca Taylor'a göre (1993:200), politika kuralları arasında farklılıklar olmakla ve belirli bir politika ve/veya politika değişkeni üzerinde bir uzlaşma sağlanamamakla birlikte, döviz kuru ya da para arzı üzerine yoğunlaşan politikaların performanslarının (üretim ve fiyat istikrarı açısından) fiyat düzeyi ya da reel üretim üzerine yoğunlaşan politikalar kadar iyi olmadığı konusunda bir görüş birliği vardır. Başka bir deyişle, enflasyon oranının veya reel gelirin hedeflenen düzeyinin üzerinde (altında) olduğu dönemlerde MB'nın para politikası aracı olarak kısa vadeli nominal faiz oranını arttırması (azaltması) işe yaramıştır. Ancak faiz oranında ne kadar bir değişimin gerekli olduğu hâlâ belirsizdir.

Para politikasının uzun dönemde reel değişkenler (üretim, reel faiz gibi) üzerinde etkisi olmamakla birlikte, nominal fiyatların aşağı yönde esnek olmamasından dolayı MB'larının kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek ekonomik faaliyetleri etkileyebildikleri görülmektedir. Üretim düzeyinin veya enflasyon oranının uzun dönem dengesinden sapması durumunda, MB kısa vadeli nominal faiz oranlarını (dolayısıyla kısa dönemli reel faiz oranlarını) değiştirerek enflasyon oranı

<sup>49</sup> Kısa vadeli faizler, para piyasalarında belirlenir ve bu faizlerin belirlenmesinde parasal ögeler etkili olur. Uzun dönemli faizler ise, denge durumunu ifade eden, para otoritesinin kontrol edemediği reel ögelerce belirlenen faizlerdir. Çünkü bilindiği gibi, parasal ögeler, uzun dönemde reel ögeler üzerinde etkili değildir. Reel ve nominal faizler arasındaki ilişki Fisher Denklemi adıyla bilinir. Bu denklem; nominal faizlerin, reel faizler ile enflasyon beklentisinden oluştuğunu ifade etmektedir.

<sup>50</sup> Faiz yapısı; belirli bir anda değişik varlık faizleri arasında oluşan ilişkiyi ifade etmektedir (Paya,1998:125).

veya üretim düzeyini etkileyebilmektedir (Kesriyeli ve Yalçın,1998b:2). Başka bir deyişle, eğer enflasyon oranı hedeflenen değerinin veya üretim düzeyi potansiyel üretim düzeyinin üzerindeyse, MB kısa vadeli reel faizleri artırarak toplam talebi kısabilir (Taylor,1993:200). Bu yolla enflasyon oranı veya reel üretim hedeflenen düzeylere çekilebilir. Bu mekanizmanın işleyebilmesi reel faiz oranı ile ekonomik faaliyetler arasında bir ilişki olmasını gerektirmektedir.

Bu çerçevede, Taylor (1993) nominal faiz oranını  $(R)^{51}$ , gerçekleşen enflasyonun hedeflenenden sapmasının  $(\pi-\pi^*)$  ve üretim açığının  $(y-y^*)$  bir fonksiyonu olarak tanımlamıştır ve bu ilişkide beklenen enflasyonun hedeflenenden sapması ve üretim açığının katsayılarının pozitif olması beklenmektedir (Kesriyeli ve Yalçın,1998b:2):

$$R=\alpha+\beta_1(\pi-\pi^*)+\beta_2(y-y^*) \quad (4)$$

Bilindiği gibi MB para arzını (para stokunu), ya parasal tabanı ya da para çoğaltanını<sup>52</sup> değiştirerek kontrol edebilmektedir. Örneğin parasal tabandaki bir artış (azalış), para arzını artırırken (azaltırken), para çoğaltanı formülünde paydada yer aldıkları için zorunlu rezerv oranı, aşırı rezerv oranı ya da nakit/mevduat oranındaki bir artış (azalış), para arzında bir azalışa (artışa) yol açmaktadır (Baye ve Jansen,1995:515). Söz konusu mekanizma, faiz oranının hedeflenmesi durumunda, hedef düzeyin tutturulabilmesi için para arzındaki değişikliklerin hangi kanallar yoluyla gerçekleştirilebileceğinin gösterilmesi açısından önemlidir.

Bu bağlamda, faizlerde istikrarı hedefleyen bir para otoritesinin, parasal hareketlenmeleri göze alması gerekmektedir. Bu durumda, parasal hareketlenmelerin yaratacağı maliyet önem kazanmaktadır. Söz konusu maliyet ile dar anlamda para stokunun kontrolünün kaybı, geniş anlamda ise, para arzı dalgalanmalarının ekonominin talep cephesinde yaratacağı etkiler ifade edilmektedir.

Bu nedenle, uygulamada, parasal hedefleme stratejisi ile faiz oranı hedeflemesi arasındaki seçim, ortaya çıkacak maliyetlere bağlı olmaktadır. Bu bağlamda, yatırım ya da tüketim talebindeki herhangi bir kayma durumunda parasal

<sup>51</sup> Kesriyeli ve Yalçın, nominal faizi R ile göstermişlerdir. Ancak bu çalışmada nominal faiz "i" ile ifade edilmektedir.

<sup>52</sup> Para çoğaltanı, para arzının parasal tabanın kaç katı büyüklüğünde olacağını belirleyen bir katsayıdır ve zorunlu rezerv oranı, aşırı rezerv oranı ve nakit/mevduat oranı gibi değişkenlerden etkilenmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. (Keyder,2002:264-267; Güran,1999: 159-164).

hedefleme stratejisinin uygulanması, para otoritesinin faiz oranını yükselterek, toplam talepteki dalgalanmaları azaltmasına olanak tanımaktadır. Toplam talepteki dalgalanmaların azaltılması, faizlerde aşağı-yukarı bir dalgalanmaya neden olmaksızın gerçekleştirilmektedir (Baye ve Jansen,1995:686). Para politikasının etkinliği, politika eylemleri sonucunda faizlerde herhangi bir dalgalanma yaratılmaması anlamında ele alındığında ve toplam talebi oluşturan yatırım ve tüketim talebi gibi bileşenlerin son derece değişken olduğu bir durumda, parasal hedefleme stratejisi uygun bir strateji olarak kabul edilebilir.

### 4.3. Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi<sup>53</sup>; düşük ve öngörülebilir bir enflasyon düzeyinin para politikasının uzun dönemli birincil amacı olduğunun açık bir biçimde kamuoyuna ilan edilmesidir. Enflasyon hedeflemesi; belli bir zaman dilimi için, resmi bir sayısal hedef ya da hedef aralığını içeren enflasyon oranının kamuoyuna ilan edilmesi bağlamında para politikası için bir çatı (çevre, iskelet) şeklinde tanımlanmaktadır (Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen,1999:4).

Bofinger'e göre (2001:242), para politikasının uygulanmasında bir son hedefleme stratejisi olan enflasyon hedeflemesi, aktarım mekanizması açısından toplam talep kanalına dayalı enflasyon-öngörüsü hedeflemesi ya da beklentiler kanalına dayalı enflasyon-beklentisi hedeflemesi olarak yorumlanabilir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin yaygın olarak kullanılmaya başlamasının ardında, parasal büyüklükler ile enflasyon gibi hedef değişkenler arasındaki ilişkinin zayıfladığı, bu bağlamda para politikası amaçlarına parasal hedefleme stratejisi ile ulaşamayacağı düşüncesi yatmaktadır. Yeni Zelanda, 1990 yılında resmi olarak enflasyon hedeflemesini uygulayan ilk ülke olmuştur. Yeni Zelanda'yı 1991 yılında Kanada, 1992 yılında da İngiltere izlemiştir (Mishkin,2001:520).

Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen'e göre (1999:10-11), enflasyon hedeflemesinin, para politikası açısından uzun dönemli fiyat istikrarının sağlanması şeklindeki formülasyonu ve söz konusu vurgulamanın kamuoyuna politika niyetlerinin ilanı şeklinde duyurulmasının ardında üç tür düşünce yatmaktadır:

<sup>53</sup> Aslında para politikası uygulama sürecindeki tüm hedefleme stratejileri, enflasyonu hedeflemektedir. İktisat yazınında yaygın olan ifade şekli, enflasyon hedeflemesi olmakla birlikte, bir hedefleme stratejisi olarak enflasyonun doğrudan hedeflenmesi ifadesi, politika uygulama sürecinin aşamalarını dikkate alan daha uygun bir ifade olmaktadır. Bununla birlikte, yaygın olan kullanım enflasyon hedeflemesi olduğu için, bu çalışmada da stratejiye atfen, söz konusu ifade kullanılmaktadır.

Birincisi; enflasyonun kontrolüne verilen önemin artması yalnızca işsizlik ve bununla ilgili konular nedeniyle olmamıştır. Bunun ardında, iktisatçıların ve politika yapıcıların kendilerini otuz yıl önceki koşullardan daha rahatsız hissetmeleri de yatmaktadır. Bundan otuz yıl önce para politikası, ekonomideki kısa dönemli dalgalanmaları hafifletmekte daha etkin kullanılabilmekteydi. Bugün için pek çok iktisatçı, uzun dönemde enflasyon oranının para politikasının etkileyebileceği 'tek' makro ekonomik değişken olacağı konusunda bir görüş birliğine sahiptir. Politika yapıcılar, uzun döneme ilişkin öncelikli amaç olarak düşük bir enflasyon oranı belirlediklerinde, önemli ölçüde, para politikasının neyi gerçekleştirip, neyi gerçekleştiremeyeceğine ilişkin gerçeği kabullenmiş olmaktadır.

İkincisi; ılımlı (orta derecede) bir enflasyon oranının bile ekonominin verimine ve büyümesine zarar vermekte olduğu ve düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı elde etmenin, diğer makro ekonomik amaçlara ulaşmada, son derece önemli bir öge, belki de bir gereklilik olduğu konusundaki uzlaşmadır.

Üçüncüsü; fiyat istikrarının, para politikasının uzun dönemli birincil amacı olarak ortaya konmasının, politika yapım sürecinin tümünde, kavramsal bir anahtar sağlayacak olmasıdır. Bu süreç (çatı) politika yapıcılara, kamuoyuna niyetlerini ifade etmede ve hükümet ve MB üzerinde belli bir dereceye kadar hesap verebilirlik ve disiplin empoze etmede yardımcı olacaktır. Bir başka deyişle enflasyon hedefi, para politikası için bir nominal çıpa görevi görmektedir. Bu, aynı zamanda, finansal piyasalar ve kamuoyunun beklentileri için bir odak, daha doğrusu MB'larının kısa dönem politikalarının gerçekleşebilmesinde bir referans noktası görevini de görmektedir.

Aşağıdaki tabloda enflasyon hedeflemesi çatısının, bu stratejiyi uygulayan bazı ülkeler özelinde, belli başlı özellikleri yer almaktadır:

**Tablo 6 : Enflasyon Hedeflemesi Çatısının Belli Başlı Özellikleri**

Ülke	Yeni Zelanda	Kanada	İngiltere	İsveç	Finlandiya	Avustralya	İspanya
İlk uygulanma tarihi	Mart 1990	Şubat 1991	Ekim 1992	Ocak 1993	Şubat 1993	Nisan 1993 (Yaklaşık)	Yaz 1994
Yürürlükte olan hedef	0 - %3	%1 - %3	%1- %4	%2	%2	%2 - %3	%3'ten az
Zaman aralığı	5 yıllık (1998'e kadar)	1998'in sonuna kadar	1997 sonbaharına kadar (daha sonra %2.5 ya da daha az)	1996'dan ileriye	1996'dan ileriye	Dönem ortalaması üzerinde (on average over the cycle)	1997 sonuna kadar (daha sonra %2'den az)
Enflasyonun Ölçülmesi	Temel CPI*	CPI	Perakende Satış Fiyatı Endeksi (ipotek faiz ödemeleri hariç) (PRIX)	CPI	Temel CPI	Temel CPI	Temel CPI
CPI'in dışında kalan faktörler	Faiz maliyeti bileşeni, dolaylı vergiler, hükümet vergileri (charge) ve dış ticaret hacmindeki önemli değişimler	Yok (Enflasyon oranının temelini oluşturan unsur operasyonel olarak kullanılır)	İpotek faizi ödemeleri, (mortgage interest payments)	Yok	İpotek faizi ödemeleri, dolaylı vergiler, hükümet yardımları, ev fiyatları	İpotek faizi ödemeleri, dolaylı vergiler, diğer hareketli (oynak) kalemler	Yok
Hedefin duyurulması	Maliye Bakanı ile Merkez Bankası Başkanı arasında belirlenen politika hedefi sözleşmesi	Maliye Bakanı ile Merkez Bankası Başkanı arasındaki ortak sözleşme	Başbakan	İsveç Merkez Bankası	Finlandiya Merkez Bankası	Avustralya Merkez Bankası	İspanya Merkez Bankası
Enflasyon raporu	1990 yılının Mart ayından bu yana üç aylık	1995 yılının Mayıs ayından bu yana altı aylık	1993 yılının Şubat ayından bu yana üç aylık	1993 yılının Ekim ayından bu yana üç aylık	Yok	Yok	Altı ayda bir
Enflasyon tahminleri yayınlanıyor mu?	Evet	Hayır	Evet	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır

\* CPI : Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)

Kaynak: (Debelle,1997:5)



Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin belli başlı özellikleri şu şekilde sayılabilir (Kadioğlu, Özdemir ve Yılmaz,2000:9):

i) Kamuoyuna orta dönemi içeren, açık ve sayısal bir enflasyon hedefi ilan etmek,

ii) Kamuoyuna, para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olduğunu taahhüt etmek,

iii) Politika yapım sürecinde, yalnızca parasal büyüklükleri ya da döviz kurlarını değil, olası tüm bilgiyi kullanmak,

iv) Saydamlığı arttırabilmek amacıyla, kamuoyu ve piyasalarla sürekli iletişim içinde olmak<sup>54</sup>, para politikasının amaçları, kararları ve planlarına ilişkin kamuoyunu aydınlatmak,

v) Enflasyon hedefine ulaşabilmek için MB'nın hesap verebilirliğini arttırmak.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin formüle edilmesi ve yürütülmesinde, kısmen, politikanın ayrıntılı durumunun kapsamlı bir göstergesi olarak Parasal Durum Endeksi'nin (Monetary Conditions Index-MCI) kullanımına başvurulmaktadır. Söz konusu endeks (MCI)<sup>55</sup>, MB'nın herhangi bir andaki para politikasının gevşek ya da sıkı olup olmadığının gözlemlenmesine olanak tanımakta, aynı zamanda para politikasındaki bir değişikliğin ekonomi üzerindeki etkisini de göstermektedir. Örneğin Yeni Zelanda Merkez Bankası MCI'yi, politika eylemlerine karşı oluşan davranışları ve enflasyon oranlarının gelecekteki olası görünüşünü önceden görmek, böylece enflasyonu hedeflenen aralıkta tutacak uygun para politikasını uygulayabilmek için kullanmaktadır. MCI'in katkılarıyla, enflasyon hedeflemesi altında para politikasının, ileriye dönük politikanın bir şekli olduğu sık sık iddia edilmektedir. Örneğin Yeni Zelanda'da, MCI'in değerinin, enflasyonun gelecekte

<sup>54</sup> Kamuoyu ile iletişim, MB'larının politikalarının yürütülmesinde amaca ulaşmada çok önemlidir. Bu olgu, MB yapısının nasıl tasarlanması gerektiği, yani MB'nin optimum kurumsal çatısının ne olması gerektiği bağlamında ele alınmaktadır. Svensson'a göre (1999:3), para politikasının kurumsal çatısı, uygulanan stratejiler açısından iki temel eksen oluşturulmaktadır: Birincisi; MB'nin amaçlarına ulaşmak için aldığı kararlar, gözlemler ve araçların oluşturulma ilkelerinden oluşan politika kararlarının çatısıdır. İkincisi ise, MB'nin dış dünya ile iletişim şekillerini içeren politika kararlarının duyurulması, iletilmesidir. Bu bağlamda iletişim, para politikasının yürütülmesinin bir parçasıdır. Çünkü iletişim yoluyla, politikaların öngörülebilirliğinin ve beklentilerin etkilenmesi olasıdır ve böylelikle, para politikasının etkinliği artırılabilir.

<sup>55</sup> Kısa dönem faiz oranlarının ve döviz kurlarının bir bileşiminden oluşan, bir çeşit operasyonel hedef uygulaması olarak ele alınabilir (Freedman,1996:67).

artma eğiliminde olduğunu göstermesi durumunda, MB'nin enflasyon oranının istenilen düzeyin üstünde artmasını engellemek için para politikasını ayarlamak zorunda kalacağı görülmektedir (Hataiseree,1999:6).

Enflasyon hedeflemesi altında iletişim, genellikle doğrudan ve noktaya yöneliktir. Bir başka deyişle, enflasyona ilişkin hedefler açıkça belirtilmektedir ve nettir. Yeni Zelanda Merkez Bankası, İngiltere Merkez Bankası ve İsveç Merkez Bankası, politikalarını harekete geçirecek ve gerçekleşen sonuçları açıkladıkları, koşullu enflasyon öngörüsü içeren, yüksek kalitede "enflasyon rapor"ları yayınlamaktadırlar. Bu yüzden enflasyon hedeflemesi altında, bu stratejiyi uygulayan MB'nin söylemi, yürütülmekte olan politika ile son derece tutarlıdır (Svensson,1999:4).

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan para otoriteleri, enflasyonu, para politikasının temel amacı olarak ilan etmek zorundadırlar. Enflasyon hedefleri ile diğer makro ekonomik hedefler arasında (işsizlik, döviz kuru v.b.) çatışmalar ortaya çıktığında, otoriteler önceliği enflasyona verecekler ve fiyat düzeyini istikrara kavuşturacak bir para politikası ile ilgileneceklerdir (Hataiseree,1999:5).

Bununla birlikte Svensson'a göre (1998b:6-7), düşük enflasyonu hedefleyen bir MB'nin hem enflasyonu, hem de üretim açığı ile ifade edilen reel ekonomiyi istikrarlı kılan bir kayıp fonksiyonuna sahip olması durumunda, esnek enflasyon hedeflemesinden söz edilmektedir. Bu durumda, daha önce değinilen kayıp fonksiyonundaki ( $\lambda > 0$ ) olacaktır. Katı enflasyon hedeflemesi durumunda ise, ( $\lambda = 0$ ) olarak kabul edilmektedir. Bunun anlamı, kayıp fonksiyonunda yalnızca enflasyona önem verildiğidir.

Bu bağlamda Taylor (2000:2), enflasyon hedefi için, genellikle sifıra yakın sayısal bir değer, enflasyon hedefi olarak açıkça MB'nin amaç fonksiyonunda yer alması gerektiğini belirtmektedir. Çünkü, bu yolla, enflasyonist bekleyişleri etkilemek ve sonuçlarını izlemek politika yapıcı açısından mümkün olabilecektir.

Parasal hedefleme stratejisi ile karşılaştırıldığında enflasyon hedeflemesi, politika araçlarının etkisini uzun ve değişik gecikmelerle göstermesi nedeniyle, MB'nin hesap verebilirliğini zayıflatabilir. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon oranlarının yüksek düzeylerden aşağı indiği durumlarda, tahminlerde hata ve sıkça hedefi tutturamama yaşanabilecektir. Bu durumda, MB için, hedeften sapmayı açıklamak ve güvenilir olmak zorlaşacaktır. Buna karşılık, parasal hedefleme stratejisini ortaya çıkaran gerekçelerden biri, politika etkilerinin uzun ve

değişken gecikmelerle ortaya çıkmasıdır. Bu nedenle, parasal hedefleme stratejisi, bu açıdan daha uygun bir strateji olmaktadır (Cabos, Funke ve Siegfried,1999:2).

Enflasyon hedeflemesinin, parasal hedeflemeye göre daha fazla inisiyatif içeriyor olmasının, politika yapıcılar üzerinde, genişletici politikalar uygulama yönünde bir rahatlık vereceği, parasal hedefleme stratejisi lehine bir diğer tartışmalı konudur (Kadıoğlu, Özdemir ve Yılmaz, 2000:12). Ayrıca, enflasyon hedeflemesi stratejisinin, kamuoyunun karar verme sürecini çeşitli sayısal verilerin ve göstergelerin dikkate alınmasını gerektirmesi nedeniyle güçleştirmesi, parasal hedeflemeyi kamuoyu açısından daha anlaşılabilir ve kolay kılmaktadır (Cabos, Funke ve Siegfried,1999:2).

Son olarak, enflasyon hedeflemesinin parasal hedefleme ile karşılaştırılmasında; enflasyon hedeflemesi, kısa dönem enflasyon ve enflasyondaki değişimler ile ilgilenirken, parasal hedefleme stratejisinin enflasyonun kalıcılığı ve uzun dönem ögeleri ile ilgilendiği görülmektedir (Svensson,1998b:9). Bu bağlamda, uzun dönemli temel amacı fiyat istikrarı olan bir para otoritesi için, parasal hedefleme stratejisi daha uygun bir strateji olarak kabul edilebilir.

#### **4.4. Nominal Gelir Hedeflemesi**

Nominal gelir hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi gibi bir son hedefleme stratejisidir. Nominal gelir hedeflemesi; McCallum Kuralı olarak da adlandırılır ve Nominal Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) artışının, hedef değerinden daha düşük (yüksek) olması durumunda parasal taban artışının yukarıya doğru (aşağıya doğru) ayarlanması şeklinde uygulanır. Bu bağlamda, McCallum Kuralı, parasal tabanı operasyonel hedef olarak kullanan örtük bir kural uygulaması olarak ele alınabilir (Bofinger,2001:274-275).

Enflasyon ile ilgili olarak, nominal GSYİH'nın hedef olarak seçilmesi, politika yapım sürecinde, fiyatlara verildiği kadar üretime de bir ağırlık verilmesi gibi bir avantaja sahiptir. Nominal gelir hedeflemesi aynı zamanda enflasyon hedeflemesi uygulamasına yakındır. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesinin niçin nominal GSYİH hedeflemesine tercih edildiğine ilişkin dört gerekçe söz konusudur (Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen,1999:306):

Birincisi; bir nominal GSYİH hedefine sahip olunması, hükümeti kamuoyu için potansiyel reel GSYİH büyümesini tahmin etmeye zorlar. Ancak potansiyel GSYİH'nın büyümesinin tahmini kesinlikten uzak olacaktır. Politik açıdan ise, potansiyel reel GSYİH'da beklenen büyümenin bir değer olarak ilanı aynı zamanda

şüpheli olabilecektir: Olumsuz bir tahmin, MB'nın ya da hükümetin aşırı kötümser olmakla ve ekonomiyi ulaşabileceği maksimum potansiyel değerinden uzak tutma niyetiyle suçlanmasına neden olabilmektedir. Ayrıca yüksek bir potansiyel büyüme tahmini, resmi bir hedef olarak görülürse, aşırı enflasyonist politikalara da yol açabilmektedir.

İkincisi; fiyatlara ilişkin veriler, nominal GSYİH'ya ilişkin verilere nazaran daha sık ve daha zamanında yayınlanmaktadır.

Üçüncüsü; enflasyon hedeflemesi, pratikte kısa dönem için, dikkate değer bir politika esnekliğine olanak tanımaktadır. Çünkü, daha önce de değinildiği gibi, hem enflasyonun kısa dönemli değişmelerine odaklanmakta hem de ilgili tüm değişkenler daha sık aralıklarla elde edilebilir olmaktadır. Bu nedenle kısa dönem istikrarın sağlanmasında nominal GSYİH hedeflemesinin, enflasyon hedeflemesinden daha etkin olacağı şüphelidir.

Son olarak ve belki de en önemli gerekçe, tüketici fiyatları ile ifade edilen enflasyonun, büyük olasılıkla kamuoyu tarafından, nominal GSYİH kavramından daha iyi anlaşılacak olmasıdır.

Gramlich'e göre (1998:4), aslında nominal gelir hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesi arasındaki temel fark şoklara ilişkindir: Fiyat şoklarının varlığı durumunda, nominal gelir enflasyon kadar değişmeyecektir ve MB enflasyonu doğrudan hedeflemektense, nominal geliri hedeflemekle daha iyi sonuç elde edecektir. Diğer taraftan üretim verimliliği (output productivity) şoklarının varlığı durumunda ise, bu şokların nominal geliri değiştirmesi ve MB'nı, enflasyon hedefte olsa bile, nominal geliri daraltma ya da genişletme yönünde zorlaması olasıdır.

Bununla birlikte, genelde, hangi tür şokun ekonomi üzerinde daha yaygın olduğunu ve buna bağlı olarak da nominal gelir hedeflemesinin mi yoksa enflasyon hedeflemesinin mi etkili olup olmayacağını söylemek zordur ve esnek olması açısından enflasyon hedeflemesi stratejisi, daha yaygın bir uygulama alanına sahiptir.

Günümüzde üzerinde uzlaşmaya varılan temel noktalardan biri, MB'larının uzun dönemli temel amaçlarının fiyat istikrarı olmasının, aynı zamanda istikrarlı bir gelir ve büyüme düzeyine de yardımcı olacağıdır. Bu bağlamda, kısa ve orta dönem açısından nominal gelirin istikrarlı kılınması yönünde çaba sarf edilebilir. Bununla birlikte, kısa, orta ve uzun dönemin bir arada ele alınması durumunda; para

otoritesinin sosyal refahı en çoklaştırmak için, düşük enflasyon oranı gerektiren bir reel büyüme oranına katkı sağlayacak stratejiler uygulaması gerektiği açıktır (Bofinger,2001:127).

Bu açıdan bakıldığında, farklı MB'larının 1990'lı yıllardan günümüze farklı stratejiler uygulamakta olduğu görülmektedir. Sterne'in bu konudaki çalışmasına göre (1999); 1990 yılında, örnek alınan 91 ülkeden yüzde 14'ü enflasyonu, yüzde 32'si parasal büyüklükleri ve yüzde 56'sı ise, döviz kurlarını hedeflemektedir. 1999 yılında ise aynı ülkeler içinde enflasyonu hedefleyenler yüzde 40, parasal hedeflemeyi uygulayanlar yüzde 26, döviz kurlarını hedefleyenler ise yüzde 34 oranına ulaşmışlardır. Söz konusu hedeflerin kamuoyuna açıkça iletilmesi bağlamında ise, 1999 yılında aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 91 ülkenin yüzde 96'sı, bu hedefleri kamuoyuna açıkça ilettiklerini belirtmişlerdir (1999:272). Yine bu ülkeler açısından, parasal hedefleme stratejisi uygulayan 37 ülkeden 26'sında hedefin MB tarafından, 10'unda MB ile Hükümetin ortaklaşa, 1'inde ise yalnızca hükümet tarafından belirlendiği görülmektedir (1999:273).

Sonuç olarak, hangi strateji uygulanırsa uygulansın, para otoritesinin öncelikli amacı fiyat istikrarıdır. Bununla birlikte, bir MB'nın uzun dönemde fiyat istikrarını sağlayacağı yönündeki taahhüdü, para otoritesinin kısa dönemdeki ekonomik olayların etkilerini göz ardı edeceği anlamına gelmemektedir. McDonough'a göre (1997:4), fiyat istikrarını sağlayacak stratejilerin seçimi; söz konusu ülkenin tarihine, ekonomik koşullarına, geleneklerine ve diğer koşullara bağlı olsa bile, tüm başarılı stratejiler, şu iki önemli özelliği paylaşmaktadırlar; uzun döneme odaklanmak ve politikanın uygulanışına ilişkin saydam bir standart sağlamak.

Çalışmanın izleyen kısmında, 2000'li yılların başlarına kadar<sup>56</sup> parasal hedefleme stratejisini başarıyla uygulayan Almanya ve İsviçre özelinde, parasal hedefleme stratejisi uygulayan ülkeler ve parasal hedefleme stratejisinin özel bir uygulaması bağlamında Avrupa Merkez Bankası'nın politikaları ele alınmaktadır.

<sup>56</sup> Bir Avrupa Birliği üyesi olarak Almanya, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) hayata geçmesi ile birlikte, 2001 yılından itibaren ECB'nin politikalarını destekleyen para politikaları uygulamaktadır. İsviçre ise, kamuoyuna açıkça ilan etmemekle birlikte, 1990'ların sonlarında enflasyon öngörüsüne dayalı bir strateji uygulamaya başlamıştır.

## 5. PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİNİN UYGULANDIĞI ÜLKELER

Parasal hedefleme stratejisi, 1970'li yıllarda pek çok ülkede uygulanmıştır. Ancak uygulama şekilleri açısından, gerçekte bu ülkelerdeki MB'larının hiçbiri parasal büyümeye ilişkin katı kurallara bağlı kalmamışlardır. Bu ülkelerden bazılarında parasal hedefleme stratejisi ciddi olarak da sürdürülmemiştir (Mishkin,1999:13).

ABD, Kanada ve İngiltere'deki parasal hedefleme stratejisi, enflasyonun kontrolünde başarılı olamamıştır. Mishkin'e göre (1999:14; 2001:516-517), bu durumun iki açıklaması vardır: Birincisi; parasal hedefleme stratejisi ciddi olarak sürdürülmediğinden, asla başarılı olabilme şansı olmamıştır. İkincisi; parasal büyüklükler ile enflasyon ya da nominal gelir gibi amaç değişkenleri arasındaki ilişkinin istikrarsızlaşması, bu stratejiyi başarısızlığa mahkum etmiştir. Sonuçta 1980'lerin başlarından itibaren, enflasyon, nominal gelir ve parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin zayıflığının son derece belirgin hale gelmesiyle bu üç ülke, her ikisi de Kanada Merkez Bankası'nın başkanlığını yapmış olan John Crow ve Gerald Bouney'in belirttikleri gibi, "biz parasal hedeflemeyi terk etmedik, o bizi terk etti" anlayışı içinde parasal hedefleme stratejisi uygulamasına son vermişlerdir.

Aşağıdaki tablo, gelişmiş ülkeler bağlamında, parasal hedefleme stratejisini uygulamış ve Almanya gibi 2000'li yılların başına dek halen uygulamakta olan ülkelere ilişkin ilan edilen hedefleri ve bu hedeflerin gerçekleşme düzeylerini göstermektedir:



**Tablo 7 : G-7 Ülkelerinde İlan Edilen (Announced) Parasal Hedefler**

Ülke	Hedeflenen Projeksiyon Döneminin Başlangıcı	Hedefe Ulaşılan ya da hedefin altında kalınan dönem	Hedefin aşıldığı dönem
Kanada	M1, 1975:Q2 - 1976 Q2	1976-82	1977-79
Fransa	M2, Aralık 1976 - Aralık 1977	1980 1982	1977-79 1981
	M3, 1985: Q4 - 1986Q4	1987-90 1986 1991-93	1983-85 1987
Almanya	Merkez Bankası Parası, Aralık 1974 - Aralık 1975	1979-1985	1975-78 1986-87
	M3, 1987:Q4 - 1988:Q4	1989-91 1994	1988 1992-93
İtalya	M2, Aralık 1983 - Aralık 1984	1986 1992 1994	1984-85 1987-91 1993
Japonya	M2+CDs, 1977:Q3 - 1978:Q3	----	----
İngiltere	£ 1976/1977 (mali yıl sonu 31 Mart 1977)	1976/1977 1978/79-1979/80 1982/83-1983/84	1977/78 1980/81-1981/82 1984/84-1985/86
	PSL2, Şubat1982-Nisan1983 M1, Şubat 1982 - Nisan1983 M0, Şubat 1984 - Nisan 1985 M4, Ekim 1992	1982/83 1984/85-87 1990-91 ----	1982/83-1983/84 1983/84 1988-89 1992 ----
ABD	M1, Mart 1975 - Mart 1976	1976:Q1- 1977:Q2 1979:Q1- Q3 1981	1977:Q3-1978:Q4 1979-80 1982
	M2, Mart 1975 - Mart 1976	1893-84 1976:Q1- Q3	1985-86 1976:Q4-1977:Q3
	M3, Mart 1975 - Mart 1976	1977:Q4-1979:Q3 1983-94 1976:Q1- Q3 1978:Q1-1979:Q3 1985-95	1979-82 1976:Q4-1977:Q4 1979-84

**Kaynak:** (Hataiseree,1999:21)'den alınmıştır.

1974'ün sonundan 2000 yılına kadar, parasal hedeflemeyi resmen uygulamış olan iki ülke Almanya ve İsviçre'dir. Bu iki ülkenin para politikalarının enflasyonu kontrol etmedeki başarısının ardında, parasal hedeflemenin bu ülkelerde son derece güçlü bir biçimde desteklenmiş olması ve Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) resmî politika rejiminin bir unsuru olarak kabul edilmiş olması yatmaktadır.

Almanya ve İsviçre, kendilerini parasal hedefleme stratejisi uygulayan ülke olarak sınıflandırmaktadırlar. Yani, söz konusu ülkelerin MB'larının para politikası amaçlarının en azından bir kısmı, çeşitli tanımlardaki para stokunun büyüme oranları cinsinden ifade edilmektedir. Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen'e göre (1999:41), bu MB'larının başarılı performansları, para politikası otoritelerince uygulanan ve otoritelerin inisiyatifini sınırlandıran kurula-dayalı para politikalarının desteklenmesinde bir kanıt olarak gösterilebilir.

### 5.1. Almanya (Bundesbank)

Almanya'da para politikası, fiyat istikrarının sağlanması olarak yorumlanabilecek, ulusal paranın korunmasına yönelik yasa ile sınırlanmıştır. Son derece katı olarak adlandırılabilir olan bu amaç altında, Almanya'nın hiper enflasyon deneyiminin bir yansımasıdır. Söz konusu deneyim, aynı zamanda MB'nın, hükümetten son derece kesin bir şekilde bağımsız olmasını da beraberinde getirmiştir (Issing,1997:67).

1970'lerin başlarında enflasyonun ani çıkışı, para politikası yapımcılarının dikkatini, parasal büyümenin enflasyonist süreç içindeki rolüne çekmiştir. Parasal büyümenin enflasyonist süreç içindeki rolünün nasıl azaltılabileceğine ilişkin çözüm, parasal hedefleme stratejisi ile gelmiştir. Söz konusu strateji, teoridekinin aksine, MB'larına para politikası hedeflerinin oluşturulmasında enflasyon kadar, üretimin de dikkate alınması olanağını vermiştir. Uygulamada, para stoku ile nominal harcamalar arasındaki ilişkiye yönelik şoklar durumunda, politika esnekliğinin sağlanması dikkate alınmıştır (Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen,1999:44).

Bretton Woods sisteminin sona erışı ve 1973 yılının mart ayında dalgalı kura geçiş, iç parasal koşulların kontrolünde Alman Merkez Bankası'na (Bundesbank) yeni bir bakış açısı ve sorumluluk kazandırmıştır.

Mishkin ve Posen'e göre (1997:21), Almanya'da parasal hedefleme stratejisinin uygulanmasında iki temel öge uyarıcı olmuştur:

- i) Para politikasının bir nominal çıpaya gereksinim duyduğu yönündeki akademik görüş,
- ii) Orta dönemli enflasyon beklentilerinin para politikanın uygulanışındaki rolü.

Aslında parasal hedeflemenin operasyonel uygulaması, uygun bir parasal büyüklüğün tanımlanmasıdır. Söz konusu büyüklük öncelikle, MB'nın çeşitli araçlar aracılığıyla kontrol edebileceği faiz oranlarına karşı yeterince duyarlı olmalıdır. İkinci olarak, tüm fiyat düzeylerindeki dalgalanmalar süresince istikrarlı bir ilişki sergilemelidir. Bu bağlamda başlangıçtan beri Bundesbank, geniş tanımlı parasal büyüklükleri kullanmıştır<sup>57</sup> (Issing,1997:68-70).

<sup>57</sup> Önce MB Parası, sonra da M3 artış oranı Bundesbank tarafından hedef parasal büyüklük olarak kullanılmıştır.

Laubach ve Posen'in belirttiği gibi (1997:16) parasal hedefler, enflasyonist beklentilerin belirsiz olduğu bir ortamda, para politikasının yönüne ve amaçlarına ilişkin, etkili bir iletişim kanalı olarak görülmüştür.

Bundesbank, yıllık parasal hedefin türetilmesinde, basit ve açık bir yöntemin uygulanmasının önemini sürekli vurgulamıştır. Çünkü açık ve anlaşılabilir bir hedef, kamuoyunun beklentilerini etkileyebilmek için önem taşımaktadır. Bu bağlamda hedeflenen parasal büyüklüğün artış (büyüme) oranı; potansiyel üretimdeki tahmini büyüme, orta dönemde kabul edilebilir bir enflasyon oranı ve paranın dolanım hızındaki değişim oranı toplamından oluşmaktadır<sup>58</sup>. Bundesbank potansiyel üretimi, veri teknoloji ve sermaye stokundan ve üretim faktörlerinin kullanımından elde edilebilecek üretim düzeyi şeklinde tanımlamaktadır. Bundesbank'ın yıllık %2' lik enflasyon amacı, "kaçınılmaz enflasyon oranı", "fiyat normu" ya da "normatif, orta dönemli enflasyon oranı" olarak adlandırılmaktadır (Svensson,1998b:10). Bu oran, görüldüğü gibi, ekonomik etkinliği engellemeyecek ya da dağılım bozukluklarına (allocative distortions) neden olmayacak derecede düşüktür.

Bu verilerden hareketle Bundesbank'ın parasal hedefleme uygulamasına sayısal bir örnek verilecek olursa (Hoggarth,1996:17);

Temel enflasyon amacı (P) → %2

Ekonomik büyüme varsayımı (Y) → %2,5

Dolanım hızı artış tahmini (V) → (-%1) iken

Parasal büyüklük hedefi (M) → (%2+%2,5- (-%1))=%5,5 olarak bulunur.

Örneğin parasal büyüklük olarak M3'ün kullanılması durumunda, Bundesbank için M3 para arzı artışı yüzde 5,5 olarak bulunmaktadır. Ancak bu değer, orta nokta (mid-point) hedef değeri, bir başka deyişle referans değeridir. Dolanım hızında herhangi bir dalgalanmanın dikkate alınması durumunda Bundesbank, yüzde 5.5 değerini orta nokta kabul eden bir aralığı, yani yüzde 4-7 aralığının hedef aralığı olarak belirlemektedir.

Bundesbank'ın yaklaşımının odak noktasını, kısa dönemdeki fiyat hareketlerinin doğrudan kontrolünün sağlanmasından çok, sıfır ya da düşük bir enflasyon eğilimi için parasal bir ortam hazırlamak oluşturmaktadır. Bu bağlamda Neumann'a (1996:2) göre, bu yaklaşım iki tamamlayıcı strateji ile özetlenebilir:

<sup>58</sup> Hatırlanacağı gibi bu eşitlik, Miktar Teorisi'nden hareketle elde edilmektedir.

(i) Kamuoyunun orta-uzun dönemli enflasyon beklentilerini, parasal büyüklük artışı için tutarlı bir hedef oranı belirleyerek sabitlemek, (ii) Fiyatlara ve döviz kuruna yönelik beklenmedik şokları engellemek ve şokların para talebine uyumunu sağlamak amacıyla, orta nokta hedeften, yani referans değerinden kısa dönemli sistematik sapmalara göz yummak.

Parasal hedeflemenin başlangıç aşamalarına denk düşen 1970'lerin ortalarında Bundesbank, biraz önce yukarıda açıklanan yöntemi kullanarak para stoku için yıllık ortalama parasal büyüme oranlarını hedeflemiştir. 1979 yılında bu yöntemi, dört çeyreklik bir zaman diliminde hedefleri ilan etme yöntemi ile değiştirmiştir. Buna ek olarak Bundesbank 1970'lerin sonlarında, tek haneli hedefleri, bir hedef aralığı ile değiştirmiştir (Issing, 1997:71).

Issing'e göre (1997:72), seçilen parasal büyüklüklere ilişkin yukarıda söz edilen değişiklikler ile Bundesbank, olağanüstü gelişmelere yanıt vermede oldukça büyük bir hareket serbestisi (discretion) kazanmıştır: Birincisi, belli bir aralığı öneren geniş para stokundaki büyüme, tek haneli hedefe tercih edilmiştir. İkincisi Bundesbank'ın kendisine, yıl ortasında amaçlarını yeniden gözden geçirme olanağını tanıması, para politikası yapıcılarının beklenmedik olayları ve dönem boyunca ortaya çıkan ek bilgiyi hesaba katmalarını sağlamıştır. Bu uygulamalar Bundesbank'ın katı parasal ilkelerin aksine bir dereceye kadar, geri besleme kurallarının (feedback rules) önemini kabul ettiğini göstermektedir. Parasal hedefleri her yıl başında, geçmiş deneyimlere dayalı olarak yenileme geleneği, cari durumun değerlendirilmesi ve geleceğe ilişkin bakış açısı, birer geri besleme uygulamasıdır. Issing'e göre, Bundesbank'ın para değerinin korunması amacı, "pragmatik monetarizm" olarak adlandırılabilir ve bu yaklaşım, teorik temelin ve pratiğin başarılı bir sentezini oluşturmaktadır.

Neuman (1996:2), Bundesbank'ın parasal hedefleme konseptinde, temel görüşün açık olduğunu ifade etmektedir: Miktar teorisine dayanan, orta-uzun dönemli istikrarlı bir para değeri elde etmek. Bunun için, veri reel büyüme ve dolanım hızı trendlerine uygun bir parasal genişleme yolunun (patikasının) seçilmesi gerekmektedir. Neuman'a göre, kamuoyuna bu genişleme yolunun ilan edilmesi ve enflasyon beklentilerinin sabitleneceğinin kamuoyuna açıklanması ile Bundesbank'ın güvenilirliği sağlanmaktadır.

Her ne kadar Bundesbank'ın hedefleme yaklaşımındaki temel görüşü, parasal büyüme için uygun bir hedef aralığı belirleyerek orta ve uzun dönemde hem

kamuoyunun enflasyon beklentilerini hem de cari enflasyonu etkilemek olsa bile, bu görüş MB'nı orta dönemli hedeften büyük ölçüde sapmak konusunda sınırlamamaktadır. Aksine Bundesbank sürekli olarak, ulusal parasının dış değerinde keskin bir değişiklik, fiyat düzeyinde beklenmedik güçlü bir artış ya da para talebinde kayma gibi kısa dönemli olayları açıklamak için orta dönemli hedeften sapmak zorunda kalabileceğini açıklamaktadır. Bu bağlamda Bundesbank 1980 yılındaki raporunda bu stratejiyi şu şekilde açıklamıştır: "Bundesbank'ın kısa dönemli olağandışı durumlara yanıt verebilme esnekliği, parasal büyüme hedefinin yalnızca bir 'ara hedef değişken' olması, ana amacın ise ulusal paranın değerinin korunması olmasından kaynaklanmaktadır. Para stokunun uzun dönemli genişlemesinin engellenmesinin bu amaç için gerekli olmasına karşın, orta dönemli genişleme aralığından geçici sapsmalar olarak ele alınabilecek kısa dönemli kriterleri dikkate almak kaçınılmaz olabilir" (Neumann,1996:8;Laubach ve Posen,1997:28).

Bununla birlikte Bundesbank, makro ekonomik istikrarı sağlamada, parasal olmayan kaynaklardan gelen enflasyonist baskılarla MB'nın mücadele etmeyeceğini ifade etmiştir (Von Hagen,1999:696).

Bu bağlamda şunu belirtmek gerekmektedir ki, Bundesbank benimsenen bir parasal hedefleme ile birlikte enflasyon hedefleri de ilan etmeye başlamıştır. Böylelikle parasal hedef; gözle görülür bir şekilde, para politikası amacına ilişkin bir duyuru ile de desteklenmiş olmaktadır. Aynı zamanda parasal hedef; enflasyon, üretim artışı ve parasal hedef artışı arasındaki bağlantıya işaret ederek, fiyat istikrarına yönelik para politikasına odaklanmayı güçlendirdiğinden önem taşımaktadır.

Svensson, Almanya'nın uyguladığı parasal hedefleme stratejisini "pragmatik parasal hedefleme" olarak adlandırmaktadır. Svensson'a göre (1999:5-11) uygulamada iki tip parasal hedefleme söz konusudur; "katı" (strict) parasal hedefleme ve "pragmatik" parasal hedefleme<sup>59</sup>. Bir değişkenin "katı" bir şekilde hedeflenmesi ile başka hiçbir değişkenin kayıp fonksiyonuna dahil edilmediği ifade edilmektedir. "Esnek" hedeflemede ise, hedeflenen değişken dışında diğer değişkenler de kayıp fonksiyonuna dahil edilebilmektedir.

---

<sup>59</sup> Svensson'a göre(1999), katı parasal hedefleme, varsayımsaldır ve hiçbir MB tarafından uygulanmamaktadır. Pragmatik parasal hedefleme ise, Bundesbank'ın uyguladığı parasal hedefleme stratejisidir.

Katı parasal hedefleme; enflasyon hedefi ile bir çelişki olduğunda parasal büyüme hedefine öncelik verme anlamına gelmektedir. Ancak bu öncelik, yüksek oranlı bir enflasyon değişkenliğine<sup>60</sup> neden olacaktır. Çünkü, para otoritesinin amacı, katı parasal hedefleme uygulamasıyla, parasal büyüklük hedeflerinde istikrarı sağlamak değil, parasal büyüklüklerdeki değişimleri kontrol altına alarak, enflasyondaki değişkenliği engellemektir.

Bu bağlamda Svensson'un çalışmasında elde ettiği sonuç, pragmatik parasal hedeflemenin, politika kararları için esnek enflasyon hedeflemesine<sup>61</sup> benzer bir çatı olmasının olası olduğudur. Svensson'a göre, Bundesbank'ın politikasının katı parasal büyüklük artışı hedeflemesinden çok esnek enflasyon hedeflemesi ile aynı kayıp fonksiyonuna sahip olduğu görülebilmektedir. Bu yüzden pragmatik parasal hedefleme "görünüşte enflasyon hedeflemesi" ya da "eylemde enflasyon hedeflemesi, sözde parasal hedefleme" olarak tanımlanabilmektedir. (Svensson,1999:9).

Svensson'un bu yaklaşımı, yukarıda değinilen Issing'in açıklamaları ile de tutarlıdır. Hatırlanacağı gibi Issing (1997), Bundesbank'ın parasal hedefleme stratejisi uygulamasını, geri bildirim kuralına dayalı olarak açıklamaktaydı. Bu açıklama; daha önce söz edilen, para politikasının tek bir değişken (ara hedef) ile sınırlandırılması yerine, elde edilebilir tüm değişkenlerin politika yapımında kullanılması (bilgi değişkeni) bağlamında, parasal hedefleme stratejisinin teorideki ve uygulamadaki farklılığını ortaya koymak açısından da önem taşımaktadır.

Sonuç olarak, Almanya'nın parasal hedefleme stratejisi deneyiminden şu temel noktalar elde edilebilir (Mishkin ve Posen,1997:21):

i) Almanya'nın parasal hedefleme stratejisinde, sayısal bir enflasyon amacı anahtar ögedir.

ii) Parasal hedefleme stratejisi, oldukça esnek bir biçimde uygulanmaktadır. Bu bağlamda orta dönemli enflasyon hedefinin uzun dönemli enflasyon hedefine yaklaşması, aşamalıdır.

iii) Bundesbank, parasal hedefleme stratejisi altında, döviz kuru gibi diğer değişkenleri izlediği gibi, kısa dönemde reel üretimi de dikkate almaktadır.

<sup>60</sup> Enflasyon oranlarının yukarı-aşağı dalgalanması.

<sup>61</sup> Hatırlanacağı gibi esnek enflasyon hedeflemesi, hem enflasyon istikrarı hedefine hem de üretim istikrarı hedefine önem vermektedir.



iv) Uzun dönem fiyat istikrarı amacı, sıfırdan büyük enflasyon oranı olarak tanımlanmıştır.

v) Bundesbank açısından, hedefleme stratejisinin diğer anahtar ögesi, para politikasının saydamlığına ve anlaşılabilirliğine ilişkin kamuoyuna verilen taahhüttür.

## 5.2. İsviçre (Swiss National Bank)

İsviçre Merkez Bankası (SNB), 1973'ün başlarında sabit döviz kuru sisteminin terk edilmesinin hemen ardından yeni bir strateji araştırmaya başlamıştır. O zamanlar egemen olan para politikası anlayışı, pek çok MB'nı sık sık birbiri ile çatışan, çok amaçlı politika fonksiyonlarına yöneltmekteydi.

Bu ortamda SNB, fiyat istikrarının sağlanmasında açık taahhütte bulunmuş ve ayrıca, temel amaç olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir strateji seçmiştir. SNB'in seçtiği bu strateji, para arzının büyüme hedeflerine dayanan parasal hedefleme stratejisiydi. SNB bu stratejiyi, 1999 yılının sonuna kadar uygulamış ve 1999 yılında, enflasyon öngörüsüne<sup>62</sup> dayalı bir yaklaşımı yeğlemiştir (Rich,2000:2).

SNB'in parasal hedefleme stratejisini uygulama kararı, İsviçre'nin para talebi ile ekonomik faaliyetler arasındaki istikrarlı ilişkiye işaret eden ampirik bir araştırmadan kaynaklanmaktadır<sup>63</sup>. 1974 yılının sonunda SNB, izleyen yıl boyunca M1 para stoku için bir büyüme hedefi ilan etmiştir. M1 için yıllık hedefler belirlemeye 1977'nin sonuna kadar devam edilmiştir. Kısa bir döviz kuru hedeflemesi döneminin ardından SNB, parasal hedeflemeye dayalı politika yaklaşımında, istikrarlı bir para çoğaltanının varlığından hareketle, 1979 yılının sonunda, MB parası ya da parasal taban için bir büyüme hedefi ilan etmiştir. Parasal taban, SNB'in hedef değişkeni olarak, 1980'lerin sonlarına kadar, yaklaşık yirmi yıl kullanılmıştır. 1990'larda, beş yılı içeren bir dönem için, parasal büyüklüklerin dışında döviz kurları gibi diğer değişkenleri de dikkate alan daha esnek bir parasal hedefleme stratejisi uygulanmıştır (Rich,2000:3; Laubach ve Posen,1997:37).

Almanya'ya benzer bir şekilde, İsviçre'de de parasal hedefleme stratejisinin uygulanmasında; bir nominal çığpaya duyulan gereksinim ve orta dönemli enflasyonist bekleyişlerin kırılması gerektiği yönündeki inanış belirleyici olmuştur (Laubach ve Posen,1997:4).

<sup>62</sup> Bir çeşit enflasyon hedeflemesi uygulamasıdır. Enflasyon tahminlerinden yola çıkarak, enflasyonun doğrudan hedeflenmesidir.

<sup>63</sup> Parasal hedefleme stratejisi için, istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığına ilişkin değerlendirmeler, çalışmanın son bölümünde ayrıntılı bir biçimde yer almaktadır.

1999'un sonuna gelindiğinde, SNB politika yaklaşımını bir kez daha değiştirmiş ve parasal hedeflemeye son vermiştir. Bugün SNB, enflasyon öngörülmesinin gücüne dayalı bir para politikası oluşturmaktadır. Bununla birlikte, SNB, değiştirdiği politika yaklaşımını açıkça, enflasyon hedeflemesi olarak tanımlamamaktadır. Enflasyon öngörülmesinin, şu an için politika yapımında merkezî bir rol oynuyor olmasına karşın, İsviçre'nin para politikasına yön vermede para hâlâ önemli bir role sahiptir (Rich,2000:3).

İsviçre'deki parasal hedefleme stratejisi, Almanya'da olduğu gibi, söz konusu stratejinin kamuoyuna iletilmesinde güçlü bir taahhüde dayanmaktadır. Parasal büyüklük artış oranı hedefleri, uygulanan stratejinin kamuoyuna açıklanmasında sıkça kullanılmaktadır. Bundesbank uygulamasında olduğu gibi, SNB da, MB'nin neyi amaçladığının kamuoyuna iletilmesinde yayınlarından ve MB yetkilerinin sık sık yaptığı konuşmalardan yararlanmaktadır. Gerçekte, bu iletişim mekanizması, MB'nin hesap verebilirliğinin artırılması aracı olarak görülmektedir (Mishkin,1999:15).

SNB parasal hedefleme stratejisini uyguladığı dönemde, daima nokta hedefler ilan etmiştir. SNB açısından bir hedef aralığı yerine, nokta hedefin tercih edilmesinin nedeni, hedef aralığının tutturulamaması durumunda MB'nin güven kaybının, nokta hedefin tutturulamamasına oranla, daha büyük olacağını düşünülmesidir (Laubach ve Posen,1997:39).

SNB, enflasyonun ardında yatan ana nedenin, 1970'lerde başlayan aşırı parasal genişleme olduğunu kabul ederek, fiyat istikrarını sağlamak ve korumak için, para arzındaki büyümeyi yakından kontrol etmeye başlamıştır. SNB'nin uyguladığı parasal hedefleme stratejisi şu ilkelere dayanmaktadır (Rich,2000:6-9):

i) Fiyat istikrarına ulaşılmasının ve istikrarın sürdürülebilmesinin anahtarı, sıkı para arzı kontroldür.

ii) Para politikasının etkilerinin uzun zaman gecikmeleriyle ortaya çıkması nedeniyle, SNB üretim ve istihdamdaki dalgalanmaları giderecek ince ayar (fine-tuning) uygulamalarından kaçınmalıdır. Özellikle, konjonktürü düzeltmeyi amaçlayan aktivist bir para politikasının olumlu olmak yerine daha zarar verici olması olasıdır. Bunun yerine, SNB, asıl amacı olan fiyat istikrarı paralelinde, para arzında sabit bir genişleme gerçekleştirmelidir. Ayrıca, temel amaç olan fiyat istikrarı ile çatışmayan bir üretim ve istihdam düzeyinin gerçekleştirilmesi de hesaba katılmalıdır.

iii) Fiyat istikrarının sağlanmasını ve korunmasını amaçlayan bir strateji olması bağlamında, uygulanan parasal hedefleme stratejisi pragmatiktir. SNB, temel amaçlarla bir çelişki doğduğunda, parasal hedeflerini göz ardı edebilecektir.

1999 yılının sonunda SNB, parasal büyüklükler ile temel amaç arasındaki bağı zayıflaması nedeniyle, uzun zamandır uyguladığı parasal hedefleme stratejisine son vermiştir. Bunun yerine, üç yıllık bir enflasyon öngörümlemesine dayalı bir politika uygulamaya karar vermiştir. Enflasyon öngörümlemesinin SNB'nin para politikasında merkezî bir konumda olmasına karşın, SNB bu yeni yaklaşımını "enflasyon hedeflemesi" altında isimlendirmemektedir (Rich,2000:32).

Parasal hedefleme stratejisi, bu stratejiyi uygulayan Almanya ve İsviçre açısından değerlendirildiğinde, Laubach ve Posen'e göre (1997:46), iki ülke MB açısından ortak nokta, para politikasının açıklanmasında parasal hedeflerin kullanılmış olmasıdır. Ayrıca her iki MB da, orta-uzun dönemde fiyat istikrarını temel amaç olarak kabul etmelerine karşın, kısa dönemde reel ekonominin performansını göz ardı etmemişlerdir.

Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen (1999:41), parasal hedefleme stratejisinin Almanya ve İsviçre uygulamasının, gerçekte para hedeflemesi kuralının katı bir uygulamasından çok, enflasyon hedeflemesi ve parasal hedeflemenin bir karışımı (hybrid, melez) olarak düşünülebileceğini belirtmektedirler.

Bu bağlamda, Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen' e göre (1999:42) Almanya ve İsviçre'de söz konusu stratejinin temel özellikleri şu şekilde ifade edilebilir:

i) Almanya ve İsviçre kendilerini "parasal hedefleme uygulayan ülke" olarak tanımlamışlardır ve çeşitli parasal büyüklüklerin büyüme (artış) oranlarına ilişkin hedefler, her yıl ilan edilmektedir. Bununla birlikte, enflasyon için açıklanan sayısal değerler, para politikaları açısından anahtar bir role sahiptir. Bu sayısal değerler, parasal hedeflerin elde edilmesinde kullanılmaktadır.

ii) Her iki ülkede de, parasal hedefleme stratejisi, bir "nominal çıpa" ya dayanmaktadır. Bunun ardında, kamuoyunun enflasyon beklentilerinin aşağıya çekilmesi ve politika esnekliğinin artırılabilmesi umudu yer almaktadır.

iii) Teorinin aksine parasal hedefleme stratejisi, uygulamada oldukça esnek olabilmektedir.

iv) Fiyat istikrarına ilişkin taahhüt, her iki ülkede de sıfırdan büyük bir enflasyon oranı olarak belirlenen bir hedef şeklinde tanımlanmıştır.

### **5.3. Avrupa Merkez Bankası'nın Para Politikası**

Avrupa Merkez Bankası (ECB), faaliyetlerine başladığı 1999 yılının Ocak ayından itibaren, geçiş sürecine ilişkin son derece belirsiz bir ortamda, para politikasının yürütülmesi gibi güç bir görev ile karşı karşıya kalmıştır.

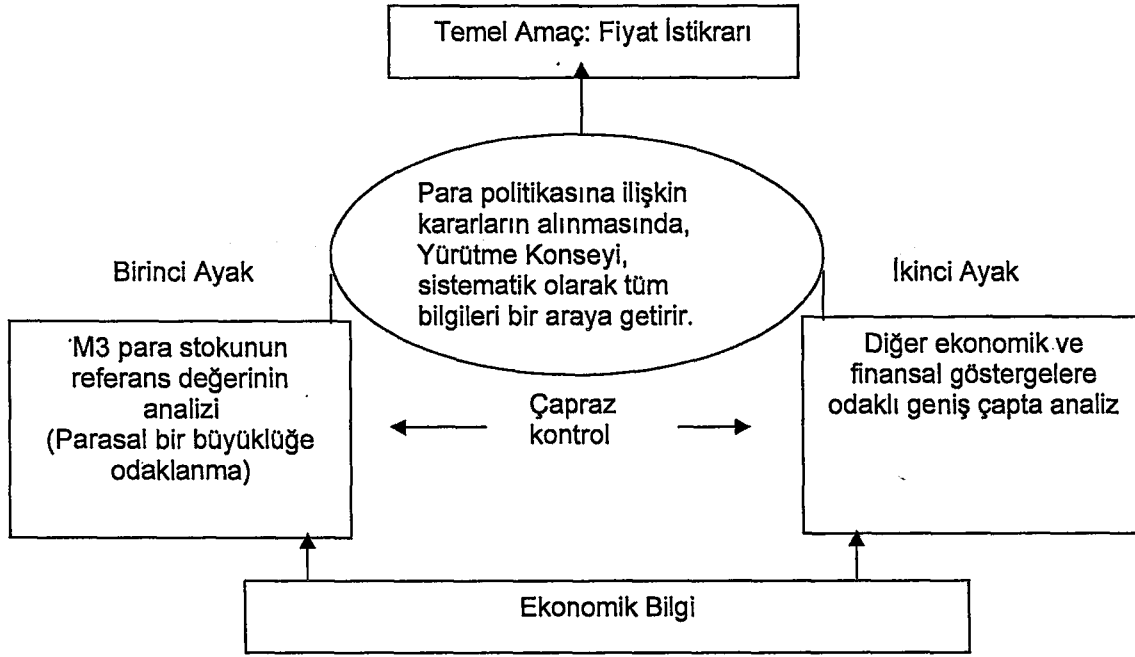
Bu dönemde ECB, daha önce Bundesbank tarafından kullanılan parasal hedefleme stratejisi ile, enflasyon hedeflemesinin bazı öğelerinden oluşan karma bir strateji uygulamaktadır (Mishkin,2001:518). Rudebush ve Svensson'a göre (1999:1) bu karma strateji, zayıf parasal hedefleme ve örtük enflasyon hedeflemesinden oluşmaktadır. Karma stratejinin zayıf parasal hedeflemeye dayanan yönü, ECB'nin, bir parasal büyüklüğü ara hedef değişkeni olarak kabul etmemekle beraber<sup>64</sup>, bu değişkenin hedef (referans) değerinden sapmalarını, kendi politika kararlarının ana ögesi olarak görmesinden kaynaklanmaktadır. Stratejinin örtük enflasyon hedeflemesine dayanması ise, enflasyon öngörüsünün ilan edilen hedef ile karşılaştırılmasının bu karma strateji içinde yer almıyor olmasıdır.

ECB'nin para politikası, fiyat istikrarının sürdürülmesi temel amacına yönelik genel bir yaklaşım olarak ifade edilebilmektedir. Aynı zamanda ECB'nin uyguladığı stratejinin ana ögesi, fiyat istikrarının tanımıdır. Bu bağlamda fiyat istikrarı, euro alanı için Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi'nde yıllık yüzde 2'nin altında bir artış, şeklinde tanımlanmaktadır (ECB;2001:37-41).

ECB'nin fiyat istikrarına dayalı para politikası, ileriye dönük bir özellik taşımakta ve aynı zamanda olası tüm bilgi ve araç setinin dikkate almaktadır. (1) nolu şekil, söz konusu stratejinin özelliklerini göstermektedir:

---

<sup>64</sup> ECB, para talebinin istikrarsız olma olasılığı nedeniyle, ara hedef uygulamasını kabul etmemektedir.



Kaynak: (ECB,2001:46)

### Şekil 1: ECB'nin İstikrar Yönelimli Para Stratejisi

ECB'nin uyguladığı stratejinin iki ayağı bulunmaktadır (Mishkin,2001:518): Birinci ayak; M3 para stoku için referans bir değer sağlayacak, parasal büyüklüğe önemli bir ağırlık vermektir. Bu, karma stratejinin zayıf parasal hedeflemeye dayanan kısmıdır. İkinci ayak ise; büyük ölçüde fiyat gelişmelerinin genel görünümüne dayalı değerlendirmelerden oluşmaktadır. Stratejinin ikinci ayağı, ECB bu görüşü açıkça paylaşmasa da, enflasyon hedeflemesine benzer özellikler taşımaktadır (Bofinger,2001:301).

Svensson'a göre (1998b:19), parasal hedefleme stratejisi ECB için uygun bir strateji değildir. Çünkü, para miktarı ile fiyatlar arasındaki ilişki, ampirik bulgulara göre, yeterince istikrarlı değildir. Bununla birlikte, M3 gibi parasal bir büyüklüğün artış oranı, ECB'nin politika kararlarında önemli bir göstergedir.

ECB'nin M3 parasal büyüklüğünü, faiz oranlarını kullanarak referans değerinde tutmaya çalışmak gibi bir girişimi olmamakla birlikte, M3'ün referans değerinden sapmalar, diğer ekonomik bilgilerle bağlantılı bir şekilde analiz edilmektedir (ECB,2001:47).

ECB'nin politika oluşum sürecinde kısa vadeli para piyasası faiz oranları parasal aktarım mekanizmasında önemli bir rol üstlenmiştir. Para otoritesi faiz

oranlarını belirleyerek, ekonomiyi ve sonuçta fiyat düzeyini çeşitli yollardan etkileyebilmektedir.

Bu bağlamda, fiyat istikrarını sağlayacak para piyasası faiz oranını belirleyecek operasyonel çatı ve uygun parasal strateji, para politikasının yürütülmesinde ağırlıklı öneme sahip olmaktadır (ECB,2001:59).

Sonuç olarak, parasal hedefleme stratejisine ilişkin bu üç uygulama örneği, parasal hedefleme stratejisinin enflasyon hedeflemesine benzer bir şekilde, esnek bir yapıda uygulandığını göstermektedir. Uygulama örneklerinin ortak özelliği, politika yapım ve uygulama sürecinde, parasal büyüklüklerin son derece önemli olmasıdır.

Aslında diğer hedefleme stratejileri açısından da, parasal büyüklüklerin karar mekanizmalarında son derece önemli bir bilgi kaynağı olduğu görülmektedir<sup>65</sup>. Bu bağlamda, belki de tartışılması gereken nokta, parasal büyüklük değişkeninin enflasyonun tek belirleyeni olup olmadığıdır. Laidler'e göre (1999:26), para politikasında; parasal büyüklüklerin ya da para arzındaki büyüme oranını verecek herhangi bir değişkenin artış oranını kullanmak uygun ve temel amaca ulaşmada yardımcı bir uygulamadır. Ancak, söz konusu değişkenler, 1970'li yılların parasal hedefleme stratejisi uygulamalarında olduğu gibi, para politikasının tek hedefi olarak kullanılmamalı, temel çıpası enflasyon olan bir stratejide tamamlayıcı bir ara hedef değişken (bilgi, gösterge değişkeni vb) olarak kullanılmalıdır. Çünkü para arzı, uzun dönemde enflasyonun tek belirleyicisi değildir. Ancak aktarım mekanizmasındaki yeri önemlidir.

Laidler'in açıklamalarında da ifade edildiği gibi, enflasyon hedeflemesi önerilen bir strateji olmasına karşın Svensson'a göre (1998b:18), parasal hedefleme stratejisine yönelik son dönem ilginin kaynağı, Bundesbank'ın enflasyonu kontrol etmedeki olağanüstü başarısı ve ECB'nin parasal hedefleme stratejisine verdiği önemdir. Bu nedenle, 1990'lı yıllardan başlayarak bugüne dek, parasal hedefleme stratejisinin, belli dönemler dışında, Türkiye'de hâlâ yeğlenen bir strateji olması, belki bu gerekçe ile açıklanabilir. Belki bu yeğlemenin ardında, enflasyon hedeflemesi dışında uygulanabilecek bir alternatifin kalmaması ve enflasyon hedeflemesine geçişin ön koşullarının hâlâ sağlanamamış olması da yatıyor olabilir.

<sup>65</sup> Bu bağlamda, parasal büyüklüklerin, para politikasının uygulanması ve değerlendirilmesi açısından rolüne ilişkin tartışmalar için bkz. Brunner (1968) ve McCallum (1999).



Bu bağlamda, Türkiye'de uygulanan para politikalarının parasal hedefleme stratejisi açısından değerlendirilmesi, çalışmanın ikinci bölümünün konusunu oluşturmaktadır. Ancak, ikinci bölüme geçmeden önce, birinci bölümün genel bir değerlendirmesi yapılacaktır.

## 6. DEĞERLENDİRME

Parasal hedefleme stratejisi bir enflasyonla mücadele stratejisidir. Çünkü, enflasyon, yarattığı belirsizlik nedeniyle, ekonomik birimlerin karar mekanizmalarını ve geleceğe ilişkin davranışlarını olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle, enflasyonu önlemeye çalışan bu stratejinin temel amacı, fiyat istikrarıdır.

Fiyat istikrarına kısa dönemde ulaşılamaz. Çünkü, düşük ve öngörülebilir bir enflasyon oranını ifade eden fiyat istikrarı bağlamında, enflasyona yol açan ögeler orta ve uzun dönemde kontrol altına alınabilir ögelerdir. Bu nedenle, fiyat istikrarı, uzun dönemli bir amaçtır.

Bununla birlikte, para politikalarının yürütülmesinde MB'ları, fiyat istikrarına katkı sağlayacak olan finansal piyasaların istikrarlı kılınması ve istikrarlı bir reel sektör gibi daha kısa dönemli amaçları da gözetebilirler. Bu açıdan parasal hedefleme stratejisi, kısa dönemde finansal piyasaların istikrarını gözeterek, uzun dönemde fiyat istikrarını sağlamada etkin bir strateji olarak kullanılabilir.

Parasal büyüklüklerin ara hedef olarak kullanıldığı parasal hedefleme stratejisi, kurala bağlı bir strateji olma bağlamında, para otoritelerinin temel amaçtan sapmalarını engellemekte, böylece zaman tutarsızlığı sorununun yaratacağı enflasyonist eğilimlerin önüne geçmektedir.

Daha önce de belirtildiği gibi, parasal hedefleme stratejisinin önemi, parasal büyüklüklerdeki kısa dönem istikrarsızlıkları gidermede ve para arzının kontrolü yoluyla enflasyonu kontrol etmede etkili bir strateji olmasından kaynaklanmaktadır.

Bu bağlamda, enflasyonun kontrolüne odaklanan parasal hedefleme stratejisi; para politikasının uygulanmasında ara hedef olarak kullanılan parasal büyüklüğün taşıdığı bilginin güvenilir olması, kamuoyunun enflasyon beklentilerine rehberlik edecek parasal bir büyüklük hedefinin ilanı, parasal hedeflerin ilan edilen hedeflerden sistematik ve büyük oranlı sapmalarını engelleyecek hesap verebilirlik mekanizmasına sahip olması gibi temel özellikler içermektedir.

Bununla birlikte, geleneksel ya da modern hangi para politikası yaklaşımı olursa olsun, para politikası araçlarıyla amaçlar arasındaki teorik ilişki, aktarım

mekanizması aracılığıyla kurulmaktadır. Bu bağlamda, enflasyonun temel belirleyicisinin para arzındaki değişme olduğunu gösteren miktar teorisi; enflasyonla mücadelede (temel amaç), bir parasal büyüklüğün artışının (para arzı büyümesi) kontrolünü hedefleyen parasal hedefleme stratejisinin dayandığı aktarım mekanizmasıdır. Ancak, miktar teorisine dayanan parasal hedefleme stratejisinin uygun bir strateji olabilmesi için, aktarım mekanizmasının politika aracından hedef değişkene (para arzı artışı), daha sonra da hedef değişkenden temel amaca (enflasyon) yönelik olması gerekir. Bu durumda, para arzı artışının ifade ettiği parasal büyüme, enflasyonun tek belirleyicisidir. Aslında bu, açıklayıcı değişkenin para arzı olduğu istikrarlı bir enflasyon denkleminin ve istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığını gerektiren parasal hedefleme stratejisinin uygulanabilme koşullarından birisini de ifade etmektedir.

Sonuçta teorik olarak, parasal hedefleme stratejisinin şu üç temel özelliği içerdiği söylenebilir; i) Enflasyonun düşürülmesini amaçlayan, bununla birlikte kısa dönemde üretim istikrarını da dikkate alan, para arzı artışının kontrolünü öngören bir para programının varlığı, ii) Bekleyişlerin enflasyon üzerindeki etkisini göz önünde bulunduran, bununla birlikte para miktarının fiyatlar genel düzeyini doğrudan etkilediğini ancak ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisinin görece az olduğunu ifade eden miktar teorisinin, temel aktarım mekanizması olduğunun kabulü ve iii) Fiyat istikrarının sağlanmasında, paranın ve para politikasının önemli bir rolü olduğunun kabulünü içeren politika yapım süreci.

Özetle; uzun dönemde temel amacı fiyat istikrarı olan ve bunu açıkça kamuoyuna duyuran, bununla birlikte temel amacı ile çelişmediği sürece kısa dönemde finansal piyasaların ve/veya üretimin istikrarına da önem veren, ara hedef olarak para arzı değişkenini, operasyonel hedef olarak parasal taban gibi bir parasal büyüklüğü ya da gecelik faiz oranları gibi kısa vadeli faiz oranlarını kullanan iki aşamalı hedefleme stratejisi, parasal hedefleme stratejisidir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİ BAĞLAMINDA 1990 SONRASI TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Bilindiği gibi, ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi amaçlara ulaşabilmek için, ekonomik faaliyetlerin etkilenmesine yönelik alınan kararlar bütünü para politikası olarak tanımlanmaktadır. Para politikalarının uygulanmasından sorumlu kuruluşlar merkez bankalarıdır. Bu bağlamda, Türkiye'de para politikaları Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından yürütülmektedir.

Para politikası uygulamalarının başlıca dört bileşeni vardır. Bu dört bileşen para politikası uygulamalarının başarısının ve sonuçlarının görülüp değerlendirilmesini sağlamaktadır. Bunlar; temel amaç, ara hedef, bu hedefe ulaşmada kullanılacak araçlar ve bunları uygulama yollarıdır (Erçel,1996:5).

Erçel'e göre (1996:5-6), para politikaları oluşturulurken iki türlü amaç gözetilmektedir: Birincisi, MB'lerinin orta veya uzun dönemli bir amacı olmalıdır. Bu konuda oluşan fikir birliği, MB'lerinin orta dönemli amacının yalnızca fiyat istikrarının sağlanması gereğidir. Fiyat istikrarının temel amaç olarak seçilmesinin tek nedeni, bu amacın para politikası uygulamalarıyla ulaşılabilecek bir amaç olmasıdır. İkincisi, MB bir ara hedef belirlemelidir. Bu bağlamda, ara hedef olarak seçilecek değişken bazı ölçütlere uymalıdır: Bu değişkenin temel amaçla tutarlı ve istikrarlı bir ilişkisi olmalıdır. Ayrıca, seçilen ara hedefin, MB'nin kontrol edebileceği bir değişken olması gerekmektedir. Son olarak, ara hedef olarak seçilen değişkenin, hedeflenen değerine nasıl ulaşılacağı açık olmalıdır.

Bu ölçütleri sağlayan pek çok potansiyel ara hedef adayı değişken vardır. MB'nin uygulayacağı strateji, bunlardan hangisinin hedef olarak seçileceğini belirler. Bu değişkenler; parasal büyüklükler, döviz kuru ve faiz oranıdır.

Bu bağlamda TCMB'nin politika uygulamaları açısından kullandığı ara hedef değişkenler, parasal büyüklükler gibi miktar değişkenleri ile faiz ve döviz kuru gibi fiyat değişkenleri olmak üzere iki grupta incelenebilmektedir.

Bu çalışmada parasal hedefleme bağlamında Türkiye'de uygulanan para politikalarına ilişkin inceleme dönemi 1990 sonrası içerir. Çünkü TCMB'nin ilk para programı ilanı 1990 yılında gerçekleşmiştir (Emir, Karasoy ve Kunter,2000:3). Ayrıca 1990'lı yıllar, para politikası uygulamaları açısından MB'lerinin amaçlarının ve işlevlerinin önemli ölçüde değiştiği yıllardır. Özellikle, finans piyasalarının gelişmesi, MB'lerinin amaçları açısından; geçmişte kamu

harcamalarını finanse etmek, hükümete danışmanlık yapmak ve son ödünç veren olmak gibi ön planda olan amaçlardan, parasal istikrarın sağlanması ve finansal istikrarın korunması gibi amaçlara yönelişi ortaya çıkarmıştır (Erçel,1999a:3).

Aslında TCMB'nin para programına ilişkin ilk deneyimi 1986 yılındadır. 1986 yılındaki ilk program kamuoyuna duyurulmamış, TCMB'nin kendi bünyesinde kullanılmıştır. 1986 para programında hedef değişken olarak M2 para arzı seçilmiş ve bir ekonometrik model içinde program hedefleri değerlendirilmiştir. Benzer bir model, 1987 ve 1988 para programlarında da benimsenmiş, yine bu yıllardaki programlar kamuoyuna duyurulmamıştır. Bununla birlikte, hedeflenen ve gerçekleşen değerler arasında çok büyük farklılıklar olması ve finansal sisteme ilişkin yapısal değişikliklerin gerçekleşmemesinin modelin başarı şansını oldukça azaltması, söz konusu yılları içeren bu modelin politika kararlarında kullanılamayacağını göstermiştir. Daha sonra MB'nin para politikasını yürütmeye karşılaştığı yapısal ve kurumsal bir takım kısıtlamaların giderilmesi, modellemede önem taşıyan istatistiksel düzenlemelerin gerçekleştirilmesi ve 1989 yılında finansal sisteme yönelik yapısal düzenlemelerin çoğunun tamamlanmasıyla TCMB, belirlediği yeni kurallar altında 1990 yılında para programını kamuoyuna duyurmuştur (Ersel ve İskenderoğlu,1993:112).

1990 sonrası para politikası uygulamalarını bu gelişmeler bağlamında değerlendirmeden önce, 1990 yılında para programının kamuoyuna duyurulabilmesine olanak tanıyan yeniliklere kısaca değinmek gerekir: 1985-89 dönemi finansal açıdan yenilik ve yeniden yapılanma, serbestleşme dönemi olarak adlandırılabilir. Bu dönemde bir ekonomik programın parçası olarak finansal sistemde önemli reformlar gerçekleştirilmiştir. Özellikle, maliye politikası ve para politikası açısından en önemli yenilik Hazine'nin ihale sistemi ile borçlanmaya başlamasıdır. Bu, piyasalaşmanın ilk adımı olmuştur. Daha sonra, sırası ile MB bünyesinde bankalararası para piyasası, döviz ve efektif piyasaları gibi piyasalar oluşturulmuştur. Faizlerin üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve konvertibiliteye geçiş, bu yenilenmenin önemli parçalarındandır. Ayrıca, sermaye hareketlerinde serbestleşmeye doğru ilk adımlar atılmaya başlanmış ve 1991'de de sermaye hareketleri tümüyle serbest bırakılmıştır (Erçel,1996:9).

Türkiye'de TCMB'nin ilk dönemlerde uygulamaya koyduğu para programları, GSMH büyümesi ya da enflasyon oranı gibi bir makro ekonomik büyüklüğün hedeflenmesinden çok, MB bilançosuna yeni bir düzen getirmek ve yayımlanmaya

başlanan Analitik Bilanço'ya hedef koyarak öncelikle bilanço yapısını düzeltmek amacıyla hazırlanmıştır (Özey,1997:72). Çünkü, kendi bilançosunu kontrol edemeyen bir MB'nin, ekonomideki geniş tanımlı parasal büyüklükleri<sup>66</sup> kontrol etmeyi amaçlaması olanaklı değildir. Dolayısıyla, ilk amaç, MB'nin kendi bilançosunu kontrol altına alabilmesi, bilançosundaki işlemleri denetleyebilmesi ve kendi bilançosu ile ilgili hedefleri saptayabilmesi olmalıdır (Parasız,1998b:222). Bu açıdan, TCMB'nin uyguladığı para politikalarının parasal hedefleme bağlamında değerlendirilmesinde, etkili bir para politikası için MB'nin kendi bilanço büyüklüğünü ve bileşimini kontrol edebilmesi gerekliliği dikkate alınmalıdır. Çünkü, TCMB, ekonomik hedeflerin gerçekleştirilmesi için kullandığı para politikasını esas olarak bilançosu aracılığıyla uygulamaktadır. Bu açıdan para politikası, MB'nin toplumun diğer kesimlerine olan yükümlülüklerini ifade eden bilançosunun pasif kalemlerini değiştirmek yoluyla, iktisadî faaliyetlerin gidişini etkileyebilmesine dayanmaktadır. Dolayısıyla, etkin bir para politikası yürütülebilmesi için, TCMB'nin öncelikle kendi bilanço büyüklüğünü ve kompozisyonunu denetleyebilmesi gerekmektedir (Keyder,2002:201 ve 207).

TCMB'nin para programı uygulaması, para miktarı büyüklüklerinden hareket eden bir parasal stratejiye, bir başka deyişle, ülke için anlamlı olduğu düşünülen parasal büyüklüklerin düzeyini yönlendirerek milli geliri ve dolayısıyla fiyatlar genel düzeyini öngörüldüğü şekilde kontrol etmeye dayalıdır (Paya,1998:161). Bu bağlamda, izleyen kısımda ele alınacak para politikaları TCMB'nin temel amacı, seçtiği ara ve operasyonel hedef değişken, kullandığı para politikası aracı ve hedeflere ulaşıp ulaşılamaması açısından kamuoyuna duyurulan para programları özelinde, MB'nin bilançosuna ilişkin öncelikleri de göz önüne alınarak, değerlendirilmektedir.

## 1. 1990 YILI PARA POLİTİKASI

Para politikası uygulamaları açısından 1990'lı yıllar önceki yıllara göre önemli farklılıklar içermekle birlikte, para politikasındaki temel değişim 1986'dan sonra görülmektedir. 1986 yılından önceki sistemde, enflasyonun parasal bir olgu olduğu yaklaşımından hareketle, para arzını kontrol mekanizması, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapılarını ve harcamalarını doğrudan etkileyerek, özel sektörün

<sup>66</sup> Geniş tanımlı parasal büyüklükler ile M1, M2, M3 gibi para arzı tanımları ifade edilmektedir. Bilançodan elde edilen rezerv para, parasal taban, MB parası ve toplam iç yükümlülükler gibi büyüklükler ise dar tanımlı parasal büyüklükler olarak kabul edilmektedir.



kredi ve devletin borçlanma taleplerini kontrol etmeye yönelik olarak işlemekteydi<sup>67</sup>. Kamu finansman gereğinin MB kaynaklarından karşılanması, para politikasını bütçe politikasına bağımlı kılmaktaydı. Bu bağlamda özel kesimin kredi talebi ticari bankalardan, öncelikli talepler ise, reeskont mekanizması aracılığıyla karşılanmaktaydı. Bu nedenle, 1986 yılı, para politikası uygulaması açısından bir geçiş döneminin başlangıcını ifade etmektedir. Bu yeni dönemin temel özelliği, bankacılık sisteminin toplam rezervlerinin kontrolüne dayalı bir para politikası uygulanmasını içermesidir (Kesriyeli;1997:8-9). Bu uygulama, bankacılık sisteminin toplam rezervleri ile para arzı arasındaki ilişkinin güçlü ve istikrarlı olduğuna dayanmaktadır<sup>68</sup>.

1989 yılı para politikası, 1986-1988 dönemini içeren iki program denemesinin ardından, MB bilanço büyüklüğünün parasal gelişmeler üzerindeki etkisi dikkate alınarak, bu büyüklüğün kontrol altına alınmasına yöneliktir. 1990 yılına gelindiğinde ise, en önemli gelişme, TCMB'nin uyguladığı para politikasının ayrıntılarını kamuoyuna açıklayarak, para programını ilan etmesidir.

1990 yılı programında asıl amaç, MB bilançosunu düzenlemek ve sağlıklı bir yapıya kavuşturmak olarak belirtilmiş ve 1990 yılı para programı hedefleri, dönemin TCMB Başkanı tarafından bir brifing ile kamuoyuna açıklanmıştır. Bu brifingde, salt 1990.yılı bilanço büyüklükleri için hedefler konulmadığı, gelecek beş yıllık dönemi de kapsayan bir planlama yapıldığı dikkati çekmektedir (Özey,1997:74).

Bu bağlamda, 1990 yılı para programını; programın orta dönemli (beş yıllık) hedefleri ve MB'nin 1990 yılı hedefleri olarak düşünmek olasıdır. Programın orta dönemli hedefleri; toplam bilançonun büyümesini kabul edilebilir ölçülerde tutarak bilanço yapısını iyileştirmek ve kur riski oranını düzelterek, MB'nin döviz pozisyonundan kaynaklanan zararı minimum kılmak şeklinde ortaya konmuştur (Keyder,2002:109). TCMB'nin 1990 yılına ilişkin hedefleri ise TCMB bilançosundan

<sup>67</sup> Geleneksel para politikası, bankaların kredi limitlerini doğrudan etkileyerek özel ve kamu sektör harcamalarını kontrol etmeyi amaçlıyordu. Bir başka deyişle, para politikası büyük ölçüde zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi ile yürütülmekteydi. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG), genel olarak MB tarafından finanse ediliyordu ki bu, para politikasının maliye politikasına tabi olduğu anlamına geliyordu. Özel sektör kredi talebinin, kontrollü faizlerle, kredi veren mevduat bankalarıyla ve öncelikli sektörlerle otomatik olarak kredi sağlayan reeskont olanaklarıyla karşılandığı bir finansal yapıda, para arzı büyük ölçüde toplam kredi talebi tarafından belirlenmekteydi (Erçel,1999b).

<sup>68</sup> Bu bağlamda öncelikli araç, bir başka deyişle operasyonel hedef olarak kısa vadeli faiz oranları önem kazanmıştır. Kısa vadeli faizleri etkilemek için, bir para politikası aracı olarak API, MB tarafından yoğun olarak kullanılmaya başlamıştır. Sonuçta, kısa vadeli faizlerin değiştirilmesi yolu ile toplam rezervlere, dolayısıyla da para politikalarına yön verilmesine dayalı bir politika ağırlık kazanmıştır (Erçel,1999a:4).



seçilmiş kalemlerden oluşmaktadır. Bunlar; MB parası, toplam iç varlıklar, toplam iç yükümlülükler ve MB bilançosunun toplam büyüklüğü kalemleridir<sup>69</sup>.

1990 yılı para programı, konulan hedeflere ulaşıp ulaşılmadığı açısından değerlendirilecek olursa, MB'nin toplam iç varlıklarının ve toplam iç yükümlülüklerinin hedeflenen sınırlar içinde kaldığı, bilanço büyüklüğünün üst sınırı aştığı, MB parasının ise hedef koridorunun alt sınırında kaldığı, aşağıdaki tablo yardımıyla da görülmektedir:

**Tablo 8 : 1990 Yılı Para Programı (Hedefler ve Gerçekleşmeler)**

MB Hedef Değişkenler		29/12/1989	1990 Yılı Hedefi	28/12/1990
MB Bilançosu	Trilyon TL	49	55-60	60.8
	Yıllık % değ.	30	12-22	24.1
Toplam İç Yükümlü.	Trilyon TL	28.3	32.5-35.5	34.4*
	Yıllık % değ.	41.6	15-25	21.6*
Toplam İç Varlıklar	Trilyon TL	31	33-36	34.7*
	Yıllık % değ.	16	6-16	11.9*
MB Parası	Trilyon TL	18.5	25-27.5	23.5
	Yıllık % değ.	59	35-48	26.6

\* Gerçekleşen değerin, hedef değerlerin arasında kaldığını ifade etmektedir.

**Kaynak:** (Yıllık Rapor,1990:32)

1990 yılı para programı hedeflerinin tutturulabilmesinde en önemli nokta, MB'nin kendi iç kredilerini denetim altına alabilmiş olmasıdır. Türkiye'nin 1990 yılında, uluslararası finans piyasalarından sağladığı kaynakları arttırabilmesi, KKBG<sup>70</sup>'nin artmasına karşın, Hazine'nin nakit gereksinimini MB kaynaklarına gerek duymadan piyasadan sağlamasına yardımcı olmuştur. Bu da, MB'nin kamuya açılan krediler kalemi üzerindeki artış baskısını sınırlandıran ve program hedeflerine ulaşmayı kolaylaştıran bir gelişmedir (Yıllık Rapor,1990:32).

1990 yılı para politikası temel amaç, ekonomik karar alma süreçlerinde referans olarak alınan büyüklükleri ifade etme anlamında seçilen hedef değişken, bir

<sup>69</sup> 1990 yılı program tanımlarına göre; **MB Parası**=Emisyon+Bankalar Zorunlu Karşılıklar+Bankalar Mevduatı+Fon Hesapları+Banka Dışı Kesimin Mevduatı+APİ+Kamu Mevduatı (Hazine+İktisadî Devlet Teşekkülleri), **Toplam İç Varlıklar**=Nakit İşlemler (Kamuya açılan nakit krediler+Bankalara açılan nakit krediler+Diğer kalemler)+Değerleme Hesabı, **Toplam İç Yükümlülükler**=MB Parası+Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat (Hazine Mevduatı+İktisadî Devlet Teşekkülleri+Fonlar+Banka dışı kesim)+Bankaların Döviz Mevduatlarından oluşmaktadır (Yıllık Rapor,1990).

<sup>70</sup> KKBG, basit bir biçimde kamu açıklarının Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'ya oranı olarak tanımlanabilir.

başka deyişle, nominal çıpa, kullanılan araç değişken, yani operasyonel hedef ve para politikası aracı açısından şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 9 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1990 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)*	Operasyonel Hedef	Para Politikası Aracı
Bilançonun yeniden yapılandırılması ve bilanço büyüklüğünün kontrolü	<ul style="list-style-type: none"><li>• MB Bilançosu</li><li>• Toplam İç Yüküm.</li><li>• Toplam İç Varlıklar</li><li>• MB Parası</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• MB'nin kamu kesimine açtığı kredilerin sınırlandırılması</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• API</li><li>• Reeskont politikası</li></ul>

\* Para politikası uygulama sürecinde, parasal büyüklükler operasyonel hedef olarak kullanılabilirdiği gibi, temel amaç ile uyumlu bir ara hedef olarak da kullanılabilir.

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

1990 yılında MB'nin, temel amacı olan bilançosunun yeniden yapılandırılması ve bilanço büyüklüğünün kontrolünün sağlanmasında, temelde Hazine ile ortak hareket ettiği görülmektedir. Hazine'ye açılan kısa vadeli avansın, yıl içi limitleri aşmaması ve daha önce kamu kesimine avans şeklinde verilen destekleme ve ihtisas kredilerinin reeskonta kabul edilir hale dönüştürülmesiyle, MB'na hareket serbestisi sağlanmıştır<sup>71</sup>. Reeskont politikasının, orta ve uzun vadeden kısa vadeye çekilmesi ile birlikte MB, para politikası uygulamaları için gerekli esnekliği kazanmıştır.

Parasal hedefleme stratejisinin parasal büyüklüklere dayandığı dikkate alındığında, MB bilanço büyüklüklerine sınırlar getiren ve beş yıllık bir dönemi içeren 1990 yılı para programı uygulaması, bir parasal hedefleme stratejisi olarak adlandırılabilir. Bu bağlamda, MB bilançosundan elde edilen parasal büyüklüklerin para arzının kontrolündeki önemine değinmek gerekmektedir. Para arzının artış kaynağına bakıldığında; MB'nin doğrudan kontrolü altında olan rezerv para, parasal taban ya da MB parası gibi parasal büyüklükler ile MB'nin doğrudan kontrolü altında olmayan ancak kısa vadeli faiz oranları yoluyla etkileyebildiği para çoğaltanı dikkati çekmektedir<sup>72</sup>. Bu nedenle, temel amacı bilançosunun büyüklüğünü kontrol altına almak olan bir MB, doğrudan kontrolü altında olan parasal büyüklükleri ara hedef olarak seçmektedir.

Uygulanan stratejinin etkili olup olmadığının değerlendirilmesinde, enflasyonist baskı yaratılmaması için, para arzındaki artışın, nominal GSMH

<sup>71</sup> Kamu kesimine avans şeklinde verilen destekleme ve ihtisas kredilerinin reeskonta kabul edilir hale dönüştürülmesi ile MB, kredileri uzun vadeden kısa vadeye çekmeyi ve bu kalemi kontrol etmeyi amaçlamıştır.

<sup>72</sup> Bkz. Birinci Bölüm, para arzının oluşum sürecine ilişkin değerlendirme, ss.33-34.

artışının altında olması gerektiği gibi bir ölçüt dikkate alınacak olursa; 1990 yılı sonu itibariyle nominal GSMH'daki artışın yüzde 68, buna karşılık geniş tanımlı parasal büyüklük olan M2 para arzındaki artışın yüzde 43.2 olduğundan hareketle, para programının bilanço büyüklüklerini kontrol etmede başarılı olduğu söylenebilir.

Sonuç olarak 1990 yılı para programının, bilanço büyüklükleri ve alt dağılımlarının düzenlenmesi dışında bir hedef içermediği, üzerinde asıl durulan konunun, bilançonun anlamlı ve parasal kesim için önem ifade eden bir araç haline getirilmesi olduğu söylenebilir. Bu bağlamda, ancak söz konusu amaca ulaşılması durumunda, bilançodan elde edilecek parasal büyüklükler ara hedef ya da operasyonel hedef olarak kullanılarak makro ekonomik hedeflere yönelik programlar kamuoyuna duyurulabilecektir (Özey,1997:79).

## **2. 1991 YILI PARA POLİTİKASI**

1990 yılının ardından Körfez Savaşı'nın gündemi belirlemesi sonucu, 1991 yılı para politikası uygulamaları açısından zor bir yıl olmuştur. Yıl içinde Hazine'nin, piyasalardan borçlanmada zorlandığı anlarda MB kaynaklarına başvurması ve ayrıca, kamu finansman açığının denetim altına alınamayışı, parasal büyüklüklerin denetimini zorlaştırmıştır. Bu durum, 1990 yılının aksine kamuoyuna yönelik bir para programı ilanını olanaksızlaştırmıştır. Bu açıdan 1991 yılı para politikası temelde, rezervlerde büyük kayba yol açmadan kurlar üzerinde anormal bir baskı yaratılmasını önlemeye çalışmak olmuştur (Yıllık Rapor,1991:28).

Körfez Savaşı, hükümet değişikliği ve daha sonra yapılan erken seçimin yarattığı belirsizlik ortamı nedeniyle, ana çerçevesi 1990 yılı para programında ilan edilen orta dönemli hedeflerde sapmalar görülmüş, bu nedenle, kamuoyuna açıklanan herhangi bir hedef olmamıştır. Ancak, TCMB bir önceki program doğrultusunda, bilanço büyüklüğünü izlemeyi sürdürmüştür. Böyle bir ortamda MB, para programı ilan etmek yerine Türk lirası ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaç edinmiştir (Kesriyeli,1997:23).

1991 yılındaki parasal gelişmeler incelendiğinde, bilanço büyüklüğünün yüzde 58.9 artarak 96.6 trilyon TL'na ulaştığı, MB parasının bilanço içindeki payının ise 1990'daki yüzde 38.7 düzeyinden yüzde 44.3'e çıktığı gözlenmiştir. Bu oranın 1991 yılı hedefi olan yüzde 52.7'nin altında kalmasına karşın, 1990 yılı değerinin üzerinde gerçekleşmesi, 1991 yılında MB parasındaki artışın bilanço artışının üzerinde olduğunu göstermektedir (Yıllık Rapor,1991:29).

Kamuoyuna ilan edilmemekle birlikte 1991 yılı raporunda belirtildiği üzere, bazı büyüklüklere ilişkin iç hedefler<sup>73</sup> ve gerçekleşen değerler şöyledir (Yıllık Rapor,1991:29-31):

**Tablo 10 : 1991 Yılı Para Politikası (Bazı Büyüklüklere İlişkin İç Hedefler ve Gerçekleşmeler)**

İzlenen Değişkenler	İç Hedef (Yüzde)	Gerçekleşme (Yüzde)
(MB Parası/MB Bilançosu) <sup>a</sup>	52.7	44.3
(İç Döviz Yük./MB Bilançosu) <sup>b</sup>	12	15
(Emisyon/MB Parası) <sup>c</sup>	21	28.2
Dış Varlıklar	42	40.9
<p><sup>a</sup> MB parasının bilanço içindeki payını göstermektedir.  <sup>b</sup> İç döviz yükümlülüklerinin bilanço içindeki payını göstermektedir.  <sup>c</sup> Emisyonun MB parasındaki payını göstermektedir</p>		

**Kaynak:** (Yıllık Rapor,1991)'den yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

TCMB bilançosunun pasifine bakıldığında, MB parasının orta dönemli hedefler doğrultusunda, Toplam İç Yükümlülükler kaleminden daha hızlı büyüdüğü görülmektedir. Diğer bir deyişle, MB yurt içine olan döviz yükümlülüklerinin bir kısmını daha TL cinsinden yükümlülüklerle dönüştürmüştür. Ancak, söz konusu dönüşüm, orta dönemli hedeflerin gerektirdiği ölçüde olmamış, tablo 10'dan da görüldüğü üzere, döviz yükümlülüklerinin bilançoya oranı yüzde 15 olarak gerçekleşmiştir. 1990 yılındaki orta dönemli hedefler doğrultusunda bilançodan seçilen, ancak 1991 yılında kamuoyuna duyurulmayan hedef değişkenlerin gerçekleşen değerleri aşağıdaki tabloda görülmektedir:

**Tablo 11 : 1991 Yılı Para Politikası (Gerçekleşmeler)**

MB Hedef Değişkenler		Yıl Sonu
MB Bilançosu	Yıllık % değ.	58.9
Toplam İç Yükümlülükler	Yıllık % değ.	66.6
Toplam İç Varlıklar	Yıllık % değ.	64.3
MB Parası	Yıllık % değ.	82.6

**Kaynak:** (Emir, Karasoy ve Kunter,2000:10)'dan yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

<sup>73</sup> İç hedefler kavramı; TCMB'nin kamuoyuna duyurmadığı ancak kendi bünyesinde izlediği değerleri ifade etmek amacıyla tarafımdan kullanılmıştır.

1991 yılı M1, M2 gibi geniş tanımlı parasal büyüklükler açısından değerlendirildiğinde, bu büyüklüklerin artış hızlarında 1990 yılında bir yavaşlama görülmesine karşın, 1991 yılında para programı yapılamadığından, bu büyüklüklerin artış hızında 1990 yılına göre bir yükselme görülmektedir. Örneğin 1990 yılında M2 para arzında bir önceki yıla göre artış yüzde 43.8 iken, 1991 yılında artış yüzde 60.6 olmuştur (Yıllık Rapor,1991:33). Geniş tanımlı parasal büyüklüklerin 1991 yılında tekrar artış eğilimine girmesi, bilanço büyüklüklerinin de tam olarak kontrol altına alınamadığının bir göstergesi olarak yorumlanabilir.

1991 yılında bir para programı uygulanmamış olmasına karşın, beş yıllık bir dönemi içeren 1990 yılı program hedefleri dikkate alındığında 1991 yılı para politikası; temel amaç, ekonomik karar alma süreçlerinde referans olarak alınan büyüklükleri ifade etme anlamında seçilen hedef değişken, bir başka deyişle nominal çıpa, kullanılan araç değişken yani operasyonel hedef ve para politikası aracı açısından şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 12 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1991 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)*	Operasyonel Hedef	Para Politikası Aracı
TL ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumak ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol etmek	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MB Bilançosu</li> <li>• Toplam İç Yüküm.</li> <li>• Toplam İç Varlıklar</li> <li>• MB Parası</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rezerv para**</li> <li>• Faiz</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• API</li> <li>• Reeskont politikası</li> </ul>
<p>* Para politikası uygulama sürecinde, parasal büyüklükler operasyonel hedef olarak kullanılabilir gibi, temel amaçla uyumlu bir ara hedef olarak da kullanılabilir.   ** 1990 yılı tanımına göre Rezerv Para=(Emisyon+Bankalar Zorunlu Karşılıkları+Bankalar Mevduatı+Fon Hesapları+Banka Dışı Kesimin Mevduatı) toplamından oluşmaktadır.</p>			

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

MB bilançosundan elde edilen parasal büyüklüklere sınırlama getirilmesi anlamında, parasal hedefleme stratejisini orta dönemli bir program dahilinde uygulamaya devam eden MB, ekonomideki belirsizliklerin yanı sıra, kamu açığının finansmanı sonucu oluşan aşırı likiditenin para piyasalarına yansımalarını engellemek için, para politikası aracı olarak API'den geniş ölçüde yararlanmıştır. Bilindiği gibi API, piyasaya dayalı bir para politikası aracıdır ve MB'nin kısa sürede pozisyon alarak, piyasanın gereksinimine göre parasal rezervleri ve parasal göstergeleri kontrol etmesi temeline dayanmaktadır. Bu bağlamda, sisteme çıkan likidite fazlasının dövize ya da mal ve hizmet piyasalarına yönelerek, fiyat artışlarını körüklememesi için doğrudan satış ve ters repo işlemleri yoğun olarak

kullanılmıştır<sup>74</sup>. Ancak, kamu finansman açığının MB üzerindeki baskısı, söz konusu orta dönemli hedeflerden sapılmasına ve bu nedenle, yalnızca finansal istikrarı sağlamaya yönelik kısa dönemli bir politika uygulanmasına neden olmuştur.

Sonuç olarak 1991 yılı için; belirsizlikler altında, rezervlerde büyük bir kayba yol açmadan, aşırı likidite artışını strelize etme yoluyla, kamunun finansmanını kolaylaştıracak politika uygulamaları dönemi denebilir.

### 3. 1992 YILI PARA POLİTİKASI

1992 yılı para politikası; enflasyon, konsolide bütçe açığı ve tüm kamu kesiminin MB'ndan sağlayacağı toplam kaynak miktarına ilişkin üç temel varsayım altında belirlenmiştir. Enflasyonun yüzde 43, konsolide bütçe açığının 32 trilyon TL ve tüm kamu kesiminin MB'ndan sağlayacağı toplam kaynağın 11 trilyon TL'sini aşamayacağı varsayımları altında ilan edilen para programı, 1990 programında olduğu gibi bilançonun denetimini amaçlamaktadır (Yıllık Rapor, 1992:39).

Bu varsayımlarla, 1992 para programı bilançodan seçilen dört parasal büyüklük üzerine hedefler belirlemiştir: MB Bilançosu, Toplam İç Yükümlülükler, Net İç Varlıklar ve MB Parası.

1991 yılının, savaş ve siyasî belirsizlikler nedeniyle zor bir yıl olması 1992 yılı programını; aşırı likidite, değerlendirme hesabı kalemindeki değişkenlik ve artan kamu finansman gereksinimi gibi bazı risklerle karşı karşıya bırakmıştır. Bununla birlikte, söz konusu riskler hükümet programında öngörülerek para programında dikkate alınmış ve parasal büyüklük hedefleri bu doğrultuda belirlenmiştir. Örneğin bütçe açığının 32 trilyon lirada gerçekleşeceği varsayımı, yüzde 43 oranında bir yıl sonu enflasyon hedefi ile tutarlı görülmüş ve ekonomik istikrara yönelik bu hedef için MB parası hedefi yüzde 40-50 arasında belirlenmiştir (Saraçoğlu,1992:37,40).

Ayrıca programın uygulanmasına yönelik olarak MB, döviz rezervi biriktirme yoluyla para yaratılmasını savunmuş, MB tarafından kamu kesimine kredi açılması durumunda da, bu kredilerin Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) karşılığında verilmesi gerekliliği üzerinde durmuştur (Keyder,2002:111). Açıktır ki, her iki uygulama da piyasaya karşılıksız para arzının önüne geçilmesine yöneliktir.

<sup>74</sup> MB kısa vadeli faizler üzerinde, APİ bünyesindeki ters repo ve repo faizlerini kotasyon yoluyla belirleyerek etkili olmaktadır.



1992 yılı para programı, konulan hedeflere ulaşıp ulaşılmadığı açısından değerlendirilecek olursa, hedef parasal büyüklüklerinin tümünün üst sınırları aştığı, aşağıdaki tablo yardımıyla da görülmektedir:

**Tablo 13 : 1992 Yılı Para Programı (Hedefler ve Gerçekleşmeler)**

MB Hedef Değişkenler		1992 Yılı Hedefi	25/12/1992
MB Bilançosu	Trilyon TL	132.6-142.3	178.9
	Yıllık % değ.	37-47	85
Toplam İç Yükümlülükler	Trilyon TL	80.6-86.4	117.5
	Yıllık % değ.	38-48	101
Net İç Varlıklar	Trilyon TL	73.8-80.8	101.8
	Yıllık % değ.	27-39	75
MB Parası	Trilyon TL	61.6-66.0	88.0
	Yıllık % değ.	40-50	100

**Kaynak:** (Yıllık Rapor,1992:40)

Tablodan da görüldüğü gibi, 1992 yılı para politikası, program hedeflerini tutturamamıştır. Bunun temel nedeni, 32 trilyon lira varsayılan bütçe açığının aşılması ve bütçenin 47.2 trilyon lira açık vermesidir. Bütçe açığı kısıtına bağlı diğer hedefler de, bu nedenle aşılmıştır (Keyder,2002:111).

MB, yukarıda söz edilen koşullar nedeniyle, program hedeflerine uyamadığı için, bu olumsuz koşulların yaratacağı döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaların giderilmesine çalışmıştır. Bu amaçla, artan likiditenin döviz piyasasında bir baskı yaratmasını engellemek için, MB, API yoluyla aşırı likiditeyi çekme yoluna gitmiştir.

1992 yılı para politikası; temel amaç, ekonomik karar alma süreçlerinde referans olarak alınan büyüklükleri ifade etme anlamında seçilen hedef değişken, bir başka deyişle nominal çıpa, kullanılan araç değişken yani operasyonel hedef ve para politikası aracı açısından şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 14 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1992 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)*	Operasyonel Hedef	Para Politikası Aracı
Bilanço denetimi ve Finansal İstikrar	<ul style="list-style-type: none"><li>• MB Bilançosu</li><li>• Toplam İç Yüküm.</li><li>• Net İç Varlıklar**</li><li>• MB Parası</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Rezerv Para</li><li>• MB'nin kamuya açtığı krediler</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• API</li><li>• Reeskont politikası</li></ul>
<p>* Para politikası uygulama sürecinde, parasal büyüklükler operasyonel hedef olarak kullanılabilir gibi, son hedefle uyumlu bir ara hedef olarak da kullanılabilir.</p> <p>** 1993 tanımıyla, rezerv paraya bankacılık kesimi döviz mevduatının eklenmesi, net dış varlık kaleminin ise bu toplamdan düşülmesiyle elde edilir (Emir, Karasoy ve Kunter,2000:10). Bu kalem aynı zamanda TL cinsinden açılan kredileri de göstermektedir (Keyder,2002:229).</p>			

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

Hedeflenen parasal büyüklükler açısından, 1990 programı ve 1991 para politikası uygulamalarından farklı olarak Toplam İç Varlıklar kalemi yerine Net İç Varlıklar kalemine hedef konması, MB'nin özellikle kamu kesimine açtığı nakit kredilerde sınırlamaya gitme isteğinin bir göstergesi olarak yorumlanabilir. Çünkü, kamu kesimine açılan nakit kredilerin, enflasyonist etki yaratması söz konusudur<sup>75</sup> ve MB, kendi bilançosunu denetleyebilmek için, mümkün olduğunca MB kaynaklarına başvurulmasını kısıtlamak istemektedir. Bununla birlikte, 1991 yılındaki olumsuz koşulların reel ekonomiye etkilerinin 1992 yılında yoğunlaşması ve bu olumsuz etkilerin azaltılması için hükümetin yoğun olarak, başta kısa vadeli avans olmak üzere MB kaynaklarına başvurusu sonucunda, TCMB kendi bilançosu üzerindeki denetimini kaybetmiştir. Ayrıca, para programının orta dönemli hedefinden sapılması, kısa dönemde finans piyasalarının istikrarını ön plana çıkarmıştır.

#### 4. 1993 YILI PARA POLİTİKASI

1992 yılında kamu finansman açığının kontrol edilememesi ve program hedeflerine ulaşamaması nedeniyle, 1993 yılında parasal büyüklüklerin kontrolü zorlaşmıştır. Bu nedenle TCMB, bir para programı açıklamamıştır.

Bu dönemde MB'nin temel politika uygulamaları, artan likiditenin döviz kurları üzerindeki etkisinin döviz rezervlerinde bir azalışa neden olmadan, giderilmesi amacına yöneliktir (Emir, Karasoy ve Kunter,2000:10). Bu açıdan MB'nin temel amacının 'finansal piyasalarda istikrarın korunması ve kurların ve faizlerin istikrarlı hareketinin sağlanması' olduğu söylenebilir (Yıllık Rapor,1993:40).

<sup>75</sup> Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Çaşkurlu (2003).

1993 yılında parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştıran önemli ögeler; 1992 yılı sonunda başlayan, bankaların bilançolarında mevduat dışı kaynaklara (Varlığa Dayalı Menkul Kıymet, REPO, yabancı para v.b.) yönelmeleri eğilimi ve özellikle yabancı para kaynaklarının ağırlık kazanmasıdır (Yıllık Rapor,1993:40).

1993 yılında herhangi bir para programı ilan edilmemesine karşın, TCMB'nin 1990 yılında açıklanan program doğrultusunda politika uygulamalarına devam edeceği belirtilmiş ve 1993 yılı uygulamaları şu şekilde özetlenmiştir (Keyder,2002:111-112): Türk lirasından dövize yönelişin önüne geçebilmek için, TL piyasalarındaki faiz oranlarının çekici hale getirilmesi, ani kur artışlarını/azalışlarını engellemek için gerektiğinde piyasalara müdahale edilmesi, MB döviz rezervlerinin yüksek düzeyde olması yönünde çaba sarf edilmesi ve likidite kontrolünün API yoluyla sağlanması.

1990 yılındaki orta dönemli hedefler doğrultusunda bilançodan seçilen, ancak 1993 yılında kamuoyuna duyurulmayan hedef değişkenler bir önceki yıla göre şu şekilde değişmiştir: MB bilançosu bir önceki yıla göre yüzde 60, Toplam iç yükümlülükler yüzde 49, toplam iç varlıklar yüzde 55 ve MB parası yüzde 46 oranında artmıştır. Söz konusu gelişmeler aşağıdaki tabloda görülmektedir:

**Tablo 15 : 1993 Yılı Para Politikası (Gerçekleşmeler)**

MB Hedef Değişkenler		Yıl Sonu
MB Bilançosu	Yıllık % değ.	60
Toplam İç Yükümlülükler	Yıllık % değ.	49
Toplam İç Varlıklar	Yıllık % değ.	55
MB Parası	Yıllık % değ.	46

**Kaynak:** (Emir, Karasoy ve Kunter,2000:10) ve (Baydur ve Süslü,2002:52)'den yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

1993 yılında bir para programı uygulanmamış olmasına karşın, beş yıllık bir dönemi içeren 1990 yılı program hedefleri dikkate alındığında 1993 yılı para politikası; temel amaç, ekonomik karar alma süreçlerinde referans olarak alınan büyüklükleri ifade etme anlamında seçilen hedef değişken, bir başka deyişle nominal çıpa, kullanılan araç değişken yani operasyonel hedef ve para politikası açısından şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 16 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1993 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)*	Operasyonel Hedef	Para Politikası Aracı
Finansal piyasalarda istikrarın korunması ve kurların ve faizlerin istikrarlı hareketinin sağlanması	<ul style="list-style-type: none"><li>• MB Bilançosu</li><li>• Toplam İç Yüküm.</li><li>• Toplam İç Varlıklar</li><li>• MB Parası</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Faiz</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• AP **</li><li>• Reeskont politikası</li></ul>
<p>* Para politikası uygulama sürecinde, parasal büyüklükler operasyonel hedef olarak kullanılabilirdiği gibi, son hedefle uyumlu bir ara hedef olarak da kullanılabilir. </p> <p>** Bankalararası para piyasası ve döviz ve efektif piyasaları da bir politika aracı olarak, yoğun bir biçimde kullanılmıştır.</p>			

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

Kamu sektöründen gelen kredi talebine bağlı olarak, emisyon artışının yol açtığı likidite fazlasının piyasalarda istikrarsızlığa yol açmasını engellemek amacı ile MB, yoğun olarak AP|'ne başvurmuştur. Bununla birlikte, TL cinsinden varlıkların getirilerini çekici hale getirmek ve döviz rezervlerinde birikim sağlayabilmek için, AP|'nin yanı sıra, bankalararası para piyasası ve döviz ve efektif piyasaları bir para politikası aracı gibi kullanılmıştır<sup>76</sup>.

1991 yılından başlayarak, kamu açıklarının parasallaşması sonucu ortaya çıkan kaynak gereksiniminin sağlanması ve piyasadaki likiditenin diğer makroekonomik dengeleri bozmadan strelize edilmesi gibi son derece güç görevlerle karşılaşan TCMB'nin, eş zamanlı olarak bilançosunu da kontrol altında tutması oldukça zor olmuştur (Özey,1997:97). Bu bağlamda 1993 yılında para politikasının; artan kamu finansman açığı baskısı altında, 1990 yılı para programının orta dönemli hedeflerinden uzak, finansal piyasalardaki istikrara yönelik olduğu söylenebilir.

<sup>76</sup> TCMB'nin repo ihalesiyle piyasaya nakit vermesi, faiz oranlarını düşürüp, tahvil fiyatlarının artmasına, döviz fiyatlarının yukarıya çıkmasına neden olabilir. Buna karşılık, TCMB'nin ters repo ihalesiyle piyasadaki fonları geri çekmesi, likiditeyi azaltacağından, faiz oranlarının artmasına, tahvil fiyatlarının düşmesine ve dolayısıyla döviz talebinin azalmasına bağlı olarak döviz fiyatlarının düşmesine neden olabilir. Bankalararası para piyasası aracılığıyla TCMB, her gün kendi politikası çerçevesinde bu piyasadaki en düşük ve en yüksek borç verme oranını belirlemekte ve fon alış ve verişlerinin bu limitler dahilinde gerçekleşmesini istemektedir. Piyasadaki oranlar bu limitleri aştığında TCMB, kendi belirlediği üst limitlerden piyasayı fonlamakta veya piyasa likit olduğunda, oranların daha fazla düşmesini engellemek için, belirlediği minimum orandan piyasadaki likiditeyi kendisine çekmektedir. Bankalararası para piyasasının gelişimi ve işleyişi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Yiğit (2002).

## 5. 1994 YILI PARA POLİTİKASI

1994 yılı Türkiye ekonomisi için, etkileri uzun süren ve üzerinde çok tartışılan bir kriz yılıdır<sup>77</sup>. Doğal olarak krizin ortaya çıkmasında geçmiş döneme ilişkin yanlışlar da dahil olmak üzere, bir çok değişik faktör rol oynamıştır. Sonuçta, 5 Nisan'da bir istikrar programı uygulamaya konulmuş ve bu program çerçevesinde para politikası uygulamaları gerçekleştirilmiştir. Bu açıdan, 1994 yılına ilişkin MB para politikası uygulamaları, 5 Nisan öncesi ve sonrası olmak üzere iki alt dönemde incelenebilir.

5 Nisan kararları öncesi MB yılın ilk üç ayında, kamu kredilerindeki artışın piyasalar üzerindeki etkisini azaltabilmek için ağırlıklı olarak API uygulamış ve bu yolla para arzını kontrol altına almaya çalışmıştır. Ayrıca kurlardaki artışı, döviz piyasalarına yaptığı doğrudan satışlar ile dengelemek istemiştir.

Yılın geri kalan bölümünde ise MB, uygulamaya konulan 5 Nisan kararları çerçevesinde, finans piyasalarında istikrarın sağlanmasını ve döviz rezervlerindeki kaybın durdurularak, rezerv artışının sağlanmasını amaçlamıştır (Yıllık Rapor,1994:48).

5 Nisan kararları, ekonomik belirsizliğin azaltılarak karar birimlerinin ileriye görebilmelerini sağlamak ve piyasalarda istikrarı kalıcı kılmak amacıyla Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yapılan Stand-By Anlaşması çerçevesinde hazırlanmış ve Mayıs ayında yürürlüğe konmuştur. Söz konusu istikrar programı kısa dönemde enflasyonu düşürüp, finans piyasalarında ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta dönemde ise istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı çözümler getirerek uzun dönemde sürdürülebilir bir büyümeyi sağlamayı amaçlamıştır (Kesriyeli,1997:25).

Bu bağlamda, MB Bilançosundan elde edilen kalemler temel alınarak hazırlanan program başlıca iki hedef içermektedir (Yıllık Rapor,1994:50):

- MB'nin net uluslararası rezervlerinin, yıl sonuna kadar, Mart ayı sonundaki düzeyinin 1 Milyar ABD Doları üzerinde olması
- Net iç varlıkların Eylül sonunda sabit fiyatlarla 295 trilyon TL, Aralık sonunda da 293 trilyon TL olması.

<sup>77</sup> Bilindiği gibi 1994 yılı bir kriz yılıdır ve 1994 yılında IMF ile yapılan anlaşma sonucu bir istikrar programı uygulamaya konulmuştur. Çalışmanın amacı, kriz dönemlerini ve bu dönemlerde uygulanan para politikalarını incelemek olmadığı için, krize yol açan etkiler ve uygulanan istikrar programının ayrıntıları kapsam dışında tutulmuştur.

IMF ile yapılan bu anlaşma sonrası, TCMB bilançosu yeni şekliyle ele alınmış ve net iç varlıklar kalemi tavan, net uluslararası rezerv kalemi de taban hedef değerler açısından performans kriterleri olarak belirlenmiştir. Bu iki kaleme ek olarak, MB tarafından önceden belirlenmiş ancak kamuoyuna ilan edilmeyen bir döviz kuru aralığı da temel kriter olarak kabul edilmiştir (Emir, Karasoy ve Kunter,2000:5).

1994 yılı istikrar programı söz konusu hedefler açısından değerlendirildiğinde, hedef değişkenlerin dönem sonu değerlerinin hedeflerin altında kaldığı görülmektedir. Bununla birlikte, net uluslararası rezerv kalemi ve döviz kuru sepeti kamuoyuna ilan edilmediği için, tabloda yer almamaktadır.

**Tablo 17 : 1994 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler)**

MB Hedef Değişkenler		Hedef	Dönem Sonu
Net İç Varlıklar*	Eylül (Trilyon TL)	295	260
	Aralık (Trilyon TL)	293	272

\* Net İç Varlıklar= Rezerv Para+Bankaların Döviz Mevduatı-Net Dış varlıklar olarak tanımlanmıştır (Emir, Karasoy ve Kunter,2000:10).

**Kaynak:** (Emir, Karasoy ve Kunter,2000:10)'dan yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

1990 yılında ortaya konulan orta dönemli hedefler açısından benzer bir değerlendirme yapılacak olursa, 1994 yılında da yüksek kamu açıkları ve finans piyasalarındaki istikrarsızlık gibi veri koşullar altında, bilanço büyüklüğünün denetimi anlamında, orta dönemli hedeflere ulaşamadığı, tablo 18 aracılığıyla görülebilir:

**Tablo 18 : 1990 Yılı Para Programının Orta Dönemli Hedefleri Açısından 1994 Yılı Para Politikası**

MB Hedef Değişkenler		1990 (Hedef)	1990 (Dönem Sonu)	1994 (Dönem Sonu)
MB Bilançosu	Yıllık % değ.	12-22	24.1	142
Toplam İç Yükümlülükler	Yıllık % değ.	15-25	21.6	73
Toplam İç Varlıklar	Yıllık % değ.	6-16	11.9	106
MB Parası	Yıllık % değ.	35-48	26.6	51

**Kaynak:** (Baydur ve Süslü,2002:52)'den yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.



Bir kriz dönemini içeren 1994 yılı para politikası; temel amaç, ekonomik karar alma süreçlerinde referans olarak alınan büyüklükleri ifade etme anlamında seçilen hedef değişken, bir başka deyişle nominal çıpa, kullanılan araç değişken yani operasyonel hedef ve para politikası aracı açısından şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 19 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1994 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)*	Operasyonel Hedef	Para Politikası Aracı
Kısa dönemde uluslararası rezervlerde artış Orta dönemde fiyat istikrarı Uzun dönemde sürdürülebilir büyüme	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Net Uluslararası Rez.**</li> <li>• Net İç Varlıklar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Faiz</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• API</li> <li>• Zorunlu karşılıklar</li> <li>• Reeskont politikası</li> </ul>
<p>* IMF ile yapılan anlaşma nedeniyle ara hedef, performans kriteri olarak ele alınabilir. ** Net Uluslararası Rezervler= Dış Varlıklar-Uluslararası Rezerv Yükümlülükleri</p>			

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

Sonuç olarak 1994 yılı istikrar programı çerçevesinde MB, öncelikle yılın ilk aylarında kaybettiği rezervleri tekrar kazanmayı hedeflerken, orta dönemde fiyat istikrarına yönelik sıkı para politikası uygulamıştır. Bununla birlikte, MB açısından sıkı para politikası, ekonomik işlemlerin gerçekleştirilmesi için talep edilen likiditenin sağlanması anlamındadır (Yıllık Rapor,1994:50). Bir başka deyişle, MB, bu gereksinimin dışında piyasayı likit bırakmamaktadır. MB, aşırı döviz talebini ortadan kaldırmak amacıyla, bankalararası para piyasası ve API aracılığıyla, yüksek faiz politikası uygulamış, döviz ve efektif piyasasından yararlanarak, kurlara müdahale etmiştir. Bu bağlamda, hem bankalararası para piyasası hem de döviz ve efektif piyasaları bir para politikası aracı olarak, bu dönemde de yoğun bir biçimde kullanılmıştır.

Ayrıca 5 Nisan Kararları ile birlikte para politikasının etkin bir şekilde yürütülebilmesi için, finansal piyasalar ile ilgili bir çok yeni düzenleme yürürlüğe konmuştur. MB, parasal kontrolü artırabilmek ve piyasalarda kaybolan güveni sağlayabilmek amacıyla mevduat zorunlu karşılık oranları ve disponibilitelerinde değişikliğe gitmiştir. Bankaların tüm pasifleri üzerinden disponibiliteler alınmaya başlanmış ve döviz tevdiat hesapları lehine çalışan zorunlu karşılık uygulaması, TL cinsinden mevduatlar lehine değiştirilmiştir (Binay ve Kunter,1998).

## 6. 1995 YILI PARA POLİTİKASI

1995 yılında uygulanan para politikası, bir önceki yılın kriz yılı olması ve krize yönelik önlemlerin yılın ikinci yarısında alınması nedeniyle, iki alt dönemde incelenebilir: 1994 yılının son yarısında uygulanan politikanın bir devamı niteliğinde 1995 yılının ilk on ayında uygulanan para politikası ve 1995 yılının Ekim ayında girilen seçim atmosferi nedeniyle yılın son iki ayında uygulanan para politikası (Yıllık Rapor,1995:39).

Yılın ilk on ayında uygulanan para politikasında MB, enflasyonla mücadelede döviz kurlarını nominal bir çıpa olarak kullanmış (Yıllık Rapor,1995:39, Parasız;1998b:380) ve kur politikasının güvenilirliğinin artırılması için dış varlık artışını desteklemiştir. Bu dönemde net uluslararası rezervler, net iç varlıklar ve döviz kurları hedef değişkenler olarak alınmış, net iç varlıklar üzerine konulan hedef kamuoyuna duyurulurken, diğer değişkenler performans kriteri olarak yakından izlenmiştir.

Bilindiği gibi, istikrar politikası uygulamalarında, enflasyon beklentilerinin hızla düşmesi için bir anahtar fiyatını mutlaka istikrarı sağlayacak şekilde sabitlenmesi üzerinde durulmaktadır (Parasız,1998b:380). Literatürde bu uygulama 'nominal çıpa' olarak adlandırılmaktadır. Nominal çıpa, ekonomik karar alma süreçlerinde referans olarak alınan büyüklükleri ifade etmek için kullanılır. Bu bağlamda kurun çıpa olarak kullanılması, MB'nin kur için belli öngörülerinin sonrasında, diğer ekonomik birimlerin de bu öngörüye güven duyması ile birlikte, alınan ekonomik kararlarda kurdaki artışın esas alınması ve fiyat, ücret artışı, yatırım gibi kararların kur politikası çerçevesinde şekillenmesini ifade eder (Terimler Sözlüğü,TCMB).

Her ne kadar 1994 yılında kurlar, açıkça nominal çıpa olarak ilan edilmemişse de, MB kendi içinde kurlara ilişkin bir takım öngörülerde bulunmuş ve programını bu öngörülere göre oluşturmuştur (Emir, Karasoy ve Kunter,2000:5). Bununla birlikte, 1995 yılında MB, döviz kurlarını nominal çıpa olarak kullanacağını kamuoyuna duyurmuştur. Aynı zamanda döviz kurunun hedeflenen enflasyon oranı ile uyumlu bir şekilde değişmesini sağlamayı amaçlayan bir kur politikası ile spekülasyon hareketlere izin vermemek, söz konusu dönemin temel uygulamalarından biri olmuştur (Parasız,1998b:368). Bu nedenle, 1995 yılının bu ilk dönemindeki uygulamalar, parasal hedefleme stratejisi bağlamında değerlendirilememektedir. Bununla birlikte, döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanılması, döviz kuru

hedeflemesi stratejisinin uygulanmakta olduğu anlamına da gelmemektedir. Bize göre, söz konusu uygulamalar daha çok, bekleyişleri etkileyerek kurlara görece bir istikrar kazandırma ve gelecekte döviz kurlarının hedeflenen enflasyon oranıyla uyumlu bir şekilde gelişmesini sağlama yönünde bir zemin hazırlamaya yönelik olmuştur.

1995 yılının son iki ayında uygulanan para politikası ise, girilen seçim atmosferi nedeniyle ortaya çıkan belirsizliklerin azaltılmasına yönelik önlemlerden oluşmaktadır. Bununla birlikte, 1995 yılı genel olarak değerlendirildiğinde; Rezerv Para, Net Dış Varlıklar, Net Uluslararası Rezervler ve Net İç Varlıklar kalemlerindeki Eylül sonuna kadar gerçekleşen değerlerin, konulan üst limitlerin altında kaldığı ancak yıl sonuna gelindiğinde özellikle Net İç Varlıklar kaleminin üst sınırı aştığı aşağıdaki tablodan da görülmektedir:

**Tablo 20 : 1995 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler)**

MB Hedef Değişkenler		Hedef	Dönem Sonu
Rezerv Para * (Trilyon TL)		-----	343.5
Net Dış Varlıklar* (Trilyon TL)		-----	53.1
Net İç Varlıklar**	Ekim (Trilyon TL)	334.0	217
	Aralık (Trilyon TL)	366.3	393.1
<p>* Kamuoyuna duyurulmamıştır, ayrıca dönem sonu 31.12.1995 itibariyledir.</p> <p>** Net İç Varlıklar= Rezerv Para+Bankaların Döviz Mevduatı-Net Dış varlıklar olarak tanımlanmıştır (Emir, Karasoy ve Kunter,2000:10). Aynı zamanda MB tarafından piyasaya net olarak ne kadar TL verildiğinin veya piyasadan net olarak ne kadar TL çekildiğinin bir göstergesidir.</p>			

**Kaynak:** (Yıllık Rapor,1995:41) ve (Emir, Karasoy ve Kunter,2000:10)'dan yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

1990 yılında ortaya konulan orta dönemli hedefler açısından yapılacak değerlendirmede 1995 yılı için, bilanço büyüklüğünün denetimi anlamında, orta dönemli hedeflere ulaşamadığı, tablo 21 aracılığıyla görülebilir:

**Tablo 21 : 1990 Yılı Para Programının Orta Dönemli Hedefleri Açısından 1995 Yılı Para Politikası**

MB Hedef Değişkenler		1990 (Hedef)	1990 (Dönem Sonu)	1995 (Dönem Sonu)
MB Bilançosu	Yıllık % değ.	12-22	24.1	105
Toplam İç Yükümlülükler	Yıllık % değ.	15-25	21.6	113
Toplam İç Varlıklar	Yıllık % değ.	6-16	11.9	57
MB Parası	Yıllık % değ.	35-48	26.6	93

**Kaynak:** (Kesriyeli,1997:22)'den yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

Söz konusu dönemde uygulanan para politikası; konulan hedefler, seçilen hedef değişkenler ve kullanılan politika araçları açısından değerlendirildiğinde ise şöyle bir tablo ortaya çıkmaktadır:

**Tablo 22 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1995 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)	Operasyonel Hedef	Para Politikası Araçları
Öncelikli amaç, finans piyasalarında istikrarın sağlanması, Daha sonra enflasyonu düşürmek	Döviz kuru sepeti*	<ul style="list-style-type: none"><li>• Net uluslararası Rez.*</li><li>• Net İç Varlıklar</li><li>• Net Dış Varlıklar</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• APİ</li><li>• Zorunlu Karşılıklar**</li><li>• Reeskont politikası</li></ul>
* Kamuoyuna duyurulmamıştır. Ayrıca döviz kuru sepeti= (1 ABD doları+ 1.5 Alman Markı)'dir. ** TL cinsinden mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranı, yüzde 13'den yüzde 10 'a düzeyine çekilmiştir.			

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

Aslında 1995 yılı, 1990 para programı ile başlayan orta dönemli hedefler döneminin sonu olarak değerlendirilebilir. Çünkü, hatırlanacağı üzere, 1990 programı beş yıllık bir dönemi kapsamaktaydı ve temel amacı MB bilanço büyüklüğünün kontrol altına alınmasıydı. MB bilançosunun kontrol altına alınmadığı; MB bilançosunun GSMH içindeki payının düşmesi, Toplam İç Yükümlülüklerin GSMH içindeki payının azalması ve MB'nin finans sistemi içindeki ağırlığının bir göstergesi olan Toplam İç Yükümlülüklerin geniş tanımlı para arzı (M2Y) içindeki payının düşmesi gibi temel göstergeler aracılığıyla değerlendirilebilir. Bu bağlamda aşağıdaki tablo, orta dönemli hedeflerin değerlendirilmesini içermektedir.

**Tablo 23 : 1990 Yılı Para Programının Orta Dönemli Hedefleri Açısından 1990-1995 Dönemi**

<u>Yıllar</u>	<u>TİY*/GSMH</u>	<u>MB Bilançosu/GSMH</u>	<u>TİY/M2Y*</u>
1989	0.12	0.21	0.50
1990	0.09	0.15	0.48
1991	0.09	0.15	0.36
1992	0.11	0.16	0.41
1993	0.09	0.14	0.32
1994	0.08	0.18	0.25
1995	0.08	0.19	0.25

\* TİY; Toplam İç Yükümlülükler, M2Y; Döviz tevdiat hesabını içeren para arzı .

**Kaynak:** (Kesriyeli,1997:17)

Bu bağlamda 1990-1995 dönemi, 1990 para programının orta dönemli hedefleri açısından değerlendirildiğinde yüksek kamu açıkları, siyasi istikrarsızlık, Körfez Savaşı gibi olumsuz koşullar veri iken, bilanço kontrolünün belli yıllar haricinde genelde sağlanabildiği ve MB'nin finans sistemindeki görece büyüklüğünün azaltılarak, sisteminin sağlıklı gelişebilmesi yönünde adım atıldığı söylenebilir. Ayrıca söz konusu dönemde MB'nin, belli bir disiplin ve deneyim kazandığı da görülmektedir.

Belli bir disiplinin ve deneyimin kazanıldığı bu dönemin ardından 1996 yılı, enflasyonla savaşın yanı sıra, piyasalara istikrar kazandırma hedefinin de ağırlık kazandığı bir dönemin başlangıcı olarak ele alınmaktadır.

## **7. 1996 YILI PARA POLİTİKASI**

1996 yılı, ekonomide belirsizliklerin hüküm sürdüğü bir yıldır. Özellikle siyasi istikrarın sağlanamaması ve bunun ekonomi politikalarına 'güven sorunu' olarak yansımaları, enflasyon ile mücadelede bir ilerleme kaydedilememesine yol açmıştır. Ayrıca IMF ile yapılan Stand-By Anlaşması'nın sona ermesi ve Gümrük Birliği'ne girilmesi, piyasalar üzerinde belirsizlik yaratmış, söz konusu belirsizlik MB politikalarını, enflasyonun düşürülmesinden, finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasına doğru yöneltmiştir (Yıllık Rapor,1996:47).

MB 1996 yılında, ayrıntılarını kamuoyuna duyurmadığı bir para programı uygulamaya koymuştur. Önceki para programları ile benzerlik taşıyan bu program, iç varlıklardaki artışın sınırlandırılması ve yaratılacak TL cinsi yükümlülüğün dış varlık

artışına bağlı kılınması temeline dayanmaktadır. Bu bağlamda, net iç varlıklar, net dış varlıklar ve rezerv para değişkenleri, kamuoyuna ilan edilmeyen ama program tarafından izlenen hedef değişkenlerdir.

Bu döneme ilişkin önemli bir değişiklik, TCMB'nin MB Parası yerine Rezerv Para kalemini yakından izlemeye başlamasıdır. Bu değişikliğin ardında, MB'larının rezerv para artışını kontrol ederek, ekonomideki parasal büyüklüklerin artışını da kontrol edebileceklerine ilişkin genel kabul gören görüşleri yatmaktadır (Yıllık Rapor,1997:60). Ayrıca MB Parasının, APİ ve kamu mevduatı gibi kısa sürede yüksek oranlı değişimler gösteren kalemleri içeriyor olması ve bu nedenle zaman içinde değişkenliğinin artması da, rezerv paranın hedef değişken olarak seçilmesinde etkili olmuştur (Bora ve Süslü,2002:53). Bu bağlamda, MB'nin 1996 yılında uyguladığı para politikası, 1995 yılının aksine, parasal hedefleme stratejisi olarak değerlendirilebilir.

Her ne kadar 1996 yılından itibaren MB bilanço büyüklüğüne ait kalemler hedef değişken olarak izlenmiyor olsa da, bilanço büyüklüklerine ilişkin değişiklikler, uygulanmakta olan para politikasının değerlendirilmesi açısından önem taşımaktadır. Bu bağlamda 1996 yılında MB'nin bilanço büyüklüğü, toplam iç yükümlülükleri, toplam iç varlıkları ve MB parası bir önceki yıla göre şöyle bir değişim göstermiştir:

**Tablo 24 : MB Bilanço Büyüklüklerinin 1996 Yılı Gelişmeleri**

MB Hedef Değişkenler		(31.12.1996 )
MB Bilançosu	Yıllık % değ.	88.7
Toplam İç Yükümlülükler	Yıllık % değ.	97.2
Toplam İç Varlıklar	Yıllık % değ.	25.7
MB Parası	Yıllık % değ.	89.4

**Kaynak:** (Yıllık Rapor,1996:50)'den yararlanılmıştır.

MB bilanço büyüklüklerinin gelişimi açısından, bilanço büyüklüğünün kontrolünün pek sağlanamadığı, bununla birlikte, iç varlıklar kaleminde, bir önceki yılın artış oranına göre, belli bir azalma olduğu görülmektedir. Bunda, kamu kesimine açılan krediler üzerindeki sınırlamaların etkisi olduğu söylenebilir.



Kamuoyuna ilan edilmeyen ancak MB tarafından izlenen net dış varlıklar, net iç varlıklar ve rezerv para hedef değişkenleri 1996 yılı sonu itibariyle şu değerleri almıştır:

**Tablo 25 : 1996 Yılı Para Politikası (Gerçekleşmeler)**

MB Hedef Değişkenler		Dönem Sonu
Net Dış Varlıklar	Trilyon TL	632.2
	Yıllık % Değişim	148
Net İç Varlıklar	Trilyon TL	331.7
	Yıllık % Değişim	(10)*
Rezerv Para	Trilyon TL	610.4
	Yıllık % Değişim	80
* Parantez içindeki değer, değişimin (-) olduğunu gösterir.		

**Kaynak:** (Bora ve Süslü,2002:54) ve (Emir, Karasoy ve Kunter,2000:10)'dan yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

Tablodan da görüldüğü üzere, net iç varlıklar kaleminde bir önceki yıla oranla bir azalış vardır. Bu azalışın nedeni, MB Kanunu gereği, Hazine'ye açılan kısa vadeli avansa sınırlama getirilmiş olması ve hiç bir kamu kuruluşuna kısa vadeli avans dışında MB kaynaklı kredi kullanılmamasıdır (Yıllık Rapor,1997:48).

Hazine ile olan kredi ilişkileri açısından belli bir disiplinin kazanıldığı 1996 yılında uygulanan para politikası; temel amaç, ekonomik karar alma süreçlerinde referans olarak alınan büyüklükleri ifade etme anlamında seçilen hedef değişken, bir başka deyişle nominal çıpa, kullanılan araç değişken yani operasyonel hedef ve para politikası aracı açısından şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 26 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1996 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)	Operasyonel Hedef	Para Politikası Aracı
Önce finans piyasalarında istikrarı sağlamak Daha sonra enflasyonu düşürmek	• Rezerv Para	• Net Dış Varlıklar • Net İç Varlıklar • Faiz	• API

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

MB rezerv para değişkenini, bir ara hedef gibi izlerken, rezerv paradaki artışın kaynağını net dış varlık artışı ile sınırlı tutmaya çalışmış, bununla birlikte net dış varlıklardaki artışın rezerv para üzerinde yarattığı arz fazlasının çekilmesinde ise

API'ni yoğun olarak kullanmıştır. Net iç varlık kalemi ise, yıl boyunca sınırlı tutulmaya çalışılmıştır. Söz konusu yıl içinde operasyonel hedef olarak kullanılan net iç varlık kaleminin bir ara hedef olarak kullanılan rezerv para kalemi üzerindeki etkisi, rezerv paranın net dış varlıklar ile net iç varlıklar kalemi toplamından da elde edilebilir olması ile ilgilidir. Bir başka deyişle, diğer koşullar sabitken net iç varlıklar kalemi arttığı zaman rezerv para da artmaktadır. Ancak rezerv para artışının kamu finansmanını sağlayan net iç varlıklardaki artıştan kaynaklanmasının yaratacağı enflasyonist etki, net dış varlık artışı yoluyla yaratılacak enflasyonist etkiden daha fazla olacağı için<sup>78</sup>, istenilen rezerv para artışının dış varlık artışı ile ilişkilendirilmesidir (Yıllık Rapor,1997:60).

MB, para programının ara hedefi olan rezerv parayı program limitleri içinde tutmak, bunu yaparken de döviz kurundaki olası dalgalanmaları en aza indirmek ve aynı zamanda piyasanın gereksinimi olan likidite miktarını, piyasadaki hassas dengeleri gözeterek ayarlamak için API, bankalararası para piyasası ve döviz ve efektif piyasalarını yoğun bir biçimde kullanmıştır. Reel faiz oranlarının, büyük ölçüde kamunun borçlanma gereksinimine ve politikasına bağlı olduğu bir süreçte MB'nin rolü, ancak, ekonomideki belirsizliklerin faizler üzerinde yarattığı risk priminin azalmasına katkıda bulunmak olabilir. Bu bağlamda, MB, bankalararası para piyasasındaki üst faiz limitini düşürerek, kısa vadeli faizlerin düşmesini sağlamıştır. Aynı zamanda, MB'nin piyasadaki dengeleri gözeterek likidite talebini karşılması sonucu, faizlerde önemli dalgalanmalar yaşanmamıştır (Yıllık Rapor,1996:56,80).

## 8. 1997 YILI PARA POLİTİKASI

1997 yılında uygulanan para politikası, 1996 yılının devamı niteliğinde, finansal piyasaların istikrarını temel almıştır. Bu bağlamda MB, istikrar hedefini iki başlık altında ifade etmektedir (Yıllık Rapor,1997:58): Birinci öge, öncelikle TL ve döviz piyasalarında ortaya çıkacak kısa süreli, hızlı veya değişken fiyat (faiz ve döviz kuru) hareketlerinin önlenmesidir. İkinci öge ise, piyasalardaki belirsizliklerin azaltılmasıdır.

<sup>78</sup> Kamu finansmanının MB kaynaklarından karşılanması, parasallaşmış borç olgusunu gündeme getirir. Yani, enflasyon açısından karşılıksız para basılmış gibi bir etki yaratır. Bununla birlikte, emisyonun döviz rezervlerine bağlı olarak artması, ancak bu fazla likiditenin çekilememesi durumunda, ortaya çıkacak talep baskısı yoluyla enflasyonist bir etki yaratabilecektir.

Para politikası uygulama süreci açısından, rezerv para değişkeni MB'nin operasyonel hedefi olarak belirlenmiştir<sup>79</sup>. MB rezerv para artışını, bir önceki yılda olduğu gibi, kontrol altında tutmaya çalışırken, artışın kaynağının net dış varlık artışı olmasını amaçlamıştır. Bununla birlikte, ayrıntıları kamuoyuna açıklanmayan bir program ile rezerv para değişkeninin yanı sıra, net iç varlıklar ve net dış varlıklar kalemleri de MB tarafından izlenmiştir.

1997 yılı para politikası; temel amaç, ara ve operasyonel hedef değişkenler ve kullanılan para politikası aracı açısından şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 27 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1997 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)	Operasyonel Hedef**	Para Politikası Aracı
Önce finansal piyasalarda istikrarı sağlamak Daha sonra enflasyonu düşürmek	Geniş tanımlı Parasal* büyüklükler	Rezerv Para	AP ***
* Kamuoyuna ilan edilmemiştir. ** Net Dış Varlıklar ve Net İç Varlıklar kalemlerindeki değişimler de dikkate alınmaktadır. *** Bankalararası para piyasası, bir para politikası aracı olarak kullanılmıştır.			

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

1997 yılında uygulanan strateji, hem seçilen operasyonel hedef hem de ara hedef değişkeni bağlamında, parasal hedefleme stratejisidir. MB, net dış varlıklardaki artışın, rezerv para üzerinde yaratacağı arz fazlasının emilmesinde, bir para politikası aracı olarak AP|'den yararlanırken, rezerv paranın geniş tanımlı parasal büyüklükler ile arasındaki ilişkinin tahmin edilebilirliğinden hareketle de, kamuoyuna ilan etmediği bir para arzını ara hedef olarak belirlemiştir. Ayrıca TCMB, bankalararası para piyasasında kotasyon yoluyla kısa vadeli faizleri etkilemeye çalışarak, MB'nin son ödünç veren mercii olma işlevini de yerine getirmiştir.

## 9. 1998 YILI PARA POLİTİKASI

MB 1998 yılında, enflasyonla mücadeleyi ve istikrarlı bir büyümeyi amaçlayan bir para politikası yürütmeye çalışmıştır. Ancak, ekonomik konjonktürün iç ve dış nedenlerle yılın ilk ve ikinci yarısında farklılık göstermesi, MB açısından hedef ve önceliklerin değişmesine yol açmıştır.

<sup>79</sup> 1996 yılında, enflasyonun yüksek ancak görece istikrarlı bir düzeyde seyretmesi ve faizlerdeki hareketliliğin azalması, özellikle dar tanımlı paraya olan talebin öngörülebilirliğini kolaylaştırmıştır (Yıllık Rapor,1996:48). Bize göre, bu nedenden dolayı, 1997 yılına gelindiğinde rezerv para değişkeni, ara hedef yerine, operasyonel hedef olarak kullanılmıştır.

Yılın ilk altı ayında açıklanan para programı ile, rezerv para<sup>80</sup> büyüklüğü hedef değişken olarak seçilmiştir. Bunda amaç, enflasyonla mücadelede parasal büyüklüklerin artış hızını kontrol altına almaktır. Yani MB, parasal hedefleme stratejisi uygulamayı sürdürmektedir. Yılın ikinci yarısında ise, enflasyonla mücadele yerini, Rusya krizinin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini giderici istikrar politikalarına bırakmıştır.

Bu bağlamda, yılın ikinci yarısında net iç varlıklar değişkeni yeni hedef değişken olarak seçilmiştir. Öngörülen net iç varlıklar hedefi, yıl sonuna doğru yeniden revize edilmiştir (Yıllık Rapor,1998:22). Tablo 28, kamuoyuna ilan edilen hedefleri ve gerçekleşen değerleri göstermektedir. Tablodan da görüldüğü gibi, dönem sonu değerler, belirlenen üst limitlerin altında gerçekleşmiştir.

**Tablo 28 : 1998 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler)**

MB Hedef Değişkenler		Hedef Aralığı	Dönem sonu
Rezerv Para(X)	İlk üç ay (% değişim)	18-20	17.3 <sup>b</sup>
	İkinci üç ay (% değişim)	14-16	13.1 <sup>c</sup>
Net İç Varlıklar <sup>a</sup>	Trilyon TL	700	579.4 <sup>d</sup>
<sup>a</sup> Yılın ikinci altı ayı için seçilen hedef değişken. <sup>b</sup> 31 Mart 1998 tarihi itibarıyla gerçekleşen değer. <sup>c</sup> 30 Haziran 1998 tarihi itibarıyla gerçekleşen değer. <sup>d</sup> 31 Aralık 1998 tarihi itibarıyla gerçekleşen değer.			

**Kaynak:** (Yıllık Rapor,1998)'den yararlanılarak, tarafımdan hazırlanmıştır.

Yılın ikinci yarısındaki hedef değişken değişikliğinin nedeni, 26 Haziran 1998 tarihinde IMF ile yeni bir anlaşma imzalanması ve enflasyonun düşüş eğilimine girmesinin rezerv paranın tahminini güçleştirebilecek olma olasılığıdır (Yıllık Rapor,1998:70). Çünkü rezerv paranın tahmin edilebilirliğindeki olası bir güçlük, rezerv para ile geniş tanımlı parasal büyüklükler arasında var olduğu düşünülen istikrarlı ilişkiyi zayıflatarak, parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştıracaktır.

<sup>80</sup> Rezerv Para(X) şeklinde yeniden tanımlanmıştır. **Rezerv Para(X)=Emisyon+Bankaların zorunlu karşılıkları+Bankalar serbest imkânı+Bankaların döviz mevduatından oluşmaktadır.**

1998 yılındaki önemli gelişmelerden biri, TCMB'nin analitik bilançodan türetilen yeni bir tür bilanço kullanmaya başlamasıdır. Bu bilançonun en önemli özelliği, aktif büyüklüğünü oluşturan iç ve dış varlıkların netleştirilerek gösterilmesidir<sup>81</sup>.

TCMB, 1998 yılında uyguladığı para politikası ile önceki yıllarda olduğu gibi, finansal piyasalarda istikrarı gözeterek, enflasyonla mücadeleye katkıda bulunmayı amaçlamıştır. 1998 yılının bir diğer önemli özelliği, maliye politikası uygulamalarında faiz dışı dengenin bir maliye politikası aracı olarak ön plana çıkmasıdır. Bu doğrultuda hazırlanan 1998 yılı bütçesi, özellikle faiz dışı dengede önemli bir iyileşme öngörmüştür.

Sonuç olarak 1998 yılı para politikası; temel amaç, ara ve operasyonel hedef değişkenler ve kullanılan para politikası aracı açısından şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 29 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1998 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)	Operasyonel Hedef	Para Politikası Aracı
Önce finansal piyasalarda istikrarı sağlamak Daha sonra enflasyonu düşürmek	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rezerv Para*</li> <li>• Net iç varlıklar**</li> </ul>	Faiz	API***
<p>* Yılın ilk altı ayı için hedeflenmiştir.  ** Yılın ikinci altı ayı için hedeflenmiştir.  *** API ile birlikte bankalararası para piyasası, bir para politikası aracı olarak kullanılmıştır.</p>			

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

1998 yılında, dış ekonomik krizlerin ülke ekonomisine yansımaması için, kısa vadeli faiz oranları bir politika değişkeni, yani operasyonel hedef olarak kullanılmıştır. Bu bağlamda MB, bankalararası para piyasasında alış/satış kotasyonlarını arttırarak, faizlerdeki oynaklığı gidermeye çalışmıştır. Bir başka deyişle, bankalararası para piyasası bir para politikası aracı olarak kullanılmıştır (Yıllık Rapor,1998:71,118). Bununla birlikte API, hem rezerv paranın hem de net iç varlıkların kontrolünde, piyasaya çıkan likidite fazlasının çekilmesinde yoğun olarak kullanılmıştır<sup>82</sup>.

<sup>81</sup> **Net Dış Varlıklar**=Dış Varlıklar-Dış Yükümlülükler, **Net İç Varlıklar**=Kamuya açılan net nakit krediler+Fon hesapları+Banka dışı kesimin mevduatı+Bankalara açılan nakit krediler-API+Diğer kalemler+Değerleme hesabı olarak tanımlanmıştır (Yıllık Rapor,1998:79).

<sup>82</sup> Piyasadaki likiditenin kaynağı, MB'nin net dış varlıklarındaki artışa bağlı olabileceği gibi, yılın ikinci yarısında Rusya krizinin ortaya çıkardığı ek para talebinden de kaynaklanabilmektedir.

## 10. 1999 YILI PARA POLİTİKASI

1999 yılı, kronik yüksek enflasyonun maliyetlerinin, toplumun tüm kesimlerince giderek artan bir şiddette hissedildiği bir yıl olmuştur. Bu nedenle para otoritesi açısından, para politikasının belirlenmesinde istikrar hedefi ile birlikte enflasyonun da bir program dahilinde düşürülmesi, bir öncelik haline gelmiştir. Bu bağlamda TCMB, 1998 yılında olduğu gibi, enflasyonun kontrol altında tutulmasına katkıda bulunma ve finansal piyasalarda istikrarın sağlanması temel amaçları doğrultusunda para politikasını belirlemiştir (Yıllık Rapor, 1999:80).

Bununla birlikte 1999 yılı, Rusya krizinin ekonomiye yansımalarının ve 1999 yılının seçim yılı olmasının ortaya çıkardığı belirsizliklerle karşı karşıya kalmıştır. Söz konusu belirsizlikler, önceki yıllarda olduğu gibi, finansal piyasalarda istikrarı sağlama yönündeki önlemleri ön plana çıkarmıştır.

TCMB, 1999 yılında da, yeni tanımlı analitik bilançodan elde edilen net iç varlıklar kalemini hedef değişken olarak kontrol etmeye devam etmiştir. Buna ek olarak, IMF ile yapılacak olan ve enflasyonu düşürmeyi amaçlayan Stand-By anlaşmasına zemin hazırlamak üzere, uluslararası rezervlerin güçlenmesi için, net dış varlıklar kaleminin artış eğiliminde olması arzulanmıştır.

**Tablo 30 : 1999 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler)**

MB Hedef Değişkeni	Hedef Aralığı (Trilyon TL)	Dönem sonu değeri (Trilyon TL)
Net İç Varlıklar	800-900 <sup>a</sup>	-369
	.1000 <sup>b</sup>	-899
	-1200 <sup>c</sup>	-932
<sup>a</sup> Nisan ayı için ortalama hedef aralığı <sup>b</sup> Haziran sonu hedefi <sup>c</sup> Yıl sonu hedefi		

**Kaynak:** (Yıllık Rapor, 1999)'dan yararlanılarak, tarafımdan hazırlanmıştır.

1998 yılında yaşanan Rusya krizinin neden olduğu likidite sıkışıklığı, 1999 yılında da devam ettiği için, piyasalar likidite açısından eksi rezervle yıla başlamıştır. Likidite sıkışıklığının ardında; maaş ve vergi ödemeleri, Hazine'nin itfasının üzerinde borçlanması, dini bayramlar öncesinde yaşanan nakit talebi sayılabilir. Bunlara ek olarak; ocak ayında Brezilya'da yaşanan kriz ve uluslararası bir derecelendirme kuruluşunun Türkiye'nin notunu düşürmesi, genel seçimlerin yarattığı belirsizlik, Marmara depremi, aralık ayında beş bankanın Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)'na devredilmesi ve tüm bunların neden olduğu sermaye çıkışları likidite



gereksinimini daha arttırmıştır (Yıllık Rapor,1999:134). Dolayısıyla, likidite sıkışıklığı kendisini, net iç varlıklar kaleminin dalgalanması şeklinde göstermiştir.

1999 yılı para politikasının kur politikası ayağı, kurun hedeflenen (belirsizliklerin azalması durumunda gerçekleşen) enflasyonla tutarlı olması yönünde olmuştur. Bu kur politikası altında, yıl genelinde piyasada oluşacak faiz oranlarının, net dış varlıklardaki artış eğilimi ile tutarlı olması hedeflenmiştir<sup>83</sup> (Yıllık Rapor, 1999:82). Bununla birlikte, kısa vadeli faizler bir operasyonel hedef olarak kullanılmıştır. MB bankalararası para piyasasında kotasyonlarda değişiklik yoluyla, faizleri etkilemeye çalışmıştır. Bu bağlamda MB'nin bankalararası para piyasasında üst kotasyonu aşağı çekmesi, faizler üzerinde düşürücü etki yaratırken, alt kotasyonu yükseltmesi, faizlerin dalgalanma aralığının daraltılması amacıyla gerçekleştirilmiştir (Yıllık Rapor,1999:143).

Sonuç olarak 1999 yılı para politikası; temel amaç, ara ve operasyonel hedef değişkenler ve kullanılan para politikası aracı açısından şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 31 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 1999 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)	Operasyonel Hedef	Para Politikası Aracı
Önce finansal piyasalarda istikrarı sağlamak Daha sonra enflasyonu düşürmek	Net iç varlıklar	Faiz	<ul style="list-style-type: none"><li>• APİ*</li><li>• Zorunlu Karşılıklar**</li></ul>
* APİ ile birlikte bankalararası para piyasası ve döviz ve efektif piyasaları, bir para politikası aracı olarak kullanılmıştır. ** TL mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranları, yüzde 8'den yüzde 6'ya düşürülmüştür.			

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

TCMB, önceki yıllarda olduğu gibi, 1999 yılında da finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasına yönelik olarak, APİ'yi yoğun olarak kullanmıştır. APİ aracılığıyla, bankacılık kesiminin likidite gereksinimleri karşılanmıştır. Bu bağlamda APİ, döviz piyasası ve bankalararası para piyasası ile birlikte, piyasanın likidite düzeyinin uygulanan para politikası doğrultusunda, belirlenmesi amacına yönelik kullanılmıştır.

<sup>83</sup> Ayrıca, 1 Ocak 1999 tarihinden itibaren AB ülkelerinde Euro'nun kullanımına başlanması nedeniyle, TCMB'nin izlediği döviz sepeti 1\$+0.77 Euro olarak değiştirilmiştir.

## 11. 2001 YILI PARA POLİTİKASI

Bilindiği gibi, 1999 yılının aralık ayında IMF ile imzalanan Stand-By anlaşması, 2000-2002 dönemine ilişkin üç yıllık bir enflasyonu düşürme programı içermektedir. Bu programın temel özelliği, kura dayalı bir istikrar programı olmasıdır<sup>84</sup>. Bu bağlamda söz konusu dönem, parasal hedefleme stratejisi uygulamasının dışında kalmaktadır. Bununla birlikte, program yalnızca 2000 yılı için uygulanabilmiş ve Türk ekonomisi, enflasyonu düşürmeyi ve istikrara kavuşmayı amaçladığı bir programı, tarihinin en ağır krizlerinden birini yaşayarak terk etmek zorunda kalmıştır.

Bu koşullar içinde 2001 yılı, döviz kurunun nominal çıpa olma özelliğini yitirdiği, belirsizliklerle dolu bir yıl olarak başlamıştır. Döviz kurunun nominal çıpa olma özelliğini kaybetmesi sonucu, kurlar serbest bırakılmış ve TCMB'nin kriz sonrası dönemde kısa dönemli önceliği, ödemeler sistemindeki tıkanıklıkları gidermek, sisteme yeniden işlerlik kazandırmak ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamak olmuştur (Yıllık Rapor,2001:75).

Kriz sonrası uygulanan programın orta dönemli amacı ise, sağlıklı bir bankacılık sistemine ulaşılmasıdır. Bu amaçla, kamu kesiminin bankacılık sektörü içindeki fonksiyonunun yeniden belirlenmesi ve bu bankaların kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılmasına yönelik önlemler alınmıştır. Söz konusu önlemlerin, ekonomide enflasyonist bir sürece yol açmaması için MB, kendi bilanço büyüklüklerine sınırlama getiren parasal hedefleme stratejisini uygulamıştır. Döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanımının sona ermesi ile birlikte, ekonomik birimlerin bekleyişlerini oluşturabilmeleri amacıyla, gösterge niteliğinde parasal taban hedefleri ilan edilmiştir. Bu bağlamda hedef değişken olarak parasal taban seçilmiş, net iç varlıklar ve net uluslararası rezervler değişkenleri de, performans kriteri olarak belirlenmiştir (Yıllık Rapor,2001:75,76).

Ayrıca, dalgalı kur politikasına geçilmesiyle birlikte MB, döviz kurunun piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirleneceğini, ani ve aşırı dalgalanmalar dışında döviz kuruna müdahale edilmeyeceğini açıklamıştır (Yıllık Rapor,2001:76).

Aşağıdaki tablo, 2001 yılı para politikasına ilişkin, hedefleri ve dönem sonu elde edilen sonuçları özetlemektedir:

<sup>84</sup> Bu programa ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz.(Yıllık Rapor,1999) ve (Yıllık Rapor,2000).

**Tablo 32 : 2001 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler)**

MB Hedef Değişkenler		Hedef değer	Gerçekleşme
Parasal Taban (Trilyon TL)	31 Mayıs 2001 <sup>a</sup>	5.900	5.815
	30 Haziran 2001 <sup>a</sup>	6.050	6.247
	31 Ağustos 2001 <sup>b</sup>	7.175	6.748
	31 Ekim 2001 <sup>b</sup>	7.550	7.140
	31 Aralık 2001 <sup>b</sup>	7.750	7.642
Net İç Varlıklar <sup>c</sup> (Trilyon TL)	31 Mayıs 2001 <sup>a</sup>	9.750	7.942
	30 Haziran 2001 <sup>a</sup>	13.250	12.943
	31 Ağustos 2001 <sup>b</sup>	17.250	16.437
	31 Ekim 2001 <sup>b</sup>	21.150	17.933
	31 Aralık 2001 <sup>b</sup>	22.400	19.493
Net Uluslararası Rezervler <sup>d</sup>	31 Mayıs 2001 <sup>a</sup>	-1.500	-837
	30 Haziran 2001 <sup>a</sup>	-2.900	-3.059
	31 Ağustos 2001 <sup>a</sup>	-2.000	-1.370
	31 Ekim 2001 <sup>a</sup>	-2.600	-304
	31 Aralık 2001 <sup>e</sup>	-3.546	-1.730
<sup>a</sup> Mayıs 2001 tarihli niyet mektubuna göre belirlenmiştir. <sup>b</sup> Temmuz 2001 tarihli niyet mektubuna göre belirlenmiştir. <sup>c</sup> Üst limit olarak belirlenmiştir. <sup>d</sup> Dönemsel değişimler için alt limit olarak, milyon dolar cinsinden belirlenmiştir. <sup>e</sup> Eylül-Ekim döneminde kullanılmayan miktarın tamamı, Kasım-Aralık dönemine aktarılmıştır.			

**Kaynak:** (Yıllık Rapor,2001:76)'dan yararlanılarak, tarafımdan hazırlanmıştır.

2001 yılında yaşanan Şubat krizi sonrası, Nisan ayında "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ilan edilmiştir. Bu bağlamda Mayıs ayında IMF ile yeni bir niyet mektubu imzalanmış ve MB, yeni ekonomik program çerçevesinde 2001 yılının para ve kur politikasını kamuoyuna açıklamıştır.

Bu dönemin önemli bir özelliği, TCMB'nin temel amacını fiyat istikrarı olarak belirleyen ve MB'ye araç bağımsızlığı sağlayan yeni MB Yasası'nın kabul edilmesidir<sup>85</sup>. Bu bağlamda, yeni yasa ile MB, Hazine'ye kredi açma ve avans verme uygulamasına son vermiştir (Yıllık Rapor,2001:90).

Böylece, Mayıs ayında kamuoyuna açıklanan para politikası ile, enflasyon hedeflemesi stratejisinin ön koşulları sağlanıncaya kadar, nominal çıpa olarak parasal tabanın hedeflenmesi öngörülmüştür. Ayrıca Mayıs-Aralık döneminde, kısa vadeli faiz oranları, hem likiditenin kontrolüne hem de fiyat istikrarına yönelik olarak

<sup>85</sup> Yeni MB Yasası'na ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. (Yıllık Rapor,2001:111-114).

MB tarafından kullanılan en önemli politika aracı, bir başka deyişle, operasyonel hedef değişken olmuştur. Bu çerçevede MB, hem bankalararası para piyasası hem de API aracılığıyla, kısa vadeli faiz aracını, hem iç ve dış ekonomik gelişmeleri hem de enflasyon bekleyişlerindeki gelişmeleri dikkate alarak kullanmıştır (Yıllık Rapor,2001:77).

Bu bağlamda 2001 yılı para politikası; temel amaç, ara ve operasyonel hedef değişkenler ve kullanılan para politikası aracı açısından şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 33 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 2001 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)	Operasyonel Hedef	Para Politikası Aracı
Fiyat İstikrarı	Parasal Taban	<ul style="list-style-type: none"><li>• Faiz</li><li>• Net İç Varlıklar</li><li>• Net Uluslararası Rezervler</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• API*</li><li>• Zorunlu karşılıklar**</li></ul>
* API ile birlikte bankalararası para piyasası bir para politikası aracı olarak kullanılmıştır.			
** TL mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranları, yüzde 6'dan yüzde 4'e düşürülmüştür. Bu değişikliğin temel nedeni, bankaları likidite açısından rahatlatmaktır.			

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

Dalgalı kur sistemine geçilmesi ile birlikte, politikalarını yürütmede daha esnek koşullara sahip olan MB, şubat ayından başlayarak bankalararası para piyasasında faizleri önemli ölçüde indirmiştir. Şubat ayı öncesinde, kamu bankalarının yoğun likidite gereksinimi ve TMSF bünyesindeki bankaların aşırı fon talepleri, likidite üzerinde baskı yaratmıştır. Bu gereksinimin MB tarafından karşılanmasıyla ortaya çıkan likidite fazlası; API, bankalararası para piyasasında alım yönlü işlemler ve döviz işlemleri yoluyla çekilmeye çalışılmıştır. Sonuç olarak, kamu ve fon bankalarına yönelik söz konusu operasyonun parasallaşma etkisi, MB tarafından kontrol edilmiş ve parasal taban öngörülen düzeyde sınırlandırılmıştır (Yıllık Rapor,2001:95).

## 12. 2002 YILI PARA POLİTİKASI

2002 yılında uygulanan para politikası, enflasyonla mücadele temeli üzerine oturtulmuş, parasal hedefleme stratejisine dayalı bir uygulamadır. Bilindiği gibi, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek, bir başka deyişle nominal çıpa kullanmak, enflasyonla mücadelede önemli bir ögedir. Daha önceki politika uygulamalarında döviz kuru, nominal çıpa olarak denendiği ve istenilen sonuca ulaşamadığı için MB'nin elindeki çıpa seçenekleri sınırlıdır. Bu bağlamda TCMB açısından 2002 yılında kullanabilecek nominal çıpaya dayalı iki tür strateji bulunmaktadır: Parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi stratejisi (TCMB Basın Duyurusu,2002).

Enflasyon hedeflemesine ilişkin ön koşullar<sup>86</sup> oluşmadığı için, 2002 yılında da parasal hedefleme stratejisi uygulanmıştır. TCMB, ileriye dönük belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla, parasal taban değişkenini nominal çıpa olarak belirlemiştir. Parasal taban, MB bilançosundan seçilmiş bir büyüklüktür ve bilindiği gibi MB'nin kendisi dışında kalan ekonomik kesimlere olan net yükümlülüğünü ifade etmektedir. 2002 yılında parasal tabanın, nominal milli gelir büyüme hızı kadar artması hedeflenmektedir. Böylelikle, 2002 yılı sonunda parasal taban, bir yıl öncesinin aynı dönemine göre, yüzde 40 oranında yükselecektir (Yıllık Rapor,2002:75).

Aslında 2002 yılı politikası, 18 Ocak 2002 tarihli niyet mektubu aracılığıyla IMF ile imzalanan yeni Stand-By anlaşmasının bir parçasıdır. Çünkü, söz konusu anlaşma, 2002-2004 dönemi olmak üzere, üç yıllık bir süreyi içermektedir. Bu bağlamda, önceki dönemlerde olduğu gibi, MB bilanço kalemlerine belli sınırlamalar getirilmiştir<sup>87</sup>.

Parasal tabana ek olarak, net uluslararası rezervler ve net iç varlıklar kalemleri de, MB açısından izlenen diğer değişkenler olmuştur. Bir diğer performans kriteri değişkeni olan net uluslararası rezervlerin, dönemler itibariyle belli bir alt sınırın aşağısına inmeyeceği taahhüt edilmiştir. Bilançonun bir diğer alt kalemi olan ve yurtiçine kredi açmak suretiyle MB'nin ne ölçüde para yarattığını ölçen net iç varlıklar kalemi ise, gösterge niteliğinde bir büyüklüğe dönüştürülmüştür.

---

<sup>86</sup> Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olabilmesi için en azından dalgalı kur rejiminde döviz kurlarında istikrar, kamu maliyesinde sorumluluk, finansal derinleşme, ekonomide geçmiş enflasyonun gelecek enflasyonu belirlemesinin önüne geçilmesi; geriye endeksleme mekanizmalarının azaltılması, mal ve faktör piyasalarında sağlanacak esneklikle birlikte görelî fiyat yapısında oluşabilecek sorunların aşılması gibi önkoşulların sağlanmış olması gerekmektedir (TCMB,2002).

<sup>87</sup> Yeni "Niyet Mektubu"nda parasal taban, bir performans kriterine dönüştürülmektedir. Bilindiği gibi, 2001 yılında uygulanan programda parasal taban için gösterge niteliğinde bir tavan vardır. Parasal tabanın gösterge niteliğinden performans kriterine yükseltilmesinin temel nedeni, enflasyona karşı daha güçlü bir çıpa yaratılmak istenmesidir.

**Tablo 34 : 2002 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler)**

MB Hedef Değişkenler		Hedef değer	Gerçekleşme
Parasal Taban <sup>a</sup> (Trilyon TL)	Şubat 2002	8.250	7.823
	Nisan 2002	8.900	8.680
	Haziran 2002	9.089	9.009
	Eylül 2002	10.600	10.104
	Aralık 2002	10.850	10.720
Net İç Varlıklar <sup>a</sup> (Trilyon TL)	Şubat 2002	26.100	24.318
	Nisan 2002	27.700	25.197
	Haziran 2002	28.739	26.374
	Eylül 2002	31.139	28.551
	Aralık 2002	33.139	28.603
Net Uluslararası Rezervler <sup>b</sup>	Şubat 2002	-6.500	-4.907
	Nisan 2002	-7.200	-4.926
	Haziran 2002	-7.800	-5.755
	Eylül 2002	-8.500	-5.889
	Aralık 2002	-9.700	-4.614

<sup>a</sup> Üst limit olarak belirlenmiştir.  
<sup>b</sup> Dönemsel değişimler için alt limit olarak, milyon dolar cinsinden belirlenmiştir.

**Kaynak:** (Yıllık Rapor,2001:77)'den yararlanılarak, tarafımdan hazırlanmıştır.

TCMB parasal hedefleme stratejisi ile, makroekonomik hedeflerle uyumlu bir parasal genişlemenin ötesine geçilmeyeceğine ilişkin ekonomik birimleri ikna etmeyi, diğer bir deyişle para arz fazlası yaratılmayacağı yönünde bekleyiş oluşturmayı amaçlamaktadır (TCMB Basın Duyurusu,2002).

Aslında TCMB, uygulamaya koyduğu programı, örtük enflasyon hedeflemesi olarak adlandırmaktadır. (Yıllık Rapor,2002:99). Söz konusu uygulamanın örtük enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılmasının nedeni, MB'nin enflasyon hedeflemesine geçmeyi beklemeden, kısa vadeli faizleri enflasyona yönelik kullanacak olmasıdır. Diğer bir deyişle, parasal taban talebi tahmininde bazı sorunlar olması veya başka ülkelerde gözlendiği gibi, parasal taban ile enflasyon oranı arasındaki ilişkinin zayıflaması durumunda, örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinin, söz konusu sakıncaları en aza indirecek ek bir çığpa işlevi görmesi beklenmektedir. Bu bağlamda TCMB, enflasyonun gelecekte alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidebilecektir. Böylelikle, sadece parasal taban çığpası ile yetinilmemekte, bir de öngörülen enflasyona bağlı olarak ek önlemler alınacağı taahhüt edilmektedir (TCMB Basın Duyurusu,2002).



Tüm bu gelişmeler dikkate alındığında 2002 yılı para politikası; temel amaç, ara ve operasyonel hedef değişkenler ve kullanılan para politikası aracı açısından şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 35 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 2002 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)	Operasyonel Hedef	Para Politikası Aracı
Fiyat İstikrarı	Parasal Taban	<ul style="list-style-type: none"><li>• Faiz</li><li>• Net İç Varlıklar</li><li>• Net Uluslararası Rezervler</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• API*</li></ul>

\* API ile birlikte bankalararası para piyasası bir para politikası aracı olarak kullanılmıştır. Ayrıca bankalararası para piyasası bünyesinde gerçekleştirilen, geç likidite penceresi ve gün içi limit uygulamaları da birer para politikası aracı olarak kabul edilebilir.

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

Dalgalı kur sistemine geçilmesiyle birlikte, MB'nin kısa vadeli faizler üzerindeki kontrolü artmıştır. Bu bağlamda; iç borcun sürdürülebilirliğine olan inanç, IMF'den ek kaynak girişi, Hazine'nin iç borçlanma faizlerinde düşüş ve belirsizliklerin azalışı gibi olumlu gelişmeler altında MB, gecelik faiz oranlarını kademeli olarak düşürmüştür. Yine, 1 Ağustos 2002 tarihinden başlayarak, MB'nin de katkılarıyla Türkiye Bankalar Birliği (TBB) tarafından, TL referans faiz oranı (TRLIBOR) ilan edilmeye başlanmıştır. Referans faiz oranının belirlenmesinin, kredi fiyatlamasında ve vadeli döviz fiyatları da dahil olmak üzere, diğer finansal araçların fiyatlamasında önemli rol oynayacağı düşünülmektedir (Yıllık Rapor,2002:78).

Ayrıca, bankalararası para piyasası bünyesinde oluşturulan geç likidite penceresi ve gün içi limit uygulamalarıyla<sup>88</sup>, bankalara ek likidite kolaylıkları sağlanarak, finansal sistemin istikrarı gözetilerek, fiyat istikrarının sağlanmasına hizmet edilmiştir.

2002 yılında dispoñibilite ve zorunlu karşılık oranları değiştirilmeden, bazı temel düzenlemeler yapılmıştır. Yeni uygulama ile; yabancı para yükümlülükler ve mevduat dışı diğer TL yükümlükler için tesis edilen zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi kararlaştırılmıştır. Böylece, finansal kurumların aracılık maliyetlerinin düşürülmesi amaçlanmıştır. Ayrıca, kasa ve efektif deposu dispoñibl değerler arasından çıkarılmış; dispoñibilite ve zorunlu karşılıklar için hesaplama, tesis ve

<sup>88</sup> **Geç likidite penceresi:** 1 Temmuz 2002'den itibaren, bankalararası para piyasasında, saat 16:00-16:30 arasında, borç veren son mercii olma işlevi çerçevesinde, MB tarafından bankalara tanınan, bir gecelik (O/N) vadeli, likidite olanağı uygulamasıdır. **Gün içi limit ise,** sistemde gün içinde ortaya çıkan acil fon gereksinimlerinin karşılanabilmesi ve ödeme sisteminde tıkanıklığa yol açılmaması amacıyla, MB tarafından kullanılan olanaktır (Yığıt,2002:8-9).

bildirim süreleri ikişer hafta olarak belirlenmiştir. Bu uygulama ile, sistemi basitleştirmek ve bankaların yükümlüklerinin vadesi göz önüne alınarak uygulamada esneklik sağlamak amaçlanmıştır. Son olarak, bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve finansal piyasaların daha istikrarlı bir yapıya ulaşmasına katkı sağlamak amacıyla, TL ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarının üçer puanlık kısımlarının iki haftalık ortalama olarak tesis edilebilmesi uygulamasına da geçilmiştir.

### **13. 2003 YILI PARA POLİTİKASI**

TCMB, 2003 yılında da, 2002 yılında olduğu gibi, parasal hedefleme stratejisi altında, gelecek dönem enflasyon gelişmelerinin belirleyici olduğu bir politika uygulamıştır. Daha önce de değinildiği gibi, söz konusu uygulama MB tarafından örtük enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılmaktadır ve bu stratejide, parasal taban bir çıpa olarak kullanılmakla birlikte, para politikası kararları parasal tabandaki gelişmelerden çok, gelecek dönem enflasyonundaki gelişmelerine göre belirlenmektedir. Bununla birlikte, 2003 yılı para politikasının nihai tasarımı, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş öngörülmektedir.

Bu bağlamda 2003 yılı politika uygulamaları, 2002 yılının devamı niteliğindedir. Para politikasının temel amacı, enflasyon oranının gelişmiş ülkelerin enflasyon oranları düzeyine çekilmesi ve sürdürülebilir bir büyüme hızına ulaşılmasıdır (Serdengeçti,2003:41).

IMF ile yapılan Stand-By Anlaşması gereği, 5 Nisan 2003 tarihli niyet mektubu ile Aralık 2003 sonu için parasal taban, net iç varlıklar ve net uluslararası rezervler değişkenlerine ilişkin gösterge niteliğinde hedefler konulmuş, 25 Temmuz 2003 tarihli niyet mektubunda ise, parasal taban ve net uluslararası rezervler değişkenlerine ilişkin hedefler, performans kriteri niteliğine dönüştürülmüştür. Aşağıdaki tablodan da görüldüğü gibi, aralık ayı sonu itibarıyla, söz konusu hedefler tutturulmuştur.

**Tablo 36 : 2003 Yılı Para Politikası (Hedefler ve Gerçekleşmeler)**

MB Hedef Değişkenler		Hedef değer	Gerçekleşme
Parasal Taban <sup>a</sup> (Trilyon TL)	Aralık 2003	14.900	14.657
Net İç Varlıklar <sup>a</sup> (Trilyon TL)	Aralık 2003	28.400	25.997
Net Uluslararası Rezervler <sup>b</sup>	Aralık 2003	-2.000 <sup>b</sup>	-536 <sup>b</sup>

<sup>a</sup> Üst limit olarak belirlenmiştir. Ayrıca yeni program gereği, **Net İç Varlıklar**= MB Net İç Varlıklar+Hazine'nin IMF'ye borcu+Hazine'nin bir yıldan kısa vadeli döviz cinsinden borcu, olarak tanımlanmıştır.

<sup>b</sup> Dönemsel değişimler için alt limit olarak, milyon dolar cinsinden belirlenmiştir. Ayrıca, yeni program gereği **Net Uluslararası Rezervler**= MB Net Uluslararası Rezervleri-Hazine'nin IMF'ye borcu-Hazine'nin bir yıldan kısa vadeli döviz cinsinden borcu, olarak tanımlanmıştır.

**Kaynak:** (TCMB Basın Duyurusu,2004)'den yararlanılarak, tarafımdan hazırlanmıştır.

Sonuç olarak 2003 yılı para politikası; temel amaç, ara ve operasyonel hedef değişkenler ve kullanılan para politikası aracı açısından şu şekilde özetlenebilir:

**Tablo 37 : Para Politikası Uygulama Süreci Açısından 2003 Yılı Para Politikası**

Temel Amaç	Ara Hedef (Nominal Çıpa)	Operasyonel Hedef	Para Politikası Aracı
Fiyat İstikrarı	Parasal Taban	<ul style="list-style-type: none"><li>• Faiz</li><li>• Net İç Varlıklar</li><li>• Net Uluslararası Rezervler</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• APİ*</li></ul>

\* APİ ile birlikte bankalararası para piyasası bir para politikası aracı olarak kullanılmıştır. Ayrıca bankalararası para piyasası bünyesinde gerçekleştirilen, geç likidite penceresi ve gün içi limit uygulamaları da birer para politikası aracı olarak kabul edilebilir.

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

Parasal tabanın çıpa olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi altında, 2003 yılında da kısa vadeli faiz oranları bir politika aracı, bir başka deyişle operasyonel hedef değişken olarak, yoğun bir biçimde kullanılmıştır. Bu bağlamda, söz konusu politika aracının, kendisinden beklenen işlevleri yerine getirebilmesi için, öncelikle kısa vadeli faiz oranlarındaki değişikliklerin, diğer faiz oranlarını da değiştirmesi, buna ek olarak daha sonra, tüm bu değişikliklerin doğrudan ve dolaylı yollarla kredi miktarı, döviz kuru, bekleyişler gibi kanallarla, toplam talebi ve toplam arzı etkilemesi gerekmektedir (TCMB Basın Duyurusu,2004). Bu doğrultuda TCMB, 2003 yılında Nisan-Ekim döneminde, kısa vadeli faiz oranlarında altı kez indirmeye gitmiştir. MB'nin kısa vadeli faizleri düşürme kararının ardında, enflasyonun

gelecekte alacağı değerlerin, hedef değer ile uyumlu olduğu yönündeki olumlu bekleyişi yatmaktadır.

#### 14. DEĞERLENDİRME

Parasal hedefleme stratejisi bağlamında, Türkiye'de 1990 sonrası uygulanan para politikalarının, geniş tanımlı parasal büyüklüklerden çok, MB bilançosundan elde edilen dar tanımlı parasal büyüklüklere dayandığı görülmektedir. Bir başka deyişle, parasal hedefleme stratejisinin Türkiye'deki uygulanışı; ara hedef değişken olarak M1, M2 gibi parasal büyüklükler yerine, bu parasal büyüklüklerle ilişkisi olduğu düşünülen ve doğrudan MB'nin kontrolü altında olan rezerv para, parasal taban gibi MB bilançosundan elde edilen parasal büyüklüklerin kullanılması şeklinde olmuştur.

Bunun ardında, 1980 sonrası yaşanan ekonomik dönüşümün, para politikalarına yansımaları vardır. Çünkü, piyasa koşullarının işletilmesine dayalı bir ekonomik sistem seçimi beraberinde, piyasaya dayalı para politikası uygulamalarını gündeme getirmiştir. Ayrıca, dünya finans piyasalarında yaşanan serbestleşme süreci, ulusal ve uluslararası piyasalarda değişen koşulları dikkate alan bir MB'nin kısa sürede pozisyon alarak, piyasanın gereksinimine göre parasal rezervleri ve parasal göstergeleri kontrol etmesini de gerekli kılmıştır. Böylece, para politikasının yürütülmesinde para otoriteleri, belli parasal büyüklükleri dikkate alan stratejiler geliştirmeye başlamışlardır.

1990'lı yılların başlarında, parasal hedefleme stratejisinin Türkiye'de, fiyat istikrarından çok, TCMB'nin kendi bilanço büyüklüğünü kontrol edebilmesine yönelik uygulandığı, daha sonraki dönemlerde ise, finansal istikrarı sağlama çabasının ön planda olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, enflasyonla gerçek anlamda mücadelenin, 2000'li yıllarda başladığı söylenebilir. Aynı zamanda 2000'li yıllar, TCMB'nin, hedefleme stratejisinde değişikliğe gitmek istediği yıllardır ve TCMB, enflasyon hedeflemesinden daha sık söz eder hale gelmiştir.

Peki, TCMB neden enflasyon hedeflemesine geçmek istemektedir? Parasal hedefleme stratejisi, başarısız mı olmuştur, yoksa enflasyon hedeflemesi yeni bir moda mıdır? Çalışmanın izleyen bölümünde, parasal hedefleme stratejisinin, Türkiye için uygulanabilme koşulları ekonometrik analiz yoluyla değerlendirilmekte ve bu sorulara yanıt aranmaktadır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİNİN TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ: EKONOMETRİK BİR ANALİZ

Daha önce değinildiği gibi, parasal hedefleme stratejisi, MB'larının fiyat istikrarını sağlamada kullandığı stratejilerden biridir. Bir parasal stratejisi olarak parasal hedefleme; para arzı, MB parası, rezerv para, parasal taban gibi parasal büyüklükler ya da MB bilançosundan elde edilen net iç varlıklar (NİV) veya net dış varlıklar (NDV) gibi büyüklüklerin hedeflenmesi, bir başka deyişle izlenmesi, kontrol altına alınması anlamındadır.

Karfakis ve Parikh' e göre (1993:53) parasal hedefleme stratejisi, para arzı aracılığıyla enflasyonu kontrol edebilmek açısından önem taşımaktadır. Bir başka deyişle, para arzının ya da parasal büyüklüklerin kontrolü yoluyla parasal istikrarsızlıkları gidermek ve enflasyonu kontrol edebilmek mümkün olabilmektedir.

Mishkin (1999:13), parasal hedefleme stratejisinin daha önce belirtilen bütün avantajlarının iki temel koşula bağlı olduğunu ifade etmektedir: Birinci koşul, amaç değişkeni (enflasyon) ile hedeflenen büyüklük arasında güçlü ve güvenilir bir ilişki olması gerektiğidir. İkinci koşul ise, hedeflenen parasal büyüklüğün MB'nin kontrolü altında olmasıdır. Aksi durumda, parasal büyüklük politika yapıcıların niyetlerine ilişkin açık işaretler veremeyecektir ve bu durumda politika yapıcıların niyetlerini hesap verilebilir halde tutmak zorlaşacaktır.

Boughrara (2003:2-6), parasal hedefleme stratejisini, uygulama bazında değerlendirmek için, gerekli ve yeterli koşulların sağlanıp sağlanamadığının dikkate alınması gerektiğini belirtmektedir. Boughrara'ya göre;

- i) Operasyonel hedef (araç değişkeni), kontrol edilebilir olmalıdır<sup>89</sup>.
- ii) İstikrarlı (öngörülebilir) bir para çoğaltanı olmalıdır.
- iii) Ara hedef, kontrol edilebilir olmalıdır.
- iv) Ara hedef olarak seçilen parasal büyüklük ile temel amaç arasında güçlü bir ilişki olmalıdır.
- v) İstikrarlı bir para talebi fonksiyonu olmalıdır.

<sup>89</sup> Bu koşul, döviz kuru sisteminin esnek olmasını gerektirmektedir. Çünkü sabit kur sisteminde, MB'nin parasal büyüklükler üzerindeki kontrolü zayıflamaktadır. Oysa esnek kur sistemi, MB'na politika araçlarını kullanmada esneklik sağlamaktadır (Acar Balaylar,2001:53-56).

Söz konusu koşulların tümü Boughrara açısından, gerekli ve para politikasının etkinliği açısından önemli koşullardır. Boughrara'ya göre yeterli koşul ise, hedeflerin kamuoyuna ilanının, ekonomik beklayişler üzerindeki etkisinin ampirik olarak değerlendirilebilmesidir. Hedef değişkenlerin ve hedef değerlerin kamuoyuna ilan edilmesinin ardında, kamuoyunun beklentilerine yön verme amacı vardır. Hedefler ilan edildiğinde, parasal büyüklüğün gerçekleşen değeri ile hedef değerinin karşılaştırılmasıyla elde edilecek bilgi, MB'nin niyetleri konusunda ekonomik aktörleri aydınlatmaktadır. Bu nedenle, hedeflerin kamuoyuna ilan edilmesinin beklentiler üzerine etkisinin değerlendirilmesi, önemli bir süreçtir.

Bilindiği gibi, monetarist teoriye dayanan parasal hedefleme stratejisi açısından, para arzı artışının enflasyonist süreçte önemli bir rolü vardır. Bu bağlamda, monetaristlere göre, temel amaç ile hedef büyüklük arasında uzun dönemde güçlü ve güvenilir bir ilişki olmalıdır. Özmen (2003:12), para arzının ara hedef olabilmesi için, ara hedefin temel amacı belirleyebilmesi gerektiğini belirtmektedir. Bir başka deyişle, para arzı ile temel amaç enflasyon arasında, para arzının enflasyonu belirlediği, istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişki (enflasyon denklemi) olması gereklidir. Ancak Özmen'e göre, enflasyonun kaynağının, para talebi artış hızının üzerinde bir para arzı büyümesi olduğu kabul edilse bile, veri bir para arzı değişmesinin ne kadar enflasyona yol açacağını görebilmek için, para talebinin de istikrarlı ve öngörülebilir olması gerekmektedir.

Bu bağlamda, Cabos,Funke ve Siegfried'in (1999:3) de belirttiği gibi, para talebinin parasal hedefleme stratejisi içindeki rolü, parasal büyümeyi enflasyon oranına bağlamadaki rolüne dayanmaktadır. Bir başka deyişle, para arzı artışı ile enflasyon arasındaki temel ilişki,  $M/P=m(y,i)$  olarak gösterilen ve para arzı=para talebi şeklinde ifade edilen, para piyasası denge koşulundan hareketle elde edilmektedir<sup>90</sup>(Hossain ve Chowdhury,1998:160).

Daha önce değinildiği ve Türkiye örneğinde de görüldüğü gibi, parasal hedefleme stratejisinde bazen, ara hedef olarak para arzı yerine rezerv para ya da parasal taban gibi bir büyüklük hedef değişken olarak kullanılmaktadır. Bu uygulamanın başarılı olup olmayacağı, daha önce açıklanan koşulların yerine getirilip, getirilmediğine bağlı olmaktadır. Özmen (2003:12), bu koşullar içinde parasal taban değişkeninin diğer parasal büyüklükleri belirleyebilir olmasının ve

<sup>90</sup> Burada  $M$ :para stokunu,  $P$ :fiyat düzeyini göstermektedir.  $m$  ile ifade edilen fonksiyon reel para talebini göstermekte ve  $y$ :reel geliri,  $i$ :nominal faiz oranını ifade etmektedir.



diğer parasal büyüklükler ile arasındaki çoğaltan ilişkisinin, istikrarlı olmasının ön plana çıktığını ifade etmektedir. Bu, aynı zamanda Boughrara'nın gerekli koşullar arasında saydığı kontrol edilebilirlik için de önem taşımaktadır. Çünkü, Boughrara'ya göre, para çoğaltanındaki değişmelerin nedenlerinin saptanabilmesi, politikanın yürütülmesi açısından önem taşımaktadır<sup>91</sup> (Boughrara,2003:7).

Keyder (2002:453), parasal hedefleme stratejisi yaklaşımında, para otoritesinin kontrolü altındaki parasal tabanın ne düzeyde tutulması gerektiğinin; Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) ile para arzı arasındaki ilişkiyi gösteren paranın dolanım hızının ve para arzı (=para talebi) ile parasal taban arasındaki ilişkiyi gösteren para çoğaltanının kullanılarak belirlendiğini ifade etmektedir. Keyder, bu yaklaşımın başarılı olabilmesi için istikrarlı, bir başka deyişle önceden tahmin edilebilir bir para çoğaltanı ve paranın dolanım hızı fonksiyonu gerektiğini ifade etmektedir.

Mishkin'e göre (1999:13), dolanım hızındaki bir istikrarsızlık durumunda, parasal büyüklük ile amaç değişkeni arasındaki ilişki zayıflayacak, bu durumda da parasal hedefleme stratejisi işlemeyecektir. Zayıf ilişki, hedefe ulaşarak amaç değişkenine ilişkin istenilen sonucunun elde edilemeyeceğini ve bu yüzden parasal büyüklüğün, para politikasının davranışına (tutumuna) ilişkin yeterli işareti daha fazla sağlayamayacağını ifade etmektedir. Bu bağlamda, parasal büyüklükler ile enflasyon ve nominal gelir gibi amaç değişkenleri arasındaki ilişkinin zayıflaması, parasal hedeflemeyi sürdürmek isteyen ülkelerde önemli sorunlara yol açmaktadır.

Bununla birlikte, istikrarlı bir dolanım hızı fonksiyonunun ardında, istikrar gösteren bir para talebi denklemi vardır. İstikrarlı bir para talebi denkleminin varlığı, aynı zamanda, istikrarlı bir para çoğaltanı için de gereklidir.

İstikrar kavramı; istikrarlı olup olmadığı araştırılan fonksiyonun açıklanan değişkeni ile açıklayıcı değişkenleri arasındaki ilişkinin içeriği açısından ele alındığında (Keyder,2002:276), para talebi fonksiyonunun istikrarı ile para arzı (para piyasası dengesi durumunda para talebine eşittir) ve belirleyicileri arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığının belirlenmesi ifade edilmektedir.

---

<sup>91</sup> Söz konusu ifade, para çoğaltanının öngörülebilir olmasının önemini vurgulamaktadır.

Para arzı (=para talebi)<sup>92</sup> ve belirleyicileri arasındaki ilişki, uzun dönem reel para talebi denklemi ile ifade edilmektedir. Böyle bir uzun dönem ilişkisinin elde edilmesi (bir başka deyişle böyle bir ilişkinin varlığının gösterilmesi), söz konusu para talebi denkleminin aynı zamanda istikrarlı olduğunu da gösterecektir. İstikrarlı bir para talebi denklemi ise, para talebi denklemini oluşturan değişkenlerdeki değişmelerin, öngörülebileceğini yani tahminlenebileceğini ifade etmektedir. Gelir, faiz oranı, enflasyon beklentisi gibi değişkenler ile açıklanan istikrarlı bir para talebi denkleminin elde edilmesi durumunda, MB tarafından gerçekleştirilen bir para arzı artışının, söz konusu değişkenleri beklenen yönde etkilemesi ve bu yolla, para talebinin yeni para arzı düzeyine çıkması ve para piyasasının yeniden dengeye ulaşması mümkün olabilecektir (Keyder,2002:328). Kuşkusuz 'istikrar' kavramı; sabitlik, değişmezlik anlamında ele alınmamakta, tahmin edilen (bağımlı değişken) değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin doğasını belirtmektedir (Keyder,1989:31).

Siddiki (2000:1977), hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde para talebi fonksiyonunun istikrarının, parasal büyüklüklerdeki değişme ile para talebi fonksiyonunda yer alan değişkenlerdeki değişme arasında güvenilir ve tahminlenebilir bir ilişki (bağlantı) sağladığı için, makroekonomik politikaların uygulanmasında son derece önemli olduğunu ifade etmektedir. Siddiki'ye göre bu güvenilir ve tahminlenebilir ilişki, ekonomik etkinliklere yön vermede parasal büyüklük hedeflemesi stratejisine gereksinim duyan herhangi bir politikanın başarısı için yaşamsal öneme sahiptir.

Benzer bir vurgu, Ghatak ve Ghatak (1994) tarafından da yapılmıştır. Ghatak ve Ghatak (1994:1), para talebine ilişkin tahminin güvenilirliğinin, istikrarlı bir para talebi fonksiyonuna dayanan anti-enflasyonist istikrar politikalarının başarısı için önem taşımakta olduğunu belirtmişlerdir.

Karfakis ve Sidiropoulos'a göre (2000:83), böylesi bir sistematik ilişkinin varlığını araştıran dönem analizi sonucunda, uzun dönem istikrarlı bir para talebi denklemi elde edilmiş ise, parasal hedefleme stratejisi kullanılabilir. Munoz (2001:503) da benzer bir şekilde, para arzının MB tarafından kontrol edilebilir olması

---

<sup>92</sup> Laidler (1983:177), talep edilen para miktarının gözlemlenebilen bir değişken olmadığını, ölçülebilen tek büyüklüğün, arz edilen para miktarı olduğunu belirtmektedir. Ancak bu durumda, para piyasasında denge olduğu varsayılarak, talep edilen para miktarının arz edilen para miktarına eşit olduğu söylenebilir. Ayrıca, para arzının para talebinden bağımsız bir şekilde kaydığı varsayımı da, bu noktada önemlidir.

ve istikrarlı bir uzun dönem para talebi elde edilmesi durumunda, parasal hedeflemenin ön koşullarının gerçekleşeceğini belirtmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde, parasal hedefleme stratejisinin uygulama bazında değerlendirilebilmesi için, gerekli ve yeterli koşulların sağlanıp sağlanmadığı araştırılmaktadır. Bu bağlamda, varlığı araştırılan söz konusu koşullar; ara hedefin kontrol edilebilir olup olmadığı, temel amaç ile hedef değişken arasında bir uzun dönem ilişkisi olup olmadığı ve istikrarlı bir para talebi denkleminin var olup olmadığıdır. Bunlara ek olarak, ara hedef olarak seçilen değişkenin standart sapmasının düşük olup olmadığı da bir diğer araştırma konusu olarak ele alınmaktadır. Çünkü, ara hedef olarak seçilen parasal büyüklüğün standart sapmasının yüksek olması, söz konusu değişkenin son derece oynak (volatile) olduğunu göstermektedir. Bu durum, temel amaç olan düşük enflasyon tahmininin tutturulmasını güçleştirebilecektir (Baydur ve Süslü,2002:42).

Bu bölümde, kontrol edilebilirlik, temel amaç-ara hedef ilişkisi ve para talebi denkleminin istikrarı zaman serisi verileri ve çok değişkenli koentegrasyon tekniği ile test edilmektedir. Kontrol edilebilirlik bağlamında; M2 para arzı- rezerv para arasındaki uzun dönem ilişkisi, temel amaç-ara hedef bağlamında ise; enflasyon- rezerv para ya da enflasyon- M2 para arzı arasındaki uzun dönem ilişkisi araştırılmaktadır.

Bu bölümün birinci kısmı; para talebi ile ilgili kavram bazında açıklamalar ile kısa bir teorik değerlendirmeden oluşmaktadır. İkinci kısım; para talebinin tahminine ilişkin yabancı ülkelerde ve Türkiye'de yapılmış olan çalışmalardan bazı örnekleri içermektedir. Üçüncü kısımda; ekonometrik yöntem ile ilgili açıklamalar yer almaktadır. Dördüncü kısımda; inceleme dönemi, veriler, kullanılan değişkenler, kontrol edilebilirlik koşulu, temel amaç-ara hedef ilişkisi ve para talebi denklemleri ile bunlara ilişkin açıklamalar, beşinci ve son kısımda ise; konunun bütününe ilişkin bir değerlendirme yer almaktadır.

## **1. PARA TALEBİ: TANIM VE TEORİK ÇERÇEVE**

Ekonomik karar birimleri, yalnızca mevcut mal ve hizmete ilişkin ne kadar tüketimde bulunacakları, ne kadar yatırım yapacakları veya benzer diğer konularda karar vermemekte, varlıkları olarak adlandırılacak öğeleri, ne olarak elde tutacaklarına da karar vermektedirler. Laidler'e göre (1983:8), kişilerin varlıklarını nasıl elde tutacaklarına karar verirken karşılaştıkları temel sorun, varlıklarını para ve diğer varlıklar arasında nasıl ayırmaları gerektiği konusudur.

Varlıklar içinde bir öge olan paraya ilişkin talep, aslında bu açıdan bakıldığında, diğer varlıklara ilişkin talepten çok da bağımsız görünmemektedir. Para talebi; makro düzeyde bir ekonominin, mikro düzeyde ise, kişilerin kullanmak istediği para miktarı (Paya,1998:24) ya da ekonomik karar birimlerinin gereksinim duydukları birinci derece likitler toplamı (Ergin,1972:169) olarak tanımlanabilir. Para talebi teorisi ise, mikro düzeyde kişilerin, makro düzeyde ise ekonominin niçin ve ne miktar para tutmak istediğini araştırmakta ve tutulan para miktarındaki değişimlerin ekonomik yansımalarını incelemektedir (Paya,1998:68).

Para talebine ilişkin teoriler Klasik, Keynesyen, Monetarist, Yeni Keynesyen ve Yeni Klasik Teori şeklinde son derece basit bir sınıflandırma altında incelenebilmektedir. Söz konusu bu teoriler içinde Klasik, Keynesyen, Monetarist ve Yeni Keynesyen teoriler paranın önemi, para talebinin istikrarı ve para politikalarına ilişkin ayrıntılı incelemelere girerken, Yeni Klasik Teori daha ziyade para politikalarının etkinliği konusunda inceleme yapmış ve önerilerde bulunmuştur.

İktisat yazınında paranın önemine ve para talebine ilişkin katkı yapan pek çok görüş<sup>93</sup> olmakla birlikte, para talebine ilişkin teorik görüşler şu şekilde özetlenebilir<sup>94</sup>:

---

<sup>93</sup> Belli başlı bazı yaklaşımlar şu şekilde sınıflandırılabilir: Klasik Miktar Teorisi (Hume, Ricardo, J.S. Mill, Malthus), Neo-Klasik Miktar Teorisi (Walras, Fisher, Marshall, Pigou, D.H.Robertson, M.Friedman), İsveç Okulu (K. Wicksell), Fransız Okulu (B. Nagoro, A. Aftalion), Avusturya Okulu (Hayek, Mrydal), Keynesyen ve Yeni Keynesyen Teori (Keynes, Tobin, Baumol), Yeni Klasik Okul (Muth, Lucas, Sargent, Wallace, Barro), Reel Konjonktür Teorisi (Prescott, Kydland, Plosser, King).

<sup>94</sup> Bu tablo; Paya (1998), Keyder (2002), Şimşek (1998), Öcal ve Çolak (1999), Laidler (1983), Parasız (1998a), Snowdon, Vane ve Włynarczyk (1994), Dow (1998) ve Ekelund ve Hebert (1990) 'dan yararlanılarak, tarafımdan hazırlanmıştır.

**Tablo 38 : Paraya, Para Talebine ve Para Politikasına İlişkin Çeşitli Teorik Görüşler**

TEORİLER		PARAYA İLİŞKİN GÖRÜŞLER	PARA TALEBİNE İLİŞKİN GÖRÜŞLER	PARA POLİTİKASINA İLİŞKİN GÖRÜŞLER
KLASİK MİKTAR TEORİSİ	Fisher Yaklaşımı	Para, yalnızca değişim amacı ile talep edilmektedir. Para yansızdır.	Paranın dolanım hızı sabit, dolayısıyla para talebinin faiz esnekliği sıfır, gelir esnekliği birdir.	Uzun dönemde üretim ve istihdam para politikası ile etkilenebilir.
	Cambridge Yaklaşımı (Marshall, Pigou)	Para yalnızca değişim amaçlı değil, servet saklama fonksiyonu nedeni ile talep edilmektedir. Para yansızdır.	Paranın dolanım hızı sabittir.	Uzun dönemde para politikası etkisizdir.
MODERN MİKTAR TEORİSİ (MONETARİZM)	Friedman	Para, değişim ve değer saklama fonksiyonu nedeni ile talep edilmektedir. Para, uzun dönemde yansızdır.	Uzun dönemde paranın dolanım hızı sabit değil, ancak istikrarlıdır. Para talebi, belirleyicileri ile istikrarlı bir ilişki içindedir. Para talebindeki değişimler, istikrarsızlık kaynağı değildir.	Parasal istikrarı sağlamak için, para arzı kontrol edilmelidir. Yani, parasal kural uygulanmalıdır. Paranın dolanım hızı istikrarlıysa ve önceden tahmin edilebiliyorsa, tek başına para politikası, toplam harcamaların kontrolünde zorunlu ve yeterlidir. Para politikasının reel üretim ve istihdam üzerindeki etkisi küçük, fiyat düzeyi üzerindeki etkisi büyüktür.
KEYNES VE YENİ-KEYNESYEN TEORİ	Keynes	Para işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdüsü ile elde tutulmaktadır. Para, bir peçe değildir. Reel faktörler üzerine etkilidir. Para arzındaki değişimin reel sektör üzerindeki etkisi, para talebi fonksiyonu ve yatırım talebi fonksiyonunun faize gösterdiği duyarlılığa bağlıdır.	Para talebinin ağırlık noktası beklentilerdir. Spekülasyon güdüsü ile para tutulması ve bu paranın piyasa faizine duyarlı olması, paranın dolanım hızı ile parasal gelir arasındaki ilişkiyi zayıflatmaktadır. Para talebi, dolayısıyla paranın dolanım hızı değişkendir. Para talebindeki değişimler, istikrarsızlık kaynağıdır.	Para politikasının başarısı; alınan önlemlerin faiz oranı, faiz oranındaki değişimin ise harcama kararları üzerindeki etki derecesine dolayısıyla, para arzını kontrol yerine, doğrudan faiz oranını etkilemeye ve kontrol etmeye bağlıdır.
	Tobin ve Portföy Teorisi	Para, çeşitli likit değerlere ait talep teorisinin bir parçasıdır ve ikâme edilebilir değerlerinin yalnızca birini oluşturmaktadır. Para tutulmasının nedeni, belirsizlikten kaynaklanmaktadır.	Para talebi fonksiyonunun belirlenmesinde risk faktörü de dikkate alınmaktadır. Ekonomideki para miktarı ile reel kesim arasında ilişki bulunmakla birlikte, bu sistematik (öngörülebilir) bir ilişki oluşturmamaktadır. Para talebi ve paranın dolanım hızı değişkendir.	Uygulanan para politikaları, ekonomide yarattıkları etki açısından şu şekilde sınıflandırılabilir: *Bireysel portföylerin içinde yer alan aktiflerin sadece getirisini etkileyen "servet etkisi yaratmayan para politikası" *Bireysel portföylerin risk yapısında değişime neden olan "servet etkisi yaratan para politikası"

YENİ KLASİK TEORİ 2. AŞAMA	Rasyonel Bekleyişler	Para, süper yansızdır.		Para politikası, hem kısa hem de uzun dönemde etkili değildir. Parasal otoritenin uygulayacağı en iyi iktisat politikası, hiçbir politikanın uygulanmamasıdır. Politika etkinsizliği söz konusudur.
	Reel Konjonktür Teorisi	Para, yansızdır. Para içseldir. Reel GSMH belirlenirken paranın rolü yoktur.	Parasal büyüme ile üretimdeki büyüme arasındaki pozitif korelasyon, paradan üretime doğru değil, üretimden paraya doğru bir nedenselliği yansıtmaktadır.	Para politikası etkili değildir. Kısa dönemde bile para, üretimi etkilememektedir. Parasal büyümedeki değişiklikler yalnızca enflasyon oranını değiştirmektedir.
NİSPİ FİYATLAR TEORİSİ	Brunner, Meltzer ve Servet Uyumlaması Yaklaşımı	Paranın rolü çok önemlidir. Para bir yatırım aracıdır.	Para bir yatırım aracı olduğu için, diğer herhangi bir değer talebini etkileyen faktörler, para talebi için de geçerlidir. Para talebi fonksiyonu büyük ölçüde istikrar göstermektedir.	Para politikası ile portföyün istikrarı bozulmadığı takdirde, sistem kendiliğinden denge çizgisini izleyecektir.

**Kaynak:** Tarafımdan düzenlenmiştir.

Herhangi bir standart teoride, para talebinin en basit fonksiyonel gösterimi şöyledir (Carruth ve Sanchez-Fung,2000:1440):

$$M=f(P,Y,R) \quad (5)$$

**M:** Nominal para balansları,

**P:** Fiyatlar genel düzeyi

**Y:** Sınır değişkeni

**R:** Para tutmanın alternatif maliyetini temsil eden getiri oranları vektörü

(5) nolu fonksiyonda yer alan sınır değişkeni, tutulabilecek para miktarının üst sınırını belirlemektedir. Bu değişkeni temsilen servet ya da gelir kullanılabilmektedir (Siddiki,2000:1979). Para tutmanın alternatif maliyeti olarak alınabilecek değişkenler ise, enflasyon beklentisi veya altın, yabancı para gibi değerlerin beklenen getiri oranı ya da alternatif menkul kıymetlerin beklenen getiri oranı olabilmektedir. Bu fonksiyonda yer almayan, ancak geniş tanımlı para arzının kullanıldığı durumlarda, para talebinin bir üçüncü açıklayıcı değişkeni ise, paranın



kendi getiri oranı<sup>95</sup> olmaktadır (Keyder,2002:332). Bu bağlamda, nominal para balanslarının, yukarıda ifade edilen makro ekonomik değişkenlerin "istikrarlı" bir fonksiyonu olması beklenmektedir.

Hangi teori içinde yer alırsa alsın, para talebi ile belirleyicileri arasındaki ilişkinin matematiksel ifadesi para talebi denklemini vermektedir. Zevk ve tercihlerin değişmediği ve para talebinin belirleyicilerindeki herhangi bir değişimin bir maliyetinin olmadığı varsayımı<sup>96</sup> altında para talebi denklemi; 'uzun dönem para talebi denklemi' olarak ele alınmaktadır. Uzun dönem para talebi denklemlerinin ortak özelliği ise, para talebinin fiyat esnekliğinin bir olduğunu varsaymalarıdır (Keyder,2002:335).

Bu durumda (5) nolu fonksiyonun reel para talebini ifade edecek şekilde düzenlenmesi ile;

$$\frac{M}{P} = f(Y, R) \quad (6)$$

elde edilir (Carruth ve Sanchez-Fung,2000:1440).

Para talebi denkleminin tahminine yönelik uygulamalarda; verilerin tanımı, özellikleri ve uygulanan istatistiksel ve ekonometrik yöntemlere ilişkin bazı sorunlarla karşılaşmaktadır<sup>97</sup>. Uygulamalı çalışmalarda, 'nominal para balansları' olarak ifade edilen paranın açık bir tanımı gerekmektedir. Neyin para sayılıp sayılmayacağı, uygulamalarda önem kazanmaktadır. Para arzının dar ve geniş tanımları (M1, M2, M3 ve M2Y ve M3Y) en yaygın kullanılan tanımlardır (Thomas,1993:350). Başarılı bir para politikasının ön koşulunun, istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığı olduğu dikkate alındığında, istikrarlı bir para talebini verecek olan para tanımı, en uygun tanım olacaktır (Keyder,2002:341). Bununla birlikte, paranın nominal terimlerle mi, reel ya da sabit fiyat terimleri ile mi yoksa reel kişi başına terimlerle mi ölçüleceği, bir diğer sorun olarak ortaya çıkmaktadır.

Paranın en uygun tanımına karar verme sorunu yanında, en uygun sınır değişkeninin seçimi de önemlidir. Bu seçimin yapılmasında, 3 temel gösterge söz konusudur; gelir, beşeri olmayan servet ve sürekli gelir. Bunların hepsinin bir arada

<sup>95</sup> Paranın kendi getiri oranı, para arzını(=para talebini) oluşturan vadesiz mevduat, vadeli mevduat gibi öğelerin, faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması şeklinde hesaplanabilir (Keyder,2002:332).

<sup>96</sup> Bu varsayım, uzun dönem açısından dengenin sağlandığı anlamına gelmektedir.

<sup>97</sup> Uygulamaya yönelik sorunlara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Keyder (2002:340-349), Laidler (1983:103-165) ve Thomas (1993:346-371).

kullanımı çoklu doğrusallık (multicollinearity)<sup>98</sup> sorunu yaratacağından, hangisinin kullanılacağına teori yardımıyla karar verilebilir. Örneğin, dar tanımlı para için işlem güdüsü belirleyici olacağından, gelir en uygun sınır değişkeni olarak kullanılabilir. Uygulamalı çalışmalarda gelir, genellikle reel fiyatlarla net ya da brüt ulusal üretim olarak tanımlanmaktadır.

Bu sorunlara ek olarak, hangi faiz oranı değişkeninin para talebi fonksiyonunda yer alacağı konusunda da bazı güçlükler söz konusudur. Spekülatif güdü söz konusu ise, uzun vadeli faizlerin, işlem güdüsü söz konusu ise kısa vadeli faizlerin daha uygun olacağı öngörülmektedir .

Friedman tipi analizlerde ise tüm alternatif varlıkların getiri oranları söz konusudur. Bununla birlikte, tüm faiz oranları birlikte hareket etme eğilimi içinde olacaklarından, çoklu doğrusallık sorunu zaman içinde görülebilir. Bu nedenle, tek bir faiz oranı değişkenini kullanmak daha uygun olacaktır. Ancak uygulamada, kısa ve uzun dönem faiz oranları bir arada kullanılabilir.

Pek çok teorik çalışmada, paranın kendi getirisi sıfır kabul edilmektedir. Bununla birlikte pratikte, dar tanımlı paranın vadesiz ya da vadeli mevduat bileşiminin açıkça faize dayalı olması nedeniyle, paranın kendi getirisi de para talebi fonksiyonunda bir değişken olarak yer alabilir.

Paranın kendi getirisi ile ilgili bir diğer faktör, beklenen enflasyon oranıdır. Özellikle enflasyonun çok hızlı ve yüksek oranlarda değiştiği dönemlerde dikkate alınması gerekmektedir. Cagan (1956)'dan beri, bu değişken adaptif (uyarlanmış) beklentiler hipotezi ile ifade edilmektedir. Bu, beklenen enflasyonun cari ve geçmiş enflasyon oranlarının dağıtılmış gecikmeli fonksiyonları ile ölçülmektedir (Thomas,1993:350-351). Bununla birlikte, beklenen enflasyonun elde edilmesinde, beklentilerin elde edilebilir tüm bilgiye dayalı olduğu rasyonel beklentiler hipotezi de önem taşımaktadır.

Verilerin tanımlanmasına ilişkin yukarıda belirtilen tüm bu sorunların yanı sıra, verilerin özellikleri ve uygulanan ekonometrik yöntemlere de ilişkin bir takım sorunlar bulunmaktadır.

---

<sup>98</sup> Çoklu doğrusallık ya da çoklu bağıntı sorunu, ekonometrik denklemin açıklayıcı değişkenleri arasındaki ilişkinin derecesi ile ilgili bir sorundur. Bu sorun, tahmin sonuçlarının sapmalı çıkmasına neden olmaktadır (Uygur, 2001a:235).

Para talebi fonksiyonu ile ilgili yapılan uygulamalı çalışmaların çok büyük bir kısmı zaman serisi verilerinden oluşmaktadır<sup>99</sup>. Para talebi fonksiyonundaki değişkenlerin çoğu, söz konusu zaman içinde uzun-dönemli, yukarıya doğru bir trend içermektedir. Diğer bir ifade ile, söz konusu değişkenler, örneğin mevsimlik ve devresel hareketler nedeni ile kısa dönemli dalgalanmalar gösterebilir, uzun dönemde genellikle artmakta veya bazen de azalmaktadırlar (Uygur,2001a:101). Böyle bir trendin varlığı durumunda, para talebi fonksiyonunun tahminlenmesi sonucu elde edilecek bulgular, sahte korelasyon sonuçlarına bağlı olarak, doğru olmayacaktır. Bu nedenle son yıllarda para talebine ilişkin çalışmalarda araştırmacılar, bu sorunu dikkate alan koentegrasyon teknikleri<sup>100</sup>, hata düzeltme modelleri gibi yeni yaklaşımları uygulamaktadırlar. Bu bağlamda çalışmanın izleyen kısmı, özellikle yeni ekonometrik yaklaşımları içeren çalışmalardan bazı örnekleri içermektedir.

## **2. PARA TALEBİNİN TAHMİNİNE İLİŞKİN YABANCI ÜLKELERDE ve TÜRKİYE'DE YAPILMIŞ ÇALIŞMALARDAN ÖRNEKLER**

Çalışmanın bu kısmında, çeşitli ülkelerin ve Türkiye'nin para talebi tahminlerine ilişkin yapılmış çalışmalardan bazı örnekler verilmektedir. Söz konusu örnekler incelendiğinde, uygulanan ekonometrik yöntemlerin genelde, zaman serisi verilerine ilişkin son dönem gelişmeleri içeren yöntemler olduğu görülmektedir.

Ülke örnekleri ve Türkiye'ye ilişkin çalışmalar tablolar aracılığı ile verilmektedir. Tablolarda; çalışmanın hangi ülke için yapıldığı, incelenen dönem, kullanılan ekonometrik yöntem ve değişkenler ile çalışmanın amacı ve çalışmayı yapanlara ilişkin bilgiler yer almaktadır. Türkiye için yapılan çalışmaların örneklendiği tabloda ise, yukarıdaki bilgilere ek olarak, çalışmanın bulgularına ve sonuçlarına da yer verilmiştir.

<sup>99</sup> Zaman serisi verilerinin özellikleri ve zaman serisi verileri ile çalışılan modellerde dikkat edilmesi gereken konulara ilişkin özet bir değerlendirme, ilerleyen kısımlarda yer almaktadır.

<sup>100</sup> Tek denklem ya da VAR yaklaşımı gibi alternatifler söz konusu olabilir. Bu konuya ilişkin ayrıntılı açıklama, çalışmanın izleyen kısımlarında yer almaktadır.

Tablo 39 : Çeşitli Ülkelerin Para Talebi Tahminine İlişkin Yapılmış Çalışmalardan Örnekler

Ülke	Dönem	Ekonometrik Yöntem	Değişkenler	Amaç	Kaynak
Hindistan	1950 - 1986	Engle-Granger Koentegrasyon ve ECM (Tek denklemler yaklaşımı)	Reel para arzı, reel gelir, reel faiz oranları, enflasyon oranı, enflasyon beirsizliği	Para talebi ile para talebinin belirleyicileri arasında söz konusu dönemi temel alan uzun dönemli istikrarlı bir ilişki belirlemek.	Ghatak ve Ghatak (1994)
Yunanistan	1960:1-1989:1	Kısıtlanmamış VAR (Unrestricted VAR) Johansen Koentegrasyon	Dar tanımlı para stoku, tüketici fiyat endeksi, reel GSYİH, ticari bankalardaki tasarruflar mevduatı faiz oranı	Finans sektöründeki düzenlemelerin para talebi üzerine etkilerini görmek ve en son ekonometrik teknikleri kullanmak.	Psaradakis (1993)
Yunanistan	1986:1- 1995:4	Johansen Koentegrasyon	Reel para arzı (M1), reel GSYİH, tüketici fiyat endeksi, 3-12 aylık mevduat faiz oranı	Dar tanımlı para stoku (M1) için uzun dönemli istikrarlı bir ilişkinin varlığını belirlemek.	Karfakis ve Sidiropoulos (2000)
Kamerun	1963/64-1993/94	Johansen Koentegrasyon ve ECM	Reel para arzı (M2), mevduat faiz oranı, tüketici fiyat endeksi, GSYİH, Fransız para piyasası faiz oranı, \$ kuru başına CFA depresyasyon oranı	Geniş tanımlı para arzı, gelir ve getiri oranları vektörü arasında istikrarlı bir ilişki olduğu hipotezini sistem koentegrasyon analizi ve ECM yolu ile test etmek	Nachegea (2001)
Dominik Cüm.	1950 – 1996	Johansen Koentegrasyon ve ECM	Nominal para stoku (M1), reel GSYİH, GSYİH deflatörü, uzun vadeli (30 yıllık) Amerikan hazine bonusu faiz oranı, karaborsa döviz kuru (reel)	Söz konusu döneme ilişkin uzun dönemli istikrarlı bir para talebi denklemini tahmin etmek	Carruth ve Sanchez-Fung (2000)
Jamaika	1961:2-1993:4	Johansen Koentegrasyon	Nominal para arzı (M1), tüketici fiyat endeksi, döviz kuru, reel GSYİH, hazine bonusu faiz oranları, döviz kuru riski (döviz kuru değişkeninin varyansı)	Jamaika üzerine daha önce yapılmış çalışmaların istatistiksel açıdan güçsüzlüğünü ve model belirleme hatalarının giderilmesini sağlamak ve istikrar ve dışsalılık testlerini çalışmaya eklemek	Ghartey (1998)
Rusya	1991 Ocak- 1997 Haziran	Johansen VAR Analizi	Reel para arzı (M2), reel gelir, enflasyon oranı, döviz kuru	Rusya için uzun dönemli bir para talebi denklemini tahmin etmek	Bahmani-Oskooee ve Barry (2000)
Almanya	1969:1-1989:4 1969:1-1994:4 1969 Ocak-1989 Aralık 1969 Ocak-1996 Ekim	Phillips-Perron Birim Kök Testi Johansen Koentegrasyon Chow Forecast Testi	M1, M2, M3, çeyrekli verilerde reel GSYİH, GSYİH deflatörü, aylık verilerde sanayi üretim endeksi, Toptan eşya fiyat endeksi, bankalararası para piyasası 3 aylık faiz oranı	Doğu ve Batı Almanya'nın 1990 yılında birleşmelerinin, 1990'lardaki para talebi fonksiyonunun istikrarı üzerine etkilerini araştırmak	Hamori ve Hamori (1999)

Almanya	1976:1-1994:2	Johansen Koentegrasyon ve ECM	M3 para arzı, uzun vadeli faiz oranı, tasarruf mevduatı faiz oranı ve 3 ay vadeli mevduat faiz oranının ağırlıklı ortalaması, reel GSMH, GSMH deflatörü ve fiyat endeksi	M3 para stokunun, Almanya'nın birleşmesini içeren süreçte istikrarlı olup olmadığını araştırmak	Walters ve Terasvirta (1998)
Tunus	1987:1-2000:1	VAR ve VECM	M2, parasal taban, TÜFE	Parasal hedefleme stratejisini uygulama bazında değerlendirmek Bu bağlamda M2 ile parasal taban ve M2 ile enflasyonu temsilen TÜFE arasında bir uzun dönem ilişkisi olup olmadığını saptamak	Boughrara (2003)
Bangladeş	1975 - 1995	ARDL (Oto-Regresif Dağıtılmış Gecikmeler)	Kişi başına M2 para arzı, kişi başına gelir, GSYİH deflatörü, banka ya da reeskont faiz oranı, yabancı faiz oranları	Para arzı (para talebini) (M2) fonksiyonunu, ARDL yaklaşımı ile tahmin etmek ve para talebi fonksiyonunun 1975-1995 dönemindeki finansal ve döviz kuru politikalarındaki değişikliklere karşın, istikrarlı olup olmadığını incelemek	Siddiki (2000)
Avustralya	1973:1-1990:3	Johansen Koentegrasyon	M3, GSYİH, GSYİH deflatörü, mevduat sertifikası getiri oranı, 10 yıllık hazine bonosu getiri oranı, döviz kuru	M3 parasal büyüklüğü için uzun dönemli bir reel para balansı denkleminin var olup olmadığının test edilmesi	Karfakis ve Parikh (1993)
Türkiye-İsrail	Türkiye için; 1978:1-1990:4 İsrail için; 1977:1-1988:4	Johansen Koentegrasyon	M1 ve M2 para arzları, reel üretim (sanayi üretim endeksi), döviz kuru	İstikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığının hem Türkiye hem de İsrail için test edilmesi	İzgi Koğar (1995a)
Japonya	1973:1-1990:4	Johansen Koentegrasyon	M1 ve M2 reel para arzları, reel gelir, faiz oranı, nominal döviz kuru	Japonya için istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığının araştırılması	Bahmani-Oskooee ve Shabsigh (1996)
Arjantin	1935 - 1962 1946 - 1962	Johansen Koentegrasyon	M1 ve M2 reel para arzları, reel gelir, enflasyon oranı	Finansal liberalizasyonun yaşandığı dönemlere ilişkin, para talebi fonksiyonunun istikrarını araştırmak	Choudhry (1995)

**Kaynak:** Tarafımdan düzenlenmiştir.



**Tablo 40 : Para Talebi Tahminine İlişkin Türkiye İçin Yapılmış Çalışmalardan Örnekler**

Dönem	Ekonometrik Yöntem	Değişkenler	Amaç	Bulgular/Sonuç	Kaynak
1980 Ocak - 1997 Aralık	Johansen Koentegrasyon	Dar tanımlı para stoku (M1), DİE tüketici fiyat endeksi, imalat sanayi üretim endeksi, 3 ay vadeli Hazine bonolarına uygulanan aylık faiz oranı	Kısa ve uzun dönem para talebi fonksiyonlarını birbirinden ayırarak, bu fonksiyonları koentegrasyon ve ECM yöntemleri ile tahmin etmek ve para talebinin fiyat esnekliğini değerlendirmek, söz konusu teorik yaklaşımların Türkiye örneğinde doğrulanıp doğrulanmadığını araştırmak	Uzun dönemde para talebinin gelir esnekliği birimden küçük bulunmuş, faiz oranlarının para talebi üzerinde önemli bir negatif etkiye sahip olduğu görülmüştür. Bu durum, izlenecek anti-enfasyonist bir istikrar programında faiz oranlarını düşürmeye dönük önlemlerin, TL talebini arttıracak ve parasal dengelerin sağlanmasında faiz oranının ihmal edilmemesi gereken bir değişken olduğunu ifade etmektedir.	Şıklar ve Gerek (1998)
1980:1-1991:2	Johansen Koentegrasyon	M2 para stoku, reel GSMH, Cumhuriyet altını fiyat endeksi, TL'nin nominal devallüasyon endeksi, 3,6,9 veya 12 aylık vadeli mevduat faizlerinin ilgili dönemde en yüksek oranda olanı	Para talebi literatüründeki teorik ve pratik düzeydeki gelişmeleri incelemek ve bu bağlamda Türkiye'nin para talebini tahmin etmek	Johansen modelinin yapısal istikrarı, genelden özele modeline göre çok daha iyi sonuçlar vermektedir. Enfasyonist beklentiler, para tutmanının önemli bir fırsat maliyetidir.	Yavan (1993)
1987 Ocak-1999 Aralık	Johansen Koentegrasyon	Geniş para arzı, TEFE (1987=100 bazlı), reel GSYİH, hazine bonusu faizi, TL mevduat faizi (aylık), aylık TEFE, üç aylık Eurodolar faizi (aylık bazda)	Geniş tanımlı para arzı ile reel gelir, faiz oranları, enfasyon ve beklenen döviz kuru arasındaki ilişkiyi araştırmak. Ayrıca söz konusu ilişkinin finansal liberalizasyon ve krizler ışığında değişip değişmediğini incelemek.	Tahmin sonuçları, Türkiye'de uzun dönem reel balans talebinin reel gelire, reel balansların kendi faizine, hazine kağıtlarının faizlerine, enfasyona ve beklenen döviz kuruna bağlı olduğunu göstermiştir. Ayrıca, beklenen döviz kuru değişkeninin önemli olması, Türkiye'de para ikamesinin varlığına işaret etmektedir.	Civcir (2003)
1960-1988	VAR yaklaşımı içinde ECM	Uluslararası rezervler, tüketici fiyat endeksi, reel gelir, reel altın fiyatları, reeskont oranı, M2 para Çarpanı, iç krediler (varlıklar), M2 para arzı	Türk ekonomisinin uzun dönemli nominal para balanslarının çok değişkenli koentegrasyon yaklaşımı kullanılarak belirlenmesi ve bunun hem tek denkleme hem de sistem yaklaşımına dayalı ECM ile modelleme sonuçlarının karşılaştırılması	ECM ve VAR yöntemlerinin tahmin sonuçları, birbirleri ile uyumlu çıkmıştır.	Civcir ve Parikh (1998)
1986 Ocak-1997 Haziran ve 1987 Ocak-1997 Mart	Johansen Koentegrasyon	M1, M2 ve M2X para arzları, vadeli mevduat faiz oranı, enfasyon oranı, devallüasyon oranı, hazine bonusu faizi, reel gelir	Türkiye için, anahtar parasal büyüklükler ile bu büyüklüklerin açıklayıcı değişkenleri arasında istikrarlı bir ilişki olup olmadığını saptamak	Finansal liberalizasyon ve kurumsal değişiklikler, yüksek enfasyon kadar, Türkiye'deki uygun parasal tanımlı etkilemiştir. Bu etki, döviz cinsinden mevduatların ağırlığını arttırmıştır.	Kesriyeli ve Yalçın (1998a)



1949-1993	Jarque-Bera Normallik Testi, Durağanlık Testleri	GSMH, M1, M2, M3	Paranın miktar teorisi ve dolanım hızının tarihsel gelişiminin gözden geçirilmesi ve Türkiye'de paranın dolanım hızının durağan olup olmadığının belirlenmesi	Değişen finansal çerçeve hesabı katıldığına, M1 dışındaki dolanım hızları için durağanlık hükmünün sağlandığı görülmektedir. Eideki bulgular, para politikası uygulamasında M2 ve M3 gibi parasal tanımların yıllık düzeyde hedeflenebileceğini göstermektedir.	Abaan (1995)
1966-1988	Basit Regresyon	M1 ve M2 para arzları, V1 ve V2 paranın dolanım hızları, reel GSMH, GSMH deflatörü, M1'in ortalama getirisi, M2'nin ortalama getirisi, alternatif maliyet olarak doların revalüasyon değeri ve LIBOR'un yer aldığı döviz kuru değişkeni	Türkiye'de 1980 öncesi ve sonrası paranın dolanım hızının ne derece istikrar gösterdiğini saptamak, ileriye yönelik yapılan dolanım hızı tahminlerinin parasal hedeflemede kullanılıp kullanılmayacağını tartışmak	M1'in dolanım hızında 1980'lerde önemli bir yapısal değişime bulunmuştur. Bununla birlikte 1980 sonrası tahminlenen yeni denklemler oldukça istikrarlıdır. Öngörülen M1 dolanım hızının parasal hedeflemede kullanılabileceği söylenebilir. M1 hedeflemesinin fiyat istikrarı politikasında daha etkin olabileceği görülmektedir. Ancak para ikamesi olgusunun azaltılmasında M2'nin de yakından izlenmesi gerekli olmaktadır.	Keyder (1989)
1965-1996	Engle-Granger İki Aşamalı Modelleme Yaklaşımı	GSMH, GSMH deflatörü, M1, M2, M1+mevduatlardan (varlık benzeri) oluşan M1X, M2+ mevduatlardan (varlık benzeri) oluşan M2X, V1 ve V2 dolanım hızları, M1 ve M2'nin kendi getirileri, döviz kurunun getirisi	Daha önce yapılan bir çalışmayı (Keyder, 1989) güncelleştirmek ve para talebi denklemindeki (dolayısıyla paranın dolanım hızındaki) 1980 sonrası muhtemel yapısal değişikliği yakalamaya çalışmak	Eide edilen tüm denklemlerde 1980 sonrası için önemli bir yapısal değişiklik görülmüştür.	Keyder (1998) Keyder (2002)
1987:1-2001:4	Johansen Koentegrasyon	M2Y, GSYİH, mevduat faiz oranı, hazine bonusu faiz oranı, TÜFE, reel efektif döviz kuru	Finansal liberalizasyon dönemini içeren 1987-2001 dönemine ilişkin geniş tanımlı para talebi denklemlerini tahmin etmek ve söz konusu dönemde para talebinin istikrarlı olup olmadığını araştırmak	Koentegrasyon analizi, Türkiye'de geniş tanımlı reel para talebinin uzun dönemli bir özelliğe sahip olduğunu göstermiştir. Uzun dönem dengesinde, para talebinin gelir esnekliği, bire yakın bulunmuştur. Ayrıca, alternatif yatırım araçlarının getirisini temsilen hazine bonusu faiz oranı negatif, paranın kendi getirisini temsilen mevduat faiz oranı pozitif işaretli, denklemlerde yer almaktadır. Bu bulgular, ekonomik teoriye de uygundur.	Mutluer ve Barlas (2002)

1986 Ocak-1994 Aralık	Johansen Koentegrasyon	M1, M2, M2Y, Rezerv para, Merkez bankası parası, her bir para arzı tanımını için para çarpanı	Türkiye'de para çarpanının istikrarını test etmek	Sonuçlar M2 ve M2Y geniş tanımlı para arzı büyüklüklerinden elde edilen para çarpanları durağan değilken, M1 para çarpanının durağanlık sergilediğini göstermektedir. Ayrıca para arzı ile para çarpanının istikrarını gösteren parasal taban arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu Johansen koentegrasyon yöntemi ile ortaya konmuştur. M2 ve rezerv para arasında kointegre bir ilişki olmaması para ikamesi etkisini yansıtabilir olmaktadır.	Şahinbey oğlu (1995)
1987:1-2003:3	Johansen Koentegrasyon	M (emisyon hacmi), TÜFE (1987=100), Özel kesim tüketim harcamaları (1987 faktör maliyetleriyle), üç aylık hazine bonusu faiz oranı, nominal döviz kuru)	Reel para balansları ile reel gelir ve alternatif maliyet değişkenleri arasındaki ampirik ilişkiyi araştırmak.	Türkiye'de reel nakit balans talebinin, reel gelire, hazine bonusu faizlerine ve döviz kuruna bağlı olduğu bulunmuştur.	Akıncı(2003)

**Kaynak:** Tarafımızdan düzenlenmiştir.

### 3. EKONOMETRİK YÖNTEM

Özelde para talebi denkleminin tahmininde, genelde ise, zaman serisi kullanılan uygulamalı çalışmaların hepsinde, birbirleri ile ilişkisi araştırılan tüm değişkenlerin durağan olup olmadıklarının, yani bir trend içerip içermediklerinin belirlenmesi, elde edilecek bulguların istatistiksel ve iktisadî anlamlılığı açısından büyük önem taşımaktadır.

Klasik regresyon analizi, zaman serisi değişkenlerini durağan, bir başka deyişle varyansı ve ortalaması zaman içinde değişmeyen (sabit) kabul etmektedir. Oysa, yukarıda, uygulamalarda karşılaşılan sorunlar kısmında da değinildiği gibi, para talebi fonksiyonundaki değişkenler, zaman serisi verilerinden elde edilmekte ve çoğu, zaman içinde yukarıya doğru bir trend içermektedir.

Yeni ekonometrik yaklaşımlar, klasik regresyon analizinin aksine, bu olgunun varlığını dikkate almakta ve kullanılan verilerin zaman serisi özelliklerinin belirlenmesine ve yapay olarak şişkin ve geçersiz test istatistikleri vb. gibi sahte regresyon sonuçlarının giderilmesine katkıda bulunmaktadır.

Verilerin zaman serisi özelliklerinin belirlenmesi süreci, aslında serilerin bütünleşme (entegrasyon) düzeylerinin belirlenmesi sürecidir ki, ortalaması ve varyansı zaman içinde değişmeyen seriler durağan olarak adlandırılır ve bu serilerin bütünleşme düzeyi sıfırdır<sup>101</sup>.

Uygulamalı çalışmalarda verilerin durağanlığı şu açıdan önem taşımaktadır: İktisat politikasının temel amacı, değişkenler arası ilişkilere belli bir yön vermektir (Savaş,1982:428). İktisat politikası önerileri, değişkenler arası ilişkilerin yani parametrelerin doğru tahminlenmesine dayanmaktadır. Parametrelerin doğru tahminlenebilmesi ise, parametreleri oluşturan değişkenlerin elde edildiği verilerin durağan olmasına bağlı olmaktadır. Bir başka deyişle, politikalar parametreleri etkileyebildikleri ölçüde başarılıdır ve politikaların parametreleri etkileyebilme güçleri ve tutarlı olabilmeleri, parametrelerin zaman içinde değişmemesine bağlıdır. Bu nedenlerle bu çalışmada, durağanlık sorununu dikkate alan yeni ekonometrik yaklaşımlar bağlamında, koentegrasyon analizi kullanılmaktadır<sup>102</sup>.

<sup>101</sup> Durağan seriler I(0) olarak gösterilir.

<sup>102</sup> Çalışmanın bu kısmında, koentegrasyon analizi ile ilgili değerlendirmeler şu kaynaklardan yararlanılarak derlenmiştir: Engle ve Granger (1987), Charemza ve Deadman (1997), Maddala ve Kim (1998), Enders (1995), Utkulu (1993), Utkulu (1997b), Utkulu (2000), Kutlar (2000), Thomas (1993), Holden ve Perman (1994), Balak Demiray (1998) ve Arı (2001).

Koentegrasyon analizi; durağanlık olgusunu dikkate almakla birlikte, analizde yer alacak değişkenlerin durağan olması gibi bir kısıt içermemekte, ancak değişkenlerin aynı düzeyde bütünleşik (entegre) olması ön koşulunu içermektedir. Çünkü, durağan olmayan serilerin durağan hale getirilmesi yani seriler durağan hale gelinceye kadar serilerin farkının alınması işlemi, değişkenlere ait değerli bilgi kaybına yol açabilmektedir. Bu nedenle, yapılması gereken ilk iş, serilerin bütünleşme düzeylerinin belirlenmesidir. Eğer analize dahil edilen değişkenler, aynı derecede bütünleşik ve zaman içinde birlikte hareket ediyorlar ise, bu durum değişkenler arasında araştırılan teorik ilişkinin ampirik olarak doğrulandığını ifade etmektedir.

Ekonometrik analizlerde kullanılan serilerin durağan olması durumunda, söz konusu seriler geçmişe ilişkin çok az bilgi taşıyacaklarından, herhangi bir şokun etkisi geçici olacak ve seriler ortalamaları etrafında hareket edeceklerdir. Bununla birlikte, durağan olmayan seriler ise, serinin varyansı zamanın bir fonksiyonu haline geldiğinden, geçmişteki bir şokun etkisini kalıcı kılabilecek kadar uzun bir bilgiyi bünyelerinde taşımaktadırlar. Bu bağlamda Holden ve Thompson (1992:2-6), zaman serilerinin durağan olup olmamasının yalnızca sahte regresyon sorunu açısından değil, durağan olmayan serilerle yapılan öngörülerin geçerliliği açısından da önem taşıdığını vurgulamaktadır.

Bu noktada, bu çalışmada niçin koentegrasyon analizinin kullanıldığının bir kez daha vurgulanması önem taşımaktadır: Parasal hedefleme stratejisinin uygulanabilirliğinin, sistematik ve istikrarlı bir ilişki içeren uzun dönem para talebi denkleminin varlığını gerektirdiği dikkate alındığında, uzun dönem ekonomik ilişkilerin yani iktisat teorisinin testine olanak tanıyan ekonometrik modelleme yöntemi, koentegrasyon analizi olmaktadır. Hamori ve Hamori (1999:329); koentegrasyon ilişkisinin değişkenler arasında uzun dönem dengesini işaret ettiğini ve ekonomik değişkenler arasındaki dengenin yalnızca uzun dönemde ortaya çıktığına inanıldığını belirtmektedirler. Bu nedenle, para talebi fonksiyonunun istikrarının koentegre ilişkinin varlığı durumunda geçerli olduğunu ifade etmektedirler.

Bu bağlamda, para talebi denklemindeki durağan olmayan serilerin, birlikte hareket edip etmediklerinin saptanması ve bir koentegrasyon ilişkisinin varlığı durumunda da, bu ilişkiyi gösteren serilerin kullanılmasıyla bir model tahminlenmesi gerekmektedir. Yukarıda da belirtildiği gibi, söz konusu modelin tahmininin

doğruluğu ve güvenilirliği, istikrarlı bir para talebi fonksiyonuna dayanan anti-enflasyonist istikrar politikalarının yani parasal hedefleme stratejisinin başarısı için önem taşımaktadır.

Aşağıdaki tablo, bu çalışmaya ilişkin uygulama sürecinin aşamalarını göstermektedir:

**Tablo 41 : Ekonometrik Analiz Sürecinin Aşamaları**

Verilerin Özelliği	Amaç	Kullanılan Yöntem	Açıklama
Zaman Serisi Verileri	Verilerin zaman serisi özelliklerini belirlemek (Birim Kök Testleri)	Augmented Dickey-Fuller ADF Testi	İçsel bağıntının araştırılmasında Breusch-Godfrey LM (Lagrange Multiplier) testi kullanılmıştır. Optimum gecikme uzunluğu LM testinin sonuçlarına göre belirlenmiştir.
		Değişen varyans sorununu dikkate alan Philips-Perron Testi	
		Yapısal kırılmayı dikkate alan Perron Additive Outlier Testi	
		Birden fazla birim kök sorununu ele alan Dickey-Pantula Testi	
	Bütünleşme (Entegrasyon) düzeyleri belirlenen seriler içinde, aynı entegrasyon düzeyine sahip seriler arasında koentegrasyon ilişkisini saptamak	Engle-Granger Koentegrasyon testi (Tek denklem yaklaşımı)	Uzun dönem koentegrasyon ilişkisinin varlığı için; a) Serilerin aynı entegrasyon düzeyine $I(1)$ sahip olmaları, b) Bu serilere ilişkin değişkenlerin regresyona tabi tutulması sonucunda, tahminlenen hata teriminin kendisinin durağan olması
		Johansen Koentegrasyon testi (Sistem Yaklaşımı)	
	Koentegrasyon ilişkisi saptanan serilerin modellenmesi	Engle-Granger İki Aşamalı Modelleme Yöntemi	Eğer koentegrasyon ilişkisi varsa, değişkenler arasında hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır (ya da tersi) (Granger Representation Theorem)
		Engle-Yoo Üç Aşamalı Modelleme Yöntemi	
		Johansen ML Yöntemi (Johansen Maximum Likelihood)	

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

Yukarıdaki tabloda özetlenen sürecin aşamalarına ek olarak, para talebi denkleminde denklemin sağ tarafında yer alan ve 'açıklayıcı değişken' olarak adlandırılan değişkenlerin dışsal olup olmadıklarını belirlemek için dışsallık testleri de yapılmıştır. Çünkü, koentegrasyon analizinin sonuçları, tek denklem yaklaşımı bağlamında, açıklayıcı değişkenlerin dışsallığı durumunda geçerli olabilecektir.

Başka bir deyişle, söz konusu değişkenlerin dışsal olmaması durumunda, katsayıların tahminleri içsellikten kaynaklanan sapmalı değerler içerecektir. Bu durumda, tek denklemler bir model yerine çok denklemler bir modelin tahminlenmesi yani sistem yaklaşımına dayalı modelleme daha anlamlı olabilecektir. Ancak, katsayı tahminlerindeki içsellikten kaynaklanan sapmaları gideren, tek denkleme dayalı yöntemler de söz konusudur. Bu çalışmada dışsallık bağlamında, zayıf dışsallık araştırılmış ve açıklayıcı değişkenlerin zayıf dışsal olmaları koşulu Engle ve Granger (1987) yöntemi ile test edilmiştir<sup>103</sup>. Açıklayıcı değişkenlerin zayıf dışsal olmamaları durumunda ise, tek denklem yaklaşımı içinde Phillips-Hansen (1990) Tamamen Düzeltilmiş EKK<sup>104</sup> Tahmincisi (Fully Modified OLS Estimator) yöntemi kullanılarak, katsayı tahminlerinde içsellikten kaynaklanan sapmalar giderilmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmada da kullanılan Engle-Granger (EG) yaklaşımının statik uzun dönem parametre tahminlerinin, tutarlı ve etkin tahminler olmasına karşın, Banerjee ve diğer araştırmacılar, küçük örneklerde gecikmeli değerlerin ihmal edilmesinin, tahmin edilen parametrelerde bir sapmaya yol açacağını vurgulamaktadırlar. Bu bağlamda, söz konusu eleştiri dikkate alınarak, çalışmada Saikkonen (1991) Yaklaşımı kullanılmış ve EKK tahmin edicilerinin asimptotik etkinsizliği giderilmeye çalışılmıştır.

Ekonometrik analizin son kısmında ise, EG İki Aşamalı Modelleme Yaklaşımının ardından, Johansen Maksimum Olabilirlik (ML) Vektör Otoresresiv (VAR) yöntemi uygulanmıştır. Sistem yaklaşımına dayanan Johansen yöntemi, tek denklem yaklaşımına bir alternatif olarak değil, tek denklem yaklaşımında değişkenlerin içsel-dışsal değişken olarak ayrılmasının test edilmesinde ve EG tipi tek denklem modelinin doğrulanmasında yardımcı bir araç olarak kullanılmıştır (Charemza ve Deadman,1997:178, Utkulu ve Özdemir:2003:26).

İktisat teorisi, genellikle denge koşulları ile ilgilenmektedir. Ancak Enders (1995:395), ekonometristler ile iktisatçıların denge kavramına farklı anlamlar yüklediklerini ifade etmektedir. Enders'a göre iktisatçıların denge kavramını, değişkenlerin beklenen değerleri ile gerçekleşen değerleri arasındaki eşitliği ima etmek için kullanırken, ekonometri açısından denge, durağan olmayan değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki bağlamında kullanılmaktadır.

<sup>103</sup> Zayıf dışsallığın bu yöntem ile test edildiği bir diğer çalışma, Utkulu ve Özdemir (2003) tarafından gerçekleştirilmiştir. Ayrıca zayıf dışsallık ve dışsallık testleri ile ilgili özet değerlendirmeye bkz. Arı (2001:92-96).

<sup>104</sup> EKK: En Küçük Kareler Yöntemi (Ordinary Least Squares-OLS).



Bu bağlamda, iktisat teorisi makro değişkenlerin birbirleriyle denge ilişkisi içinde olduklarını öne sürmesine karşın, veriler bu durumun her zaman geçerli olmadığını göstermektedir. Bu nedenle, McDermott (1990:2)'a göre iktisatçılar, bu sorunu aşmak için kısa dönem ve uzun dönem arasında ayırım yapmışlardır. Bu nedenle, koentegrasyon bağlamında hata düzeltme mekanizması (ECM), kısa dönem dinamikleri ile uzun dönem dinamiklerini bir araya getiren önemli bir yaklaşımdır.

Son olarak, koentegrasyon analizinin ilgili yazına kazandırdıkları ve kullanım alanları şu şekilde özetlenebilir (Utkulu,2000:118):

- i) Regresyon analizlerinde trendin neden olduğu 'sahte regresyon' sonuçlarını gidermesi,
- ii) Ekonometrik modellemede yeni bir yöntem olarak kullanılması,
- iii) Ekonometrik tahminleme aşaması öncesinde, bir ön-test olarak kabul görmesi,
- iv) Uzun dönem ekonomik ilişkilerin, bir başka deyişle iktisat teorisinin testine olanak vermesi.

#### 4. İNCELEME DÖNEMİ VE VERİLER

Bu çalışmada analize konu olan dönem, 1987-2003 dönemini kapsamaktadır. 1987 yılı, TCMB'nin belirgin bir şekilde strateji değişikliğine gittiği bir yıl olması ve finansal sistemde önemli reformların gerçekleştirildiği bir dönemde yer alması nedeniyle, analizin başlangıç yılı olarak seçilmiştir. Ayrıca, 1980'lerin sonu ve 1990'lı yıllar, para politikası uygulamaları açısından MB'larının amaçlarının ve işlevlerinin de önemli ölçüde değiştiği yıllardır. Bu bağlamda, söz konusu dönem, para programlarının hazırlanıp, kamuoyuna ilan edildiği yılları da içermektedir. Bir başka deyişle, seçilen dönem parasal hedefleme stratejisinin uygulandığı dönemi kapsamaktadır.

Çalışmada kullanılan verilerin tümü, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden elde edilmiştir. Veriler, üçer aylık gözlemlerden oluşmaktadır. Yıllık veriler yerine çeyrekli verilerin kullanılıyor olmasının başlıca nedeni, 1987-2003 döneminin yıllık bazda, uzun dönemli bir analiz yapabilmek için yeterli sayıda gözlem içermiyor olmasıdır. Ayrıca, para talebine ilişkin uygulamalı çalışmaların genellikle daha yüksek frekanslı verilerle gerçekleştirilmesi, paraya

ilişkin verilerin doğasına da uygundur. Bu nedenle, bu çalışmada da çeyrekli veriler kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan veriler, çeyrekli veri olduğundan söz konusu verilerin mevsimsellik özelliği gösterip göstermediği test edilmiştir. Bu, sadece kullanılmakta olan zaman serisinin özelliklerini belirlemek açısından önem taşımaktadır. Buradan hareketle, çalışmada kullanılan verilerin mevsimsellik özelliği gösterip göstermedikleri "Hareketli Ortalamalara Oranlama" (Ratio To Moving Average) tekniği kullanılarak araştırılmıştır. Mevsimsellik özelliği güçlü olduğu düşünülen serilerin durağanlık testlerinde, mevsimsel kukla (centered seasonal dummy) kullanılmıştır<sup>105</sup>.

Çeşitli ekonometrik teknikler kullanarak, mevsimsellik gösterdiği belirlenen serileri mevsimsellikten arındırmak olanaklı olmakla birlikte, söz konusu arındırma (filtreleme) işlemlerinin, serilerin ana özelliklerinin kaybolmasına neden olduğu bilinmektedir. Bu nedenle genellikle, mevsimsellikten arındırılmamış serilerle çalışılması yeğlenmektedir (Ericson, Hendry ve Tran, 1994:193). Söz konusu gerekçelerden hareketle bu çalışmada, mevsimsellikten arındırılmamış serilerle çalışılmıştır.

Uygulamada kullanılan değişkenler<sup>106</sup> şu şekilde tanımlanabilir:

Ara hedefin kontrol edilebilir olup olmadığının araştırılmasında, ara hedefi temsil eden değişkenler olarak rezerv para (rp), parasal taban (pt), merkez bankası parası (mbp) ve net iç varlıklar (niv) değişkenleri ele alınmıştır. Ayrıca ara hedef olarak belirlenen değişkene ilişkin para çoğaltanı da incelenmiştir<sup>107</sup>.

Temel amaç ile ara hedef değişkeni arasında bir ilişki olup olmadığının araştırılmasında ise, temel amacı temsilen (1987=100) bazlı, Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) kullanılmıştır. İstikrarlı olup olmadığı araştırılan para talebi denkleminin oluşturulmasında ise, bağımlı (açıklanan) değişken olarak; M2 ve M2Y reel para arzları, bağımsız (açıklayıcı) değişkenler olarak ise reel GSYİH, nominal döviz kuru (dolar), mevduat faiz oranı, hazine bonosu faiz oranı ve fiyatlar genel

<sup>105</sup> Benzer bir uygulama için bkz. Civcir (2003:132).

<sup>106</sup> Ekonometrik analiz kısmında, sıkça seri, değişken, veri ifadeleri yer almaktadır. Bu ifadeler, birbirlerinden farklı anlamlar içermekle birlikte, çalışma içinde birbirlerine atfen kullanılmaktadır.

<sup>107</sup> Örneğin, ara hedef değişkeni olarak rezerv para seçilirse, rezerv para çoğaltanının da durağanlığı araştırılmaktadır.

düzeyindeki artışı (enflasyon) temsilen (1987=100) bazlı, Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) değişkenleri kullanılmıştır.

Mevduat faizi vadesiz, bir, üç, altı ve 12 ay vadeli ağırlıklandırılmış mevduat faizi olup, mevduat faizi ve hazine bonusu faizi dışındaki tüm verilerin logaritmaları alınmış ve tüm değişkenlerin düzey değerleri kullanılmıştır.

M2 nominal para arzının reele dönüştürülmesinde kullanılan GSMH deflatörü, cari ve sabit GSMH verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

Döviz kuru değişkeni, günlük dolar kurunun alış ve satış ortalamasının üçer aylık verilere dönüştürülmesi ile elde edilmiştir.

Hazine bonusu faiz oranları ise, ihale yöntemiyle satılan hazine bonolarına ilişkin verilerden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Ekonometrik analizlerin gerçekleştirilmesinde; durağanlık analizlerinde, EG iki aşamalı modellemede ve Saikkonen tahmin yönteminde Eviews 3.0, Phillips-Hansen tahmin yönteminde ve Johansen VAR uygulamasında Mfit 4.0 paket programlarından yararlanılmıştır.

Aşağıdaki tabloda uygulamada kullanılan değişkenler, değişkenlerin tanımları ve değişkenlere ilişkin verilerin kaynağı özetlenmektedir.

**Tablo 42 : Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler**

Değişkenler		Modelde kullanılan kısaltmalar	Açıklama	Verilerin kaynağı	Inceleme dönemi
Reel para arzı	M2	$lrm2=\log(rm2)$	$rm2= m2/gsmh$ deflatörü	Tüm veriler TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) 'nden elde edilmiştir.	1987 : Q1- 2003 : Q4
	M2Y	$lrm2y=\log(rm2y)$	$rm2y= m2y/gsmh$ deflatörü		
Deflatör	GSMH deflatörü	$lndef=\log(def)$	$Def=gsmh_{cari} / gsmh_{reel}$		
Gelir	Reel	$ly=\log(yr)$	GSMHr: 1987=100 GSYİHr: 1987=100		
	GSMH	$lyihr=\log(yihr)$			
	Reel GSYİH				
Enflasyon	TÜFE	$ltufe=\log(tufe)$	TÜFE : 1987=100		
Mevduat faizi (Ağırlıklandırılmış)	l0	l0	Vadesiz mevduat faizi		
	l1	l1	1 ay vadeli mevduat faizi		
	l3	l3	3 ay vadeli mevduat faizi		
	l6	l6	6 ay vadeli mevduat faizi		
	l12	l12	12 ay vadeli mevduat faizi		
Hazine bonusu faizi	hb	hb	3 aylık hazine bonusu faizi		
Döviz kuru	dk	$ldk=\log(dk)$	Amerikan doları, alış ve satış ortalaması		
Ara Hedefler	mbp	mbp	Merkez Bankası Parası		
	pt	pt	Parasal Taban		
	rp	rp	Rezerv Para		
	niv	niv	Net İç Varlıklar		

**Kaynak:** Tarafımdan düzenlenmiştir.

## 5. UYGULAMA SONUÇLARI VE BULGULAR

Zaman serileri ile yapılan çalışmalarda en önemli konu, serilerin durağan olup olmadıklarıdır. Daha önce de belirtildiği gibi, değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı ilişkiler elde edilebilmesi için, serilerin durağan seriler olması gerekmektedir. Ancak, bu çalışmaya konu olan uzun dönem ilişkilerin varlığının araştırılmasında kullanılan koentegrasyon yöntemi, durağanlık sorununu dikkate almakta fakat, çalışılan serilerin durağan olmasını gerektirmemektedir. Bu noktada önemli olan, analizde kullanılan serilerin, zaman serisi özelliklerinin belirlenmesidir.

Bu bağlamda, ekonometrik analiz sürecinin anlatıldığı kısımda özetlenen sürece uygun olarak, öncelikle değişkenlerin özellikleri araştırılmıştır. Durağanlık analizi kapsamında serilere Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi, yapısal kırılmayı dikkate alan Perron Additive Outlier Testi ve birden fazla birim kök sorununu ele alan Dickey-Pantula birim kök testi uygulanmıştır. İçsel bağıntının araştırılmasında Breusch-Godfrey LM (Lagrange Multiplier) testi kullanılmıştır. Birim kök testlerinde, optimum gecikme uzunluğu LM testinin sonuçlarına göre belirlenmiş ve aşağıdaki tabloda, parantez içinde gösterilmiştir.

Tablo 43 : ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken Adı	Düzyey Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değer (%5) (Düzyey)	1.Farklar Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değer (%5) (1.Fark)
lrp <sup>a</sup>	-0.640609 (0)	-2.9048 <sup>b</sup>	-6.368973 (0)	-2.9055 <sup>b</sup>
yihr <sup>a</sup>	-1.480477 (0)	-2.9048 <sup>b</sup>	-7.710316 (1)	-1.9454 <sup>c</sup>
ldk	-1.083345 (1)	-2.9055 <sup>b</sup>	-5.793707 (0)	-2.9055 <sup>b</sup>
hb	-2.741725 (0)	-2.9048 <sup>b</sup>	-5.407720 (3)	-1.9456 <sup>c</sup>
i0	-3.623700 (0)	-2.9048 <sup>b</sup>	---	---
i1	-3.526150 (0)	-2.9048 <sup>b</sup>	---	---
i3	-3.066761 (0)	-2.9048 <sup>b</sup>	---	---
i6	-2.413320 (0)	-2.9048 <sup>b</sup>	-9.081136 (0)	-1.9453 <sup>c</sup>
i12	-1.631557 (0)	-2.9048 <sup>b</sup>	-8.196420 (0)	-1.9453 <sup>c</sup>
lm2	-1.076135 (3)	-2.9069 <sup>b</sup>	-5.080334 (0)	-2.9055 <sup>b</sup>
lm2y	-1.263445 (1)	-2.9055 <sup>b</sup>	-3.790402 (0)	-2.9055 <sup>b</sup>
lrm2	-2.163294 (1)	-3.4779 <sup>d</sup>	-10.49936 (0)	-1.9453 <sup>c</sup>
lrm2y	-2.267010 (1)	-3.4779 <sup>d</sup>	-11.43094 (0)	-2.9055 <sup>b</sup>
ltufe	-1.873330 (0)	-2.9048 <sup>b</sup>	-4.879417 (1)	-3.4790 <sup>c</sup>

<sup>a</sup> Mevsimsellik özelliği gösterdikleri için, mevsimsel kukla eklenmiştir.  
<sup>b</sup> Regresyon sabit terim içeriyor.  
<sup>c</sup> Regresyon sabit terim ve trend içermiyor.  
<sup>d</sup> Regresyon sabit terim ve trend içeriyor.

ADF birim kök testi<sup>108</sup> sonuçlarına göre i0, i1 ve i3 değişkenleri durağandır. Diğer değişkenler ise, birim kök içermektedir. ADF testleri uygulanırken, denklemlerde sabit terim ve trend, istatistiksel açıdan anlamlı bulunduğu, yer almıştır. Test istatistikleri, hem gecikme uzunluğuna hem de sabit terimin ve trendin denklemlerde yer alıp almamasına duyarlı olduğundan, söz konusu istatistikler yorumlanırken bu noktalara dikkat edilmelidir<sup>109</sup>.

Belli bir dönemin analizine dayanan uygulamalar, söz konusu dönemde ortaya çıkan krizleri, bir başka deyişle şokları, dikkate almak zorundadır. Çünkü bu tür şoklar, iktisadi seriler üzerinde kalıcı değişiklikler yaratabilir. Bu bağlamda, yapısal kırılma ya da yapısal değişme olarak adlandırılabilen bu tür değişmelerin, seriler üzerindeki etkileri analiz edilmelidir. Çünkü, yapısal değişme serilerde sahte birim kök yaratabilir. Bu durum, serilerin bütünleşme derecelerinin belirlenmesinde yanıltıcı olmaktadır (Maddala ve Kim,1998:389). Ayrıca, eğer yapısal değişme varsa, regresyonlardan elde edilecek parametre tahminleri, öngörülerde kullanılamayacaktır.

Bu çalışmada ele alınan 1987-2003 dönemi, krizler açısından dikkat edilmesi gereken bir dönemdir. 1994, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri, etkileri ve sonuçları açısından halâ tartışılmakta olan krizlerdir. Ancak, bu krizler içinden, 1994 krizi bu çalışmada değerlendirilmektedir. Çünkü, diğer iki kriz (ya da iktisadi şok), inceleme döneminin son yıllarına karşılık gelmektedir. Bu nedenle, bu krizlerin, ele alınan dönem açısından seriler üzerinde bir değişme yaratmayacağı varsayılmaktadır. 1994 krizi ise, zaman serisi verilerinin hemen hemen ortasına düşmekte ve serileri etkilemesi olası görülmektedir.

Bu bağlamda, yapısal kırılmanın zaman serileri üzerindeki etkisinin analizinde, kırılma tarihi 1994:2 olarak, dışsal belirlenmiş ve Perron Additive Outlier (1990) testi kullanılmıştır. Söz konusu test, 1994:3, 1994:4 ve 1995:1 gibi farklı kırılma tarihleri dikkate alınarak tekrar gerçekleştirilmiş, ancak kırılma tarihinin 1994:2 olarak belirlendiği durumda elde edilen sonuçlar değişmediği için, diğer

<sup>108</sup> ADF testinde serilerin bütünleşme derecesine, test istatistiği ile kritik değerin karşılaştırılması sonucu,  $H_0$  hipotezinin reddi ya da kabulü ile karar verilmektedir.

<sup>109</sup> Serilerin, hareketli ortalamalar içeren bir süreçten çok, otoregresiv süreç içerdikleri düşünülerek, değişen varyans sorununu dikkate alan Phillips-Perron birim kök testi uygulanmamıştır.

sonuçlar belirtilmemiştir. Test istatistiğine dayalı sonuçların yorumlanmasında, küçük örnekler için geliştirilen Rybinski kritik değerleri kullanılmıştır<sup>110</sup>.

**Tablo 44 : Perron Testi Sonuçları**

Değişken Adı	Düzey Test istatistiği	1.Farklar Test istatistiği	Rybinski Kritik Değer(%5)
lrp	-1.912835 (4)	-6.032880 (1)	-3.49
lyihr	-2.908140 (9)	-4.458327 (5)	-3.49
ldk <sup>a</sup>	-1.703656 (1)	-2.530216 (1)	-3.49
hb	-1.314513 (1)	-6.559242 (1)	-3.49
ı0	-3.954978 (0)	---	---
ı1	-3.726150 (0)	---	---
ı3	-2.481080 (1)	-6.086955 (1)	-3.49
ı6	-1.042299 (0)	-9.785461 (0)	-3.49
ı12	-0.506590 (0)	-8.797721 (0)	-3.49
ım2	-2.502698 (1)	-5.202450 (0)	-3.49
ım2y <sup>b</sup>	-1.753579 (1)	-3.149161 (1)	-3.49
ırm2	-1.795813 (1)	-11.14557 (0)	-3.49
ırm2y	-2.358318 (1)	-11.24189 (0)	-3.49
ıtufe	-0.023166 (1)	-4.385419 (1)	-3.49

$\lambda = 30/68=0,441$  olarak hesaplanmıştır.  
<sup>a</sup> ldk, 2.fark dikkate alındığında I(2) bulunmuştur. 2. farkta test istatistiği -7.050033 hesaplanmıştır.  
<sup>b</sup> ım2y, 2. fark dikkate alındığında I(2) bulunmuştur. 2. farkta test istatistiği -6.863894 hesaplanmıştır.

Perron testi<sup>111</sup> sonuçlarına göre, ldk ve ım2y serileri I(2), lrp, lyihr, ıtufe, hb, ı6, ı12, ı3, ım2, ırm2y, ırm2 ve ıtufe serileri I(1) ve ı0 ve ı1 serileri ise, durağan yani I(0) bulunmuştur. Perron testi, yapısal kırılma varsayımı altında, bu yapısal değişmenin seriler üzerinde etkili olup olmadığını test etmektedir. Bir başka deyişle, yapısal değişmenin serilerde sahte birim kök yaratıp yaratmadığını incelemektedir. Bu bağlamda, Perron testi serilerin birim köklerini saptayan bir test olmadığı için ldk ve ım2y serilerini, Perron testi sonuçlarına göre yorumlarken dikkatli olmak gerekmektedir.

ADF testi sonuçlarına göre, bütönlöşme derecesi I(2) olan herhangi bir seri bulunmamasına karşın, serilerin I(2), yani iki birim kök içerip içermedikleri Dickey-

<sup>110</sup> Rybinski kritik değer tablosunun yorumlanabilmesi için,  $\lambda$  değerine gereksinim vardır. Burada  $T_B$ , kırılma dahil, kırılmaya kadar olan gözlem sayısı ve T, toplam gözlem sayısı olmak üzere  $\lambda = T_B / T$  şeklinde hesaplanmaktadır.

<sup>111</sup> Perron testinde serilerin yapısal kırılma sonucu değişip değişmediğine, test istatistiği ile Rybinski kritik değerin karşılaştırılması sonucu,  $H_0$  hipotezinin reddi ya da kabulü ile karar verilmektedir.



Pantula (1987) birim kök testi aracılığıyla araştırılmıştır. I(2) olup olmadığı araştırılan seriye ilişkin karar vermede kullanılan kritik değer, Dickey-Fuller entegrasyon testi kritik değerleridir<sup>112</sup>. Söz konusu testin sonuçları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

**Tablo 45 : Dickey-Pantula Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişken Adı	1. Aşama $\beta_1$	1.Aşama Kritik değer(%5)*	2.Aşama		2.Aşama Kritik değer(%5)*
			$\beta_1$	$\beta_2$	
lrp	-7.543485 (-0.928087)	-1.90	-7.454258 (-0.933280)	-0.717661 (-0.001930)	-1.90
lyihr	-8.100849 (-1.027551)	-1.98	-8.390515 (-1.065948)	-1.289013 (-0.041018)	-3.05
ldk	-5.793707 (-0.690708)	-1.90	-5.872583 (-0.701696)	-1.083345 (-0.005150)	-1.90
hb	-9.388158 (-1.151230)	-1.98	-8.122625 (-1.039581)	-2.401368 (-0.213542)	-1.90
i0	-10.19224 (-1.232291)	-1.98	-8.553801 (-3.030129)	-3.030129 (-0.314756)	-1.90
i1	-9.987349 (-1.211388)	-1.98	-8.411749 (-1.055841)	-3.075643 (-0.315338)	-1.90
i3	-8.498665 (-1.053194)	-1.98	-7.123967 (-0.900941)	-3.161858 (-0.299896)	-1.90
i6	-9.081136 (-1.119776)	-1.98	-8.961809 (-1.113539)	-0.640299 (-0.013034)	-1.98
i12	-8.196420 (-1.018965)	-1.98	-8.116878 (-1.014571)	-0.684114 (-0.011431)	-1.98
lm2	-5.080334 (-0.568081)	-1.90	-5.097472 (-0.572250)	-0.797055 (-0.002007)	-1.90
lm2y	-3.790402 (-0.363644)	-1.90	-3.957113 (-0.382439)	-1.263445 (0.002299)	-1.90
lrm2	-10.49936 (-1.257547)	-1.98	-10.12346 (-1.222868)	-2.163294 (-0.144387)	-3.05
lrm2y	-11.43094 (-1.342085)	-1.90	-10.63197 (-1.268657)	-2.267010 (-0.172655)	-3.05
ltufe	-7.061516 (-0.857076)	-3.05	-4.803197 (-0.788970)	-2.320170 (-0.006025)	-3.05

\* Regresyon sabit terim içermiyorsa, kritik değer: -1.98'dir.  
 Regresyon sabit terim içeriyorsa, kritik değer : -1.90'dır.  
 Regresyon hem sabit hem de trend içeriyorsa, kritik değer: -3.05'tir.  
 \*\* Parantez içindeki değerler, katsayı tahminleridir.

Dickey-Pantula testi<sup>113</sup> sonuçlarına göre; i0,i1,i3 ve hb serileri I(0), lrp, lyihr, ldk, i6, i12, lm2, lm2y, lrm2, lrm2y ve ltufe serileri (değişkenleri) ise I(1) bulunmuşlardır. Bu sonuçlardan hareketle, hem ADF, hem Perron testi hem de Dickey-Pantula testi sonuçları bir arada değerlendirilmiş ve EG iki aşamalı

<sup>112</sup> Dickey-Fuller entegrasyon testi kritik değerleri, Charemza ve Deadman (1997:282)'den alınmıştır.

<sup>113</sup> Dickey-Pantula testi, iki aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada, serinin I(2) olduğu hipotezi, test istatistiği ile kritik değer karşılaştırılması sonucu ya kabul edilir ya da reddedilir. Testin ikinci aşamasına, birinci aşamadaki serinin I(2) olduğu hipotezinin reddedilmesiyle geçilir. İkinci aşamada, serinin I(1) veya I(0) olup olmadığı test edilir. Her iki aşamada da karar süreci, katsayıların işaretine duyarlıdır.

koentegrasyon analizinde yer alacak, bütünleşme derecesi I(1) olan değişkenlere karar verilmiştir. Söz konusu değişkenler; lyhr, ltufe, ldk, i6, i12, hb, lrm2y, lrp, lm2, lm2y ve lrm2 değişkenleridir.

İlk aşamada uygulamada kullanılan değişkenlerin zaman serisi özellikleri belirlendikten sonra, ikinci aşamada aynı bütünleşme düzeyine sahip değişkenler arasında koentegrasyon ilişkisi araştırılmıştır. Bilindiği gibi değişkenler arasında bir koentegrasyon ilişkisinin bulunması; iki veya daha fazla değişken durağan olmasa bile (aralarındaki farklar, yani koentegrasyon regresyon denkleminin hata terimleri, zaman içinde durağan yapıda ise) eldeki değişkenler arasındaki teorik nedensel ilişkinin ampirik açıdan doğrulandığını göstermektedir (Utkulu,2000:62).

### **5.1. Ara Hedefin Kontrol Edilebilirliğinin Araştırılması**

Daha önce değinildiği gibi, parasal hedefleme stratejisi açısından, ara hedef değişkeninin MB tarafından kontrol edilebilir olması önemlidir. Bu nedenle, çalışmanın bu kısmı, söz konusu koşulun sağlanıp sağlanmadığının değerlendirilmesini içermektedir.

Ancak, böyle bir değerlendirmeyi yapabilmek için, öncelikle MB tarafından çeşitli dönemlerde ara hedef değişkeni olarak kullanılmış farklı parasal büyüklüklerden hangisinin bu analizde ara hedef olarak kullanılacağına karar vermek gerekmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde de belirtildiği gibi, kamuoyuna ilan edilen ilk para programı olan, 1990 para programı sonrası Türkiye’de; 1990-1993 yılları arasında MB parası (MBP), 1994-1999 yılları arasında, rezerv para (RP) ağırlıklı olmak üzere, zaman zaman net iç varlıklar (NİV) değişkeninin ara hedef olarak kullanıldığı ve 2001 yılından başlayarak da, parasal taban (PT) değişkeninin ara hedef olarak kullanılmakta olduğu görülmektedir.

Bu bağlamda, analizde ara hedef olarak kullanılacak değişkenin seçilmesinde, en düşük standart sapmaya sahip olma, bir seçim ölçütü olarak kullanılmıştır<sup>114</sup>. Bu ölçüt aynı zamanda, parasal hedefleme stratejisinin uygulama bazında değerlendirilmesinde de, istenilen bir ölçüttür. 1990-2003 dönemi dikkate alındığında, aşağıdaki tabloda da görüleceği gibi, en düşük standart sapmaya sahip değişken, rezerv para değişkenidir.

<sup>114</sup> Daha önce belirtildiği gibi, ara hedef değişkeninin seçiminde düşük standart sapmaya sahip olma önemli bir ölçüttür (Bkz. Üçüncü bölüm, sayfa:122).

**Tablo 46 : 1990-2003 Dönemi için Ara Hedefler ve Standart Sapmalar**

Ara Hedefler	Standart Sapma
MBP	0.3535
PT	0.2271
RP	<b>0.0383</b>
NİV	0.3260

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

En düşük standart sapmaya dayanan söz konusu ölçütün, ara hedef değişken seçiminde uygun bir ölçüt olup olmadığı, 1990-1993 ve 1994-1999 dönemleri dikkate alınarak değerlendirildiğinde, bu dönemlerdeki ara hedef değişkenlerin seçilen ölçüt açısından uygun olduğu görülmektedir. Çünkü, daha önce de belirtildiği gibi, 1990-1993 döneminde MB parası, 1994-1999 döneminde ise rezerv para değişkeni TCMB tarafından ara hedef değişken olarak kullanılmıştır.

**Tablo 47 : 1990-1993 ve 1994-1999 Dönemleri için Ara Hedefler ve Standart Sapmalar**

Ara Hedefler	1990-1993 Standart Sapma	1994-1999 Standart Sapma
MBP	0.0356	0.1662
PT	0.0357	0.2046
RP	0.0302	<b>0.0398</b>
NİV	0.0410	0.4939

**Kaynak:** Tarafımdan hazırlanmıştır.

Sonuç olarak, MB tarafından kontrol edilebilir olup olmadığı araştırılan ara hedef değişken, rezerv para olarak seçilmiştir.

Çalışmada rezerv para değişkeninin kontrol edilebilirliği, koentegrasyon yöntemiyle araştırılmıştır. Aslında, rezerv paranın kontrol edilebilirliği, klasik bir yaklaşımla rezerv para ile M2 para arzı<sup>115</sup> arasındaki korelasyona bakılarak da değerlendirilebilirdi. Değişkenler arasında yüksek bir korelasyon bulunması durumunda, M2 parasal büyüklüğünün hareketlerinin, bir politika değişkeni özelliğine sahip rezerv paradaki değişmelerle yakın bir birliktelik sergilediği söylenebilirdi. Ancak, Boughrara (2003:13)'nin da belirttiği gibi, parasal büyüklüklerin durağan

<sup>115</sup> MB'nın kendi çalışmalarında ve yıllık raporlarında (Örneğin bkz. Yıllık Rapor (1998:83)), geniş tanımlı parasal büyüklük olarak, genellikle M2 para arzını kullanıyor olması nedeniyle, bu çalışmada da geniş tanımlı parasal büyüklüğü temsilen M2 para arzı seçilmiştir.

olmama özellikleri dikkate alındığında, kontrol edilebilirliğin en uygun test yolu, koentegrasyon teorisi olmaktadır. Bu durumda kontrol edilebilirlik, koentegrasyona ve hata düzeltme modellerine dayanmak durumundadır. Eğer güvenilir bir uzun dönem ilişkisi varsa, bir başka deyişle M2 ve rezerv para değişkenleri koentegre ise, ara hedefin uzun dönemde kontrol edilebilirliğinden söz edilebilir. Ayrıca kısa dönem dinamiklerinin politika açısından daha önemli olabileceği düşünülürse, hata düzeltmeye dayalı bir modelin de tahminlenmesi gerekecektir.

Bu bağlamda, M2 para arzı ile rezerv para arasında koentegrasyon ilişkisi araştırılmış ve ilk aşamada bu koentegrasyon denkleminde elde edilen hata teriminin ( $u_t$ ) durağan olup olmadığı test edilmiştir<sup>116</sup>.

$$lm2 = -0.237513 + 1.123491lrp + u_t \quad (7)$$

$$R^2=0.99 \quad DW=0.26 \quad RSS^{117}=0.51$$

Hata terimine dayalı ADF test istatistiği, -1.70 bulunmuştur. %5 için MacKinnon kritik değer ise, -3.44 olarak hesaplanmıştır. Test istatistiği kritik değer ile karşılaştırıldığında, test istatistiği, kritik değerden büyük olduğu için,  $H_0$ :koentegrasyon yok, boş hipotezi kabul edilir. Bir başka deyişle, hata teriminin durağan olmadığı görülmektedir.

EG tahmin sürecinin ikinci aşaması, kısa dönem dinamiklerinin ele alındığı hata düzeltme mekanizmasını içermektedir. İkinci aşamada aranan özellik, hata teriminin bir gecikmeli ( $u_{t-1}$ ) tahmin katsayısının istatistiksel olarak anlamlı ve negatif olması ve ayrıca -1 ile 0 arasında yer almasıdır. Bu durumda, hata düzeltme mekanizmasının çalıştığından söz edilebilir. Engle-Granger, koentegrasyona sahip serilerin hata düzeltme mekanizmasına sahip olacaklarını göstermektedir. Granger Temsil Teoremine göre, eğer değişkenler koentegre ise, bu durumda hata düzeltme mekanizması çalışacaktır. Ya da ECM çalışıyor ise, değişkenler koentegredir (Engle ve Granger, 1987). Buna göre EKK yöntemi kullanılarak,

$$\Delta lm2 = 1.046423 \Delta lrp - 0.115187 u_{t-1} + e_t \quad (7a)$$

$$(21.79040) \quad (-1.659431)$$

$$R^2=0.46 \quad DW=1.60 \quad RSS=0.12 \quad \text{bulunmuştur.}$$

<sup>116</sup> Birinci aşamada, uzun dönem denklemindeki değişkenler durağan olmadıkları için, t istatistikleri yorumlanamaz. Bu nedenle, t istatistik değerleri rapor edilmemiştir. Ayrıca denklemler EKK yöntemi ile tahmin edilmiştir.

<sup>117</sup> RSS=Hata Kareler Toplamı

Parantez içindeki değerler, yorumlanabilir t istatistik değerlerini vermektedir. Hata düzeltme katsayısının ( $u_{t-1}$ ) işareti  $-1$  ile  $0$  sıfır arasında çıkmasına karşın, istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır<sup>118</sup>. Bu sonuçlar, hem uzun dönem denkleminde elde edilen hata teriminin durağan olmaması hem de hata düzeltme mekanizmasının çalışmaması dikkate alındığında, rezerv para büyüklüğünün, 1990-2003 aralığında bir ara hedef olarak kontrol edilemediğini göstermektedir. Bu sonucu destekleyen bir başka gösterge, rezerv para çoğaltanı<sup>119</sup> değişkeninin, durağan olmamasıdır. Rezerv para çoğaltanının ADF birim kök testi sonuçları şöyledir:

**Tablo 48 : Rezerv Para Çoğaltanının ADF Testi Sonuçları**

Değişken Adı	Düzyey Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değer (%5) (Düzyey)*	1.Farklar Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değer (%5) (1.Fark)**
k	-1.075101 (0)	-2.9137	-6.200237 (0)	-1.9464
* Sabit terim dahil.				
** Sabit terim ve trend yok.				

Rezerv para değişkeninin bir ara hedef olarak kontrol edilememesi, rezerv paradaki değişiklikler yoluyla M2 para arzındaki değişikliklerin öngörülemeyeceği, dolayısıyla M2 para arzının, politika yapıcıların niyetlerine ilişkin doğru sinyaller taşıyan bir hedef büyüklük olamayacağı anlamına gelmektedir.

## 5.2. Temel Amaç ile Ara Hedef Değişkeni Arasındaki Uzun Dönem İlişkisinin Araştırılması

Parasal hedefleme stratejisinin uygulama bazında değerlendirilmesinde, bu çalışma açısından ikinci temel nokta, ara hedef ile temel amacı temsil eden değişken arasında, uzun dönemli bir ilişkinin varlığının araştırılmasıdır.

Bu ilişkinin araştırılmasında çıkış noktası, daha önce de belirtildiği gibi, ara hedefin temel amacı belirleyebilmesi gerektiğidir. Bir başka deyişle, ara hedef ile temel amaç olan enflasyon arasında, ara hedefin enflasyonu belirlediği, istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişki (enflasyon denklemi) aranmaktadır. Bu bağlamda, söz konusu ilişkinin varlığı, tek denkleme dayalı koentegrasyon analizi aracılığıyla araştırılmaktadır.

<sup>118</sup> Ayrıca hata düzeltme katsayısının ( $u_{t-1}$ ) olasılık değeri (prob.), 0.1029'dur.

<sup>119</sup> Rezerv para çoğaltanı(k): M2/Rezerv para olarak tanımlanmaktadır (Yıllık Rapor, 2002:89).

Çalışmanın bu kısmında, temel amaç değişkenini temsilen 1987=100 bazlı Tüketici Fiyat Endeksi seçilmiştir. Ara hedef değişkeni ise hem rezerv para hem de M2 para arzı değişkeni ile temsil edilmektedir.

Temel amaç- ara hedef ilişkisinde önce, enflasyon ile rezerv para arasında koentegrasyon ilişkisi ele alınmış ve ilk aşamada bu koentegrasyon denkleminde elde edilen hata teriminin ( $u_t$ ) durağanlığı araştırılmıştır. Ancak, daha önce de belirtildiği gibi, t istatistikleri rapor edilmemiştir.

$$ltufe = -3.941101 + 1.029286lrp + u_t \quad (8)$$

$$R^2=0.99 \quad DW=0.55 \quad RSS=0.52$$

Hata terimine dayalı ADF test istatistiği, -2.73 bulunmuştur. %5 için MacKinnon kritik değer ise, -3.44 olarak hesaplanmıştır. Test istatistiği kritik değer ile karşılaştırıldığında, test istatistiği, kritik değerden büyük olduğu için,  $H_0$ :koentegrasyon yok, boş hipotezi kabul edilir. Bir başka deyişle, hata teriminin durağan olmadığı görülmektedir.

İkinci aşamada, hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığı araştırılmıştır. Buna göre,

$$\Delta ltufe = 0.052411 - 0.001193 \Delta lrp + 0.216141 \Delta ltufe_{t-1} + 0.357738 \Delta ltufe_{t-2} - 0.057950u_{t-1} + e_t \quad (8a)$$

(1.488038) (-0.006789) (1.229696) (2.382000) (-0.495982)

$$R^2=0.13 \quad DW=2.05 \quad RSS=0.14 \quad \text{bulunmuştur.}$$

Parantez içindeki değerler, yorumlanabilir t istatistik değerlerini vermektedir. Hata düzeltme katsayısının ( $u_{t-1}$ ) işareti -1 ile 0 sıfır arasında çıkmasına karşın, istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır<sup>120</sup>. Bu bağlamda, hem uzun dönem denkleminde elde edilen hata teriminin durağan olmaması hem de hata düzeltme mekanizmasının çalışmaması dikkate alındığında, ara hedef olarak seçilen rezerv paranın, enflasyonu belirlediği, istikrarlı bir uzun dönem ilişkisi elde edilememiştir.

Ara hedefin M2 para arzı olarak kabul edilmesi durumunda ise, koentegrasyon ilişkisi şu şekilde araştırılmıştır:

$$ltufe = -3.704065 + 0.914827lm2 + u_t \quad (9)$$

$$R^2=0.99 \quad DW=0.27 \quad RSS=0.88$$

<sup>120</sup> Ayrıca hata düzeltme katsayısının ( $u_{t-1}$ ) t istatistik değeri anlamsızdır ve olasılık değeri (prob.) 0.6221'dir.



Hata terimine dayalı ADF test istatistiği, -2.55 bulunmuştur. %5 için MacKinnon kritik değer ise, -3.44 olarak hesaplanmıştır. Test istatistiği kritik değer ile karşılaştırıldığında, test istatistiği, kritik değerden büyük olduğu için,  $H_0$ :koentegrasyon yok, boş hipotezi kabul edilir. Bir başka deyişle, hata teriminin durağan olmadığı görülmektedir.

İkinci aşamada, hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığı araştırılmıştır. Buna göre,

$$\Delta \text{ltufe} = 0.088886 + 0.276019 \Delta \text{lm2} + 0.001759 u_{t-1} + e_t \quad (9a)$$

(4.651602) (2.083373) (0.026015)

$$R^2=0.10 \quad DW= 2.05 \quad RSS=0.14$$

Parantez içindeki değerler, yorumlanabilir t istatistik değerlerini vermektedir. Hata düzeltme katsayısının beklenen işareti (-) olmasına karşın, tahmin sonucunda (+) işaret bulunmuştur. Ayrıca katsayının t istatistiği de anlamsızdır. Bu durum, hata düzeltme mekanizmasının çalışmadığını göstermektedir. Bu bağlamda hem uzun dönem denkleminde elde edilen hata teriminin durağan olmaması hem de hata düzeltme mekanizmasının çalışmaması dikkate alındığında, ara hedef olarak seçilen M2 para arzının, enflasyonu belirlediği, istikrarlı bir uzun dönem ilişkisi elde edilememiştir.

Temel amaç, enflasyon ile ara hedef değişkenleri arasında, bir uzun dönem ilişkisinin bulunamaması, Türkiye’de enflasyonu belirleyen dinamiklerin, salt para arzı ya da rezerv para ile açıklanamayacağı şeklinde yorumlanabilir. Bir başka deyişle, salt para arzının kısılmasıyla, enflasyon üzerinde önemli bir etki yaratmanın olası olmadığı söylenebilir.

Bu bağlamda, hem rezerv para ile para arzı arasında bir koentegrasyon ilişkisinin bulunamayışı, hem de rezerv para ile temel amaç arasındaki ilişkinin öngörülememesi, rezerv paranın bir ara hedef olarak kullanılmasında parasal hedefleme stratejisinin başarısı açısından sorunlar olduğunu göstermektedir.

### 5.3. İstikrarlı Bir Para Talebi Fonksiyonunun Varlığının Araştırılması

Parasal hedefleme stratejisini uygulama bazında değerlendirebilmek için, ara hedefin kontrol edilebilir olması ve temel amaç ile ara hedef arasında öngörülebilir bir ilişki bulunması koşullarının yanı sıra, istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığı da önemlidir<sup>121</sup>.

Çalışmanın bu kısmında, para talebini temsil eden açıklanan değişken ile, para talebini açıklayan değişkenler arasında, tek denkleme dayalı koentegrasyon yaklaşımı bağlamında, uzun dönemli bir ilişkinin varlığı araştırılmaktadır.

Analiz dönemi, 1987-2003 dönemini içermektedir. Söz konusu döneme ilişkin para talebi fonksiyonu, daha önce ekonometrik analiz kısmında<sup>122</sup> açıklanan aşamalar çerçevesinde tahminlenmiştir.

Para talebini (=para arzı) temsil eden, farklı para arzı tanımları olmakla birlikte, çalışmada dar tanımlı reel M2 ve geniş tanımlı reel M2Y para arzı değişkenleri, bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bu değişkenleri açıkladığı düşünülen değişkenler ise, reel GSYİH, enflasyon, nominal döviz kuru, hazine bonusu faizleri ve mevduat faiz oranları olarak seçilmiştir. Para talebi teorisi açısından reel para talebinin; reel gelir, paranın kendi getiri oranı ve nominal döviz kuru ile pozitif, para tutmanın alternatif maliyetlerini temsil eden enflasyon<sup>123</sup> ve hazine bonusu faiz oranları ile negatif ilişki içinde olduğu varsayılmaktadır.

Para talebi denklemine nominal döviz kurunun dahil edilmesinin nedeni, döviz kurunun ülke sakinlerinin yabancı varlıklar cinsinden servetleri üzerindeki etkisinin ve rolünün önemli olması nedeniyle (Karfakish ve Parikh,1993:57). Bununla birlikte, para ikamesi literatürü açısından da, para talebi denklemlerine döviz kuru değişkeninin dahil edilmesi önem taşımaktadır. Çünkü, para ikamesinin

<sup>121</sup> İstikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığının parasal hedefleme stratejisi açısından önemi için bkz. Üçüncü bölüm, ss.114-116.

<sup>122</sup> Bkz. Üçüncü bölüm, s.131.

<sup>123</sup> Keyder (2002:310), para tutmanın alternatif maliyeti konusunda şunları söylemektedir: "Fiyat düzeyinin yükselmesi halinde, nakit depolarının gerçek (reel) değeri düşmektedir. Bu nedenle deflasyon, nakit türünde birikime pozitif bir getiri sağlarken, enflasyon getiriyi negatif yapacaktır. Enflasyon beklentisi ne kadar büyük olursa, paraya talep o kadar düşük olacaktır". Türkiye gibi, yıllardır yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde, fiyat düzeyinin artışı, ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini de artış yönünde etkilemektedir. Fiyat artışları, elde para tutmanın getirisini azalttığından ve enflasyon beklentisini artırdığından, fiyatlar genel düzeyindeki bir artışın, para talebini azaltması beklenmektedir. Çünkü, fiyat artışı durumunda, kişilerin aynı miktarda mal ve hizmeti satın almak için kısa dönemde para taleplerini arttırmaları söz konusu olmasına karşın, uzun dönemde, elde tutulan para değer kaybedeceği için alternatif mallara yönelik nedeniyle, para talebi azalacaktır.

varlığı durumunda, para talebi fonksiyonunun farklı bir yapı kazanıp kazanmayacağıının incelenmesi gerekmektedir (Acar Balaylar,2001:46-53).

Para talebi denklemlerinde enflasyon değişkeni, yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde malların, ulusal para ile ikame edilebilir olması nedeniyle yer almaktadır. Böylece enflasyon, elde para tutmanın alternatif maliyeti olarak kabul edilmektedir (Izgi Koğar,1995a:335).

Ayrıca, para talebi denklemlerinin belirlenmesinde, en önemli kısıt, kuşkusuz bütünleşme derecesi aynı (1(1)) olan değişkenlerle çalışılması gerektiğidir. Bu nedenle, denklemlerin açıklayıcı değişkenlerinin belirlenmesinde, bu kısıt da dikkate alınmıştır.

Bu çerçevede öncelikle, para talebini açıkladığını düşündüğümüz yedi para talebi denklemi için koentegrasyonun varlığı araştırılmış ve bu denklemlerden hata terimleri durağan çıkan denklemler belirlenmiştir. Buna göre, aralarında koentegrasyon olup olmadığı araştırılan yedi para talebi denklemi, aşağıda yer almaktadır:

**Tablo 49 : Para Talebi (Koentegrasyon) Denklemleri**

Denklem Adı	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişkenler	Hata Terimi
Denklem1	lrm2	lyihr ltufe ldk hb i6	r1
Denklem2	lrm2	lyihr ltufe ldk hb i12	r2
Denklem3	lrm2	lyihr ltufe ldk hb	r3
Denklem4	lrm2	lyihr ltufe ldk i6	r4
Denklem5	lrm2y	lyihr ltufe ldk hb i6	r5
Denklem6	lrm2y	lyihr ltufe ldk hb i12	r6
Denklem7	lrm2y	lyihr ltufe ldk hb	r7

Tablo 49'da belirtilen bu yedi denklemden, hata terimleri durağan çıkan denklemler<sup>124</sup> ve hata terimine dayalı ADF testi sonuçları şunlardır:

**Denklem5:**

$$lrm2y=0.306868lyihr-0.393658ltufe+0.571548ldk+0.000307i6-0.002429hb+u_t \quad (10)$$
$$R^2=0.95 \quad DW=1.05 \quad RSS=0.65$$

**Denklem6:**

$$lrm2y=0.314823lyihr-0.403549ltufe+0.579323ldk-0.002839i12-0.000342hb+u_t \quad (11)$$
$$R^2=0.95 \quad DW=1.21 \quad RSS=0.60$$

<sup>124</sup> Birinci aşamada, uzun dönem denklemindeki değişkenler durağan olmadıkları için, t istatistikleri yorumlanamaz. Bu nedenle, t istatistik değerleri belirtilmemiştir.

**Denklem7:**

$$\Delta \ln m_2 y_t = 0.307645 \Delta y_{t-1} - 0.392495 \Delta t_{t-1} + 0.570545 \Delta d_{t-1} - 0.002251 \Delta h_{t-1} + u_t \quad (12)$$

$$R^2=0,95 \quad DW=1.06 \quad RSS=0.65$$

Tablo 50'den de görüldüğü gibi, denklem5, denklem6 ve denklem7'den elde edilen hata terimleri durağan bulunmuştur. Çalışmanın bu noktasında, koentegrasyon ilişkisi saptanan seriler, EG İki Aşamalı Modelleme yöntemiyle tahminlenecektir.

**Tablo 50 : ADF Koentegrasyon Testi Sonuçları**

Denklem Adı	Hata Terimi ( $u_t$ )	ADF Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değer (%5)	Sonuç
Denklem5	r5	-5.12 (0)*	-4.96	I(0)
Denklem6	r6	-5.60 (0)*	-4.96	I(0)
Denklem7	r7	-5.14 (0)*	-4.62	I(0)

\*Optimum gecikme uzunluğu, parantez içinde verilmiştir.

EG modelleme sürecinin birinci aşamasında, hata terimleri durağan bulunduğu için, ikinci aşamada, kısa dönem dinamiklerinin ele alındığı hata düzeltme mekanizmasının işleyip işlemediği araştırılmaktadır. Hata Düzeltme Mekanizması (ECM), koentegrasyon analizinin bir diğer aşaması ve koentegrasyon ilişkisinin varlığının bir çeşit sağlaması olarak kullanılmıştır. Çünkü değişkenler arasındaki koentegrasyon, aynı zamanda uzun dönem ilişkisindeki hata terimlerinin gittikçe büyümesini engelleyen bir uyum sürecinin varlığını da ortaya koymakta ve ECM olarak adlandırılan bu yaklaşım, modele önceki dönemin denge düzeyinden sapmalarını (hata terimini) katarak, uzun dönem denge analizi ile kısa dönem dinamiklerini entegre etmektedir (Balak Demiray, 1998:96-98).

Buna göre, denklem5, denklem6 ve denklem7 için sırasıyla hata düzeltme katsayısı EKK yöntemi ile şöyle tahminlenmiştir<sup>125</sup>:

**Denklem5:**

$$\Delta \ln m_2 y_t = 0.099510 \Delta y_{t-1} - 0.329778 \Delta t_{t-1} + 0.412903 \Delta d_{t-1} + 0.001032 \Delta i_{t-1} - 0.001398 \Delta h_{t-1} - 0.253022 u_{t-1} + e_t$$

$$(3.0219741) \quad (-2.437583) \quad (3.173936) \quad (1.176307) \quad (-2.555054) \quad (-2.515204)$$

$$R^2=0.26 \quad DW=2.34 \quad RSS=0.25$$

<sup>125</sup> Parantez içinde gösterilen koyu renkteki değerler, yorumlanabilir t istatistik değerleridir.

Kısa dönem modelinin tanısal (diagnostik) testlerinin sonuçları ise şunlardır:

**Tablo 51 : Denklem5 için Tanısal Test Sonuçları**

<b>Otoregresiv Değişen Varyans (ARCH LM) Testi</b>				
<b>1 gecikme için</b>	F-istatistiği	0.083998	Olasılık	0.772888
	Gözlem*R <sup>2</sup>	0.086509	Olasılık	0.768663
<b>4 gecikme için</b>	F-istatistiği	0.146649	Olasılık	0.963770
	Gözlem*R <sup>2</sup>	0.630785	Olasılık	0.959582
<b>Normallik Testi</b>				
Jarque-Bera İstatistiği		21.69819	Olasılık	0.000019
<b>Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Testi</b>				
<b>1 gecikme için</b>	F-istatistiği	3.501715	Olasılık	0.066183
	Gözlem* R <sup>2</sup>	1.887418	Olasılık	0.169493
<b>4 gecikme için</b>	F-istatistiği	1.472891	Olasılık	0.222431
	Gözlem* R <sup>2</sup>	4.542934	Olasılık	0.337487
<b>Ramsey RESET Testi</b>				
F-istatistiği		0.359072	Olasılık	0.551278
Log likelihood rasyosu		0.399769	Olasılık	0.527209
<b>İstikrar Testi (Chow Kırılma Testi )</b>				
<b>1994:2 için</b>	F-istatistiği	0.294399	Olasılık	0.937066

ARCH LM testi sonuçlarına göre hata teriminin varyansı, geçmiş dönemlerin hata terimi kareleri ile ilişkili değildir. Bir başka deyişle, değişen varyans sorunu yoktur<sup>126</sup>. Bununla birlikte normallik testi sonuçları, hata terimlerinin normal dağılmadığını göstermektedir. Serial LM testi sonuçları ise, hata terimleri arasında ilişki yani içsel bağıntı sorunu olmadığını ifade etmektedir. Ayrıca Ramsey'in regresyon tanımlama testi sonuçlarına göre, belirleme hatası yoktur. İstikrar testi sonuçları dikkate alındığında ise, 1994 yılının bir kriz yılı olarak ele alınması durumunda Chow testi sonuçlarının tahminlenen bu kısa dönem modelinin istikrarlı olduğunu gösterdiği ve ilişkide herhangi bir yapısal değişme olmadığı söylenebilir.

Tüm bu test sonuçları açısından kısa dönem modelinin sonuçları, normallik varsayımı dışında, kabul edilebilir görünmektedir. ECM sonuçlarına göre, hata düzeltme katsayısı negatif ve anlamlı (olasılık 0.01) bulunmuştur. Bu bağlamda hata düzeltme mekanizmasının çalıştığı ve uzun dönemde meydana gelecek

<sup>126</sup> ARCH-LM testinin sonuçlarının yorumlanması için bkz. Uygur (2001a:230-231).

dengelesizliklerin her çeyrekte %25 oranında giderileceği söylenebilir. Ayrıca uzun dönem denklemine oranla, DW istatistiğinin düzeldiği ve RSS'nin azaldığı görölmektedir. Öte yandan R<sup>2</sup>'de belirgin bir düşüş gözlenmektedir. Bu, uzun dönem regresyonunda yüksek bir R<sup>2</sup> değerinin regresyonun açıklama gücünün yüksek olduğuna hükmedilmesinin yanlış olduğunu göstermektedir (Arı,2001:98). Çünkü durağan olmayan zaman serileriyle yürütölen regresyonlarda yüksek R<sup>2</sup>'ye sıkça rastlanmaktadır. Bu nedenle, Hendry ve Juselius (2000:37)' a göre, ECM'deki R<sup>2</sup>, modelin ne kadar işlediğini göstermesi açısından daha anlamlıdır.

**Denklem6:**

$$\Delta \ln m2_t = 0.099655 \Delta \ln y_{t-1} - 0.322259 \Delta \ln tufe_t + 0.408930 \Delta \ln idk_t + 0.000652 \Delta \ln i12_t - 0.001058 \Delta \ln hb_t - 0.276811 u_{t-1} + e_t$$

(2.992134)      (-2.301175)      (3.002673)      (0.617418)      (-1.888655)      (-2.533283)

R<sup>2</sup>=0.25    DW=2.28    RSS=0.26

Kısa dönem modelinin tanısal (diagnostik) testlerinin sonuçları ise şunlardır:

**Tablo 52 : Denklem6 için Tanısal Test Sonuçları**

<b>Otoregresiv Değişen Varyans (ARCH LM) Testi</b>				
<b>1 gecikme için</b>	F-istatistiği	0.103393	Olasılık	0.748843
	Gözlem*R <sup>2</sup>	0.106452	Olasılık	0.744220
<b>4 gecikme için</b>	F-istatistiği	0.162704	Olasılık	0.956377
	Gözlem*R <sup>2</sup>	0.699077	Olasılık	0.951443
<b>Normallik Testi</b>				
Jarque-Bera İstatistiği		23.73955	Olasılık	0.000007
<b>Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Testi</b>				
<b>1 gecikme için</b>	F-istatistiği	2.518426	Olasılık	0.117779
	Gözlem* R <sup>2</sup>	0.950103	Olasılık	0.329693
<b>4 gecikme için</b>	F-istatistiği	1.241775	Olasılık	0.303603
	Gözlem* R <sup>2</sup>	3.694328	Olasılık	0.448951
<b>Ramsey RESET Testi</b>				
F-istatistiği		0.435687	Olasılık	0.511738
Log likelihood rasyosu		0.484759	Olasılık	0.486275
<b>İstikrar Testi (Chow Kırılma Testi )</b>				
<b>1994:2 için</b>	F-istatistiği	0.267524	Olasılık	0.949741



ARCH LM testi sonuçlarına göre hata teriminin varyansı, geçmiş dönemlerin hata terimi kareleri ile ilişkili değildir. Bir başka deyişle, değişen varyans sorunu yoktur. Bununla birlikte normallik testi sonuçları, hata terimlerinin normal dağılmadığını göstermektedir. Serial LM testi sonuçları ise, hata terimleri arasında ilişki yani içsel bağıntı sorunu olmadığını ifade etmektedir. Ayrıca Ramsey'in regresyon tanımlama testi sonuçlarına göre, belirleme hatası yoktur. İstikrar testi sonuçları dikkate alındığında ise, 1994 yılının bir kriz yılı olarak ele alınması durumunda Chow testi sonuçlarının, tahminlenen bu kısa dönem modelinin de istikrarlı olduğunu gösterdiği ve bu ilişkide de herhangi bir yapısal değişme olmadığı söylenebilir.

Tüm bu test sonuçları açısından kısa dönem modelinin sonuçları, normallik varsayımı dışında, kabul edilebilir görünmektedir. ECM sonuçlarına göre, hata düzeltme katsayısı negatif ve anlamlı (olasılık 0.01) bulunmuştur. Bu bağlamda hata düzeltme mekanizmasının çalıştığı ve uzun dönemde meydana gelecek dengesizliklerin her çeyrekte %27 oranında giderileceği söylenebilir. Ayrıca uzun dönem denkleminde oranla, DW istatistiğinin düzeldiği ve RSS'nin azaldığı görülmektedir.

**Denklemler:**

$$\Delta \ln m_2 y_t = 0.094315 \Delta y_{ihr} - 0.354870 \Delta t_{ufe} + 0.440233 \Delta l_{dk} - 0.001080 \Delta h_{b} - 0.276165 u_{t-1} + e_t$$

(2.879959)      (-2.642776)      (3.416623)      (-2.225179)      (-2.783451)

$R^2=0.24$      $DW=2.37$      $RSS=0.26$

Kısa dönem modelinin tanısal (diagnostik) testlerinin sonuçları ise şunlardır:

**Tablo 53 : Denklem7 için Tanısal Test Sonuçları**

<b>Otoregresiv Değişen Varyans (ARCH LM) Testi</b>				
<b>1 gecikme için</b>	F-istatistiği	0.469481	Olasılık	0.495700
	Gözlem*R <sup>2</sup>	0.480627	Olasılık	0.488139
<b>4 gecikme için</b>	F-istatistiği	0.194700	Olasılık	0.940205
	Gözlem*R <sup>2</sup>	0.834730	Olasılık	0.933732
<b>Normallik Testi</b>				
Jarque-Bera İstatistiği		43.54546	Olasılık	0.000000
<b>Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Testi</b>				
<b>1 gecikme için</b>	F-istatistiği	2.274692	Olasılık	0.111628
	Gözlem* R <sup>2</sup>	2.946320	Olasılık	0.229200
<b>4 gecikme için</b>	F-istatistiği	1.690881	Olasılık	0.164430
	Gözlem* R <sup>2</sup>	5.286176	Olasılık	0.259174
<b>Ramsey RESET Testi</b>				
F-istatistiği		0.345171	Olasılık	0.559028
Log likelihood rasyosu		0.378054	Olasılık	0.538647
<b>İstikrar Testi (Chow Kırılma Testi)</b>				
<b>1994:2 için</b>	F-istatistiği	0.419372	Olasılık	0.833342

ARCH LM testi sonuçlarına göre hata teriminin varyansı, geçmiş dönemlerin hata terimi kareleri ile ilişkili değildir. Bir başka deyişle, değişen varyans sorunu yoktur. Bununla birlikte normallik testi sonuçları, hata terimlerinin normal dağılmadığını göstermektedir. Serial LM testi sonuçları ise, hata terimleri arasında ilişki yani içsel bağıntı sorunu olmadığını ifade etmektedir. Ayrıca Ramsey'in regresyon tanımlama testi sonuçlarına göre, belirleme hatası yoktur. İstikrar testi sonuçları dikkate alındığında ise, 1994 yılının bir kriz yılı olarak ele alınması durumunda Chow testi sonuçlarının tahminlenen bu kısa dönem modelinin istikrarlı olduğunu gösterdiği ve ilişkide herhangi bir yapısal değişme olmadığı söylenebilir.

Tüm bu test sonuçları açısından denklem7'ye ilişkin kısa dönem modelinin sonuçları, normallik varsayımı dışında, kabul edilebilir görünmektedir. ECM sonuçlarına göre, hata düzeltme katsayısı negatif ve anlamlı (olasılık 0.00) bulunmuştur. Bu bağlamda hata düzeltme mekanizmasının çalıştığı ve uzun dönemde meydana gelecek dengesizliklerin her çeyrekte %27 oranında giderileceği

söylenbilir. Ayrıca uzun dönem denkleminde oranla, DW istatistiğinin düzeldiği ve RSS'nin azaldığı görülmektedir.

Denklemler 5, 6 ve 7'nin hata düzeltme katsayılarının negatif ve anlamlı bulunması, EG İki Aşamalı modelleme yaklaşımı açısından, bu denklemlere ilişkin koentegrasyonun varlığını doğrulamaktadır.

Uzun dönem tahminleri açısından, denklem 5 ve denklem 7'nin, katsayı işaretleri teoriye uygun bulunmuştur. Denklem 6'da ise, mevduat faiz oranının dışındaki tahmin katsayıları beklenen işaretlere sahiptir. Kısa dönem dinamiklerinin ele alındığı hata düzeltme modellerinde ise, katsayıların işaretleri açısından beklenen sonuçlar elde edilmiştir.

Uygulamanın bu aşamasında, sonuçları yorumlamadan önce, Engle-Granger iki aşamalı modelleme yöntemine bir aşamanın daha eklendiği Engle-Yoo yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemin kullanılmasının nedeni; Engle-Granger modelinin, uzun dönem statik regresyon tahminlerinin asimptotik açıdan etkin olmayabilirliğine ve koentegrasyon vektörü tahminlerinin dağılımının normal olmamasına bağlı olarak, parametrelerin anlamlılığı hakkında karar vermenin zorluğuna ilişkin içerdiği sorunları gidermektir (Ari, 2001:91).

Engle-Yoo modelleme yönteminde, uzun dönem katsayıları kısa dönemden elde edilen bir bilgi ile ( $\eta$ ) düzeltilmektedir. Tahmin edilen  $\eta$  katsayıları, uzun dönem  $\beta$  katsayıları ile toplanarak  $\beta^{düz}$  elde edilmektedir. Bu düzeltilmiş katsayılar uzun dönem denklemleri katsayıları olarak, standart hata ve t istatistikleri de düzeltilmiş uzun dönem katsayılarının standart hata ve t istatistikleri olarak yorumlanmaktadır (Engle ve Yoo, 1991).

Bu bağlamda denklem 5, denklem 6 ve denklem 7 için Engle-Yoo düzeltilmiş uzun dönem katsayı tahminleri şu şekildedir<sup>127</sup>:

**Denklem 5:**

$$\ln m_2 y_t = 0.302878 \ln y_{t-1} - 0.398198 \ln u_{t-1} + 0.567757 \ln k_{t-1} - 0.000327 i_{t-1} - 0.002946 h_{t-1} + u_t \quad (13)$$

(102.8)      (-125.6)      (210.5)      (-0.755)      (-7.51)

<sup>127</sup> Parantez içindeki değerler t istatistiklerini vermektedir. t istatistikleri; düzeltilmiş katsayı tahmininin, düzeltme aşamasında elde edilen standart hataya bölünmesi ile elde edilmiştir. t istatistiklerinin son derece yüksek olması, üçüncü aşamada elde edilen standart hataların çok düşük olması nedeniyle olabilir. Bununla birlikte, Engle ve Yoo (1991)'de de bazı katsayılarla ilişkin yüksek t istatistikleri elde edildiği görülmektedir.

**Denkleml6:**

$$\text{Irm}2y=0.311241\text{iyihr}-0.407649\text{ltufe}+0.575906\text{ldk}-0.003326\text{i}12-0.000803\text{hb}+u_t \quad (14)$$

(114.8)      (-139.8)      (232.1)      (-9.2)      (-2.22)

**Denkleml7:**

$$\text{Irm}2y=0.303954\text{iyihr}-0.396568\text{ltufe}+ 0.567127\text{ldk}-0.002701\text{hb}+u_t \quad (15)$$

(111.3)      (-134.8)      (226.6)      (-7.42)

Engle-Yoo düzeltilmiş katsayı tahminleri yorumlanabilir olmakla birlikte, denkleml5 ve denkleml6'da mevduat faiz oranının işareti, pozitif yerine negatif bulunmuştur. Eğer mevduat faizinin, paranın kendi getiri oranını temsilen denklemlde yer aldığı düşünülürse, bu sonuç teoride belirtilen 'paranın kendi getirisi ile para talebi arasında aynı yönlü ilişki vardır' ifadesini doğrulamamaktadır. Bununla birlikte, paranın kendi getirisinin sıfır olarak kabul edilmesi durumunda<sup>128</sup>, denkleml7'nin sonuçları, teoriye uygun olarak görülmektedir. Bu bağlamda, bundan sonraki analizler, denkleml7 üzerinden yürütülecektir.

Çalışmanın bu noktasında, daha önce değinildiği gibi, söz konusu denklemin sağ tarafında yer alan açıklayıcı (bağımsız) değişkenlerin zayıf dışsal oldukları varsayımı test edilmelidir. Zayıf dışsallığın sağlanamaması, koentegrasyon ilişkisinin varlığını ortadan kaldırmamakta, yalnızca tahmin sonuçlarının sapmalı çıkmasına neden olmaktadır. Bu nedenle, ekonometrik analiz süreci kısmında da belirtildiği gibi, zayıf dışsallık varsayımı, Engle ve Granger (1987) yöntemi ile test edilmiştir. Buna göre denkleml7'de, ltufe değişkeni dışındaki tüm açıklayıcı değişkenler, zayıf dışsal olarak bulunmuştur.

Bu bağlamda denkleml7'nin tahmin sonuçlarındaki, ltufe değişkeninin içselliğinden kaynaklanan sapmaları gidermek için, Phillips-Hansen (1990) Tamamen Düzeltilmiş EKK Tahmincisi yöntemi<sup>129</sup> kullanılmış ve şu sonuçlar elde edilmiştir:

<sup>128</sup> Benzer bir yaklaşım için bkz. Akıncı (2003:4).

<sup>129</sup> Tek denkleml yaklaşımı içinde, içsellikten kaynaklanan sapmaları gidermek için Inder (1993) Tamamen Düzeltilmiş Kısıtsız ECM Tahmincisi (Fully Modified Unrestricted ECM Estimator) yöntemi de kullanılabilir. Ancak bu çalışmada Phillips-Hansen (1990) yöntemi kullanılmıştır. Phillips-Hansen (1990) yönteminin içsellikten kaynaklanan sapmaları giderdiğine ilişkin açıklama için bkz. Phillips ve Hansen (1990:100).

**Tablo 54 : Denklem7'nin Tamamen Düzeltilmiş EKK Tahmincisi Sonuçları (Phillips ve Hansen ,1990)**

Tamamen Düzeltilmiş EKK Tahmincisi Sonuçları			
Bağımlı değişken :LRM2Y			
Gözlem sayısı :67			
Tahmin dönemi :1987Q2 - 2003Q4			
Açıklayıcı Değişken	Katsayı	Standart Hata	T-Rasyo [Olasılık]
Sabit	1.4048	.58090	2.4183 [.019]
LYIHR	.17356	.057267	3.0308 [.004]
LTUFE	-.35846	.075815	-4.7280 [.000]
LDK	.53907	.079812	6.7542 [.000]
HB	-.0025445	.4132E-3	-6.1580 [.000]

Tablo 54'de içsellikten kaynaklanan sapmalar giderildiği için, bu tabloda belirtilen t-istatistikleri geçerlidir ve yorumlanabilir değerlerdir. Ayrıca, EG koentegrasyon denklemlerindeki tahminler ile karşılaştırıldığında, işaretlerin beklenen yönde ve tüm açıklayıcı değişkenlerin %5 önem düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmektedir.

Uzun dönem denklemlerinin, tek denklem yaklaşımı çerçevesinde farklı yöntemlerle tahmin edilmesi ve sonuçların dirençli (robust) olup olmadıklarının belirlenmesi, tahmin sonuçlarının karşılaştırılmasında önemlidir. Bu nedenle çalışmanın bu kısmında, önce uzun dönem denkleminde dinamik unsurların dikkate alındığı Saikkonen (1991) tahmin yöntemi, daha sonra da EG tipi tek denklem modelinin doğrulanması amacıyla yönelik Johansen ML VAR tahmin yöntemi kullanılmıştır.

Saikkonen yaklaşımına göre, EKK kullanılarak elde edilen denklem7'nin tahmin sonuçları şöyledir:

**Denklem7:**

$$\text{Irm}2y = 0.340569\text{lyihr} - 0.280334\text{ltufe} + 0.452773\text{ldk} - 0.003034\text{hb} + u_t \quad (16)$$

Bu denklemin Saikkonen Yöntemine göre tahminlenmesi sonucu, işaretler yine teoriye uygun şekilde elde edilmiştir.

Çalışmada ayrıca Johansen (1988) ML VAR yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem, daha önce belirtildiği gibi, tek denklem yaklaşımına bir alternatif olarak değil, bu yaklaşımı tamamlayıcı nitelikte kullanılmıştır. Bu bağlamda amaç, tek denklem yaklaşımının dayandığı tek koentegre edici vektör varsayımının araştırılmasıdır.

VAR yöntemine dayalı koentegrasyonun ilk aşaması VAR için optimum gecikme sayısının belirlenmesidir. Bu gecikme sayısının belirlenmesinde, Akaike Bilgi Ölçütü (AIC), Schwarz-Bayesian Ölçütü (SBC), Hannan-Quinn Ölçütü (HQ) ve Log Likelihood (LL) istatistiği gibi çeşitli model seçim ölçütleri kullanılmıştır. Söz konusu ölçütlerin en yüksek değerine karşılık gelen gecikme sayısı, VAR için optimum gecikme sayısı olarak alınmıştır. Bununla birlikte, ölçütlerin birbirlerini desteklemediği durumlarda, gözlem sayısı ve Pesaran ve Pesaran (1997) dikkate alınarak, SBC ölçütünün işaret ettiği gecikme sayısı, optimum gecikme sayısı olarak kabul edilmiştir.

VAR analizinin bu çalışma için önemli olan aşaması, koentegre edici vektör sayısının (rank) belirlenmesidir. Bu bağlamda, rankın belirlenmesinde Maksimum Özdeğer (Eigenvalue) ve Trace Testi kritik değerlerinden yararlanılmıştır. Her iki test istatistiğinin birbirlerini desteklememeleri durumunda, Johansen ve Juselius (1990) dikkate alınarak, maksimum özdeğer testinin sonuçları kabul edilmiştir.

Buna göre, Johansen yöntemi ile tahmin edilen Denklem7 için VAR(1) ve rank=2 bulunmuştur<sup>130</sup>. Dolayısıyla, tek koentegre edici vektör varsayımı, 7 nolu denklem için doğrulanamamıştır.

Bu noktada, birden fazla koentegre edici vektör bulunmasının, yöntemle ait bazı ek sorunlar yaratacağının belirtilmesi önemlidir. Bununla birlikte, birden fazla uzun dönem ilişkisinin bulunması sorunu, iki yolla çözülebilir (Utkulu ve Özdemir,2003:26): İktisat teorisinden referans alarak; iktisadi açıdan anlamlı ve beklenen işarete sahip olan uzun dönem ilişkisi dışında kalanları reddetmek ya da analize konu olan ilişkinin teorik alt yapısı, birden fazla uzun dönem ilişkisini destekliyorsa, söz konusu diğer uzun dönem ilişkilerini de dikkate almak.

---

<sup>130</sup> Burada yalnızca, VAR'ın gecikme sayısı ve rank sayısı, sözel olarak ifade edilmektedir. Tahmin sonuçları ise denklem olarak verilmektedir. Optimum gecikme sayısı ve rank sayısına ilişkin tablolar, çalışmanın sonunda, ekte yer almaktadır.



Bu bağlamda, denklem7'ye ilişkin koentegre edici vektörlerin tahmin sonuçlarına göre, iktisadi açıdan anlamlı olan uzun dönem tahminleri şu şekildedir<sup>131</sup>:

**Denklem7:**

$$\text{Irm}2y=0.35120\text{lyihr}-0.27268\text{ltufe}+0.44021\text{ldk}-0.0037752\text{hb}+u_t \quad (17)$$

Görüldüğü gibi katsayı tahminlerinin işaretleri, teoriye uygundur. Katsayı büyüklükleri ise, daha önce farklı tahmin yöntemleri ile elde edilenlerden büyük bir sapma göstermemektedir.

Buraya kadar yapılan analizler, yapısal bir değişimin koentegrasyon vektörü üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmayacağı dikkate alınmadan gerçekleştirilmiştir. Ancak gerçekte, uzun dönem denklemindeki parametrelerin sabit kalmayıp zamanla değişmesi söz konusu olabilir. Bu bağlamda Gregory ve Hansen (1996), koentegrasyon denkleminde meydana gelebilecek parametre değişmelerine ve kırılmalara karşı, koentegrasyonun varlığını araştıran bir test geliştirmişlerdir. Söz konusu test; sabit terimde kayma, sabit terimle birlikte eğimde kayma ve rejim kayması olmak üzere üç alternatif modelden hareketle gerçekleştirilmektedir. Her bir modelde, yapısal değişimin zamanının bilinemediğinden yola çıkılarak, yapısal değişim tarihi içsel olarak belirlenmektedir<sup>132</sup>.

Çalışmanın bu noktasında, yapısal değişim durumunda koentegrasyonun varlığı Gregory ve Hansen (1996) koentegrasyon testi ile araştırılmış ve sonuçlar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 55 : Gregory ve Hansen (1996) Koentegrasyon Testi Sonuçları**

Model	ADF* İstatistiği	Kritik değer <sup>a</sup> (%10)	Kırılma Yılı
Sabit terimde kayma	-5.33 (0) <sup>b</sup>	-5.31	1998:3
Sabit terim ile birlikte eğimde kayma	-5.60 (0) <sup>b</sup>	-5.59	1994:2

<sup>a</sup> Kritik değerler, Gregory ve Hansen (1996:109)'dan alınmıştır.  
<sup>b</sup> Parantez içindeki değerler, optimum gecikme uzunluğunu vermektedir.

<sup>131</sup> Johansen yaklaşımı çerçevesinde, denklem7 için iki koentegre edici vektör bulunmuştu. Bu bağlamda, 2. vektör ile ifade edilen diğer uzun dönem denkleminin tahmin sonuçları şöyledir:

$$\text{Irm}2y=1.26\text{lyihr}-3.06\text{ltufe}+2.55\text{ldk}+0.17\text{hb}$$

Görüldüğü gibi, esneklikler oldukça yüksek ve hazine bonusu değişkeninin işareti ise beklenilenin aksine pozitif bulunmuştur. Tahmin sonuçları açısından teoriye uygun işaretler elde edilemediğinden 2. vektör dışarıda bırakılmıştır.

<sup>132</sup> Gregory ve Hansen (1996) Koentegrasyon testinin uygulaması için bkz. Önel (2003) ve Utkulu ve Özdemir (2003).

Tablo 55'deki sonuçlar<sup>133</sup>, yapısal değişimin olduğu yıllara karşın, koentegrasyonun varlığını ifade etmektedir. Bir başka deyişle, sabit terimde kaymanın yer aldığı birinci modelde elde edilen ADF\* değeri ile kritik değer karşılaştırıldığında, 1998 yılının üçüncü çeyreğinde görülen yapısal değişmeye karşın koentegrasyonun var olduğu görülmektedir. Benzer bir sonuç, eğitim modeli olarak da adlandırılan ikinci modelde de elde edilmiştir; modelin ADF\* değeri ile kritik değer karşılaştırılması sonucu, 1994 yılının ikinci çeyreğinde görülen yapısal değişmeye karşın koentegrasyonun var olduğu görülmektedir.

Son olarak, 1994 yılının kriz yılı olduğundan hareketle 1987:1-2003:4 dönemi; 1987:1-1994:2 ve 1994:2-2003:4 olmak üzere, denklem7 için iki alt döneme ayrılarak yeniden tahminlenmiş ve tahminlerin, hem işaretlerinin hem de büyüklüklerinin dikkate değer bir ölçüde, değişip değişmedikleri araştırılmıştır. Söz konusu incelemede, alt dönemlerin tahminlenmesinde aynı değişkenler ve aynı tahmin yöntemi (EKK) kullanılmıştır.

Buna göre, denklem7 için, hazine bonusu faizini temsil eden hb değişkeni dışındaki değişkenlerde, hem işaret hem de büyüklük açısından çok çarpıcı değişiklikler görülmemiş, ancak, denklem7'de hb'nin işareti, 1994:2-2003:3 alt dönemi için, beklenilen aksine pozitif bulunmuştur. Ayrıca, uzun dönem tahmininde, bu değişken için yüksek t istatistik değeri elde edilmiş olmasına karşın, söz konusu alt dönemde, t istatistiğinin oldukça düşük olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, hb'ye ait pozitif işaret şu şekilde yorumlanabilir: Hazine bonusu faizi, iç borçlanmanın bir göstergesi olarak kabul edildiğinde, tahmin sonuçlarına göre, iç borçlanma arttığında, para talebi de artmaktadır. Çünkü, kamu kesimi, borçlarını ödeyebilmek için paraya gereksinim duyar. Kamu kesiminin ekonomideki ağırlığı göz önüne alındığında, kamu kesiminin para talebindeki artış, doğal olarak toplam para talebini de arttıracaktır. Bu, aynı zamanda, dışlama (crowding out) etkisinin varlığı olarak da yorumlanabilir. Çünkü özel kesime gidecek kaynaklar, iç borçlanma nedeniyle, kamu kesimi talebi olarak ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, iç borçlanmanın (faiz+ana para)'dan oluşan kısmında, faizin getirdiği maliyet, bu faizden gelir elde eden kesimin vergilendirilmesi yoluyla karşılanırsa, bu maliyetin para talebini arttırıcı bir etkisi olmayabilir. Ancak, 5 Nisan 1994 kararlarında olduğu gibi, bu maliyet, hazine bonusu ve devlet tahvillerinden alınan vergilerin kaldırılması nedeniyle karşılanmıyorsa, kamu kesiminin borçlanmasının ortaya çıkardığı faiz

<sup>133</sup> Rejim kaymasını dikkate alan modelin sonuçları tabloda yer almamaktadır. Çünkü test sonuçlarına göre, rejim kaymasının görüldüğü herhangi bir yıla rastlanılmamıştır.

artışı, ek bir para talebi artışı doğurabilecektir. Bu da, para talebinin öngörülmesini zorlaştıran bir öge olabilir. Bu durum, iç borçlanmanın parasallaşması şeklinde değerlendirilebilir<sup>134</sup>. Ayrıca, iç finansal serbestleşmeden beklenen, faiz serbestliği ile üretim artışından kaynaklanacak bir para talebi artışının ortaya çıkmasıdır. Ancak, yukarıdaki bulgulardan hareketle, üretim artışından değil, borçlanmadan kaynaklanan bir para talebi artışının ortaya çıktığı söylenebilir. Söz konusu durum, Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik yaklaşımını doğrular bir özellik olarak kabul edilebilir. Bunlara ek olarak, kriz sonrası dönemde hazine bonosu faizlerinde aşırı oynaklıklar olabileceği nedeniyle de, beklenen yönde bir ilişki bulunamamış olabilir. Bununla birlikte, alt dönemlere ilişkin analiz sonuçlarının, yorumlanamaz t istatistikleri nedeniyle, ihtiyatla ve dikkatli değerlendirilmesi gerekmektedir.

Tek denklem yaklaşımı çerçevesinde ve farklı tahmin yöntemleriyle gerçekleştirilen bu analizlerin ve sistem yaklaşımına dayanan Johansen yöntemi tahmin sonuçlarının bir arada değerlendirilmesi sonucu, şunlar söylenebilir:

**Tablo 56 : Uzun Dönem Tahmin Sonuçlarının Farklı Yaklaşımlarla Karşılaştırılması**

Denklem Adı	Değişken Adı	Tahmin Yöntemi			
		Engle-Yoo	Phillips-Hansen	Saikkonen	Johansen ML VAR
Denklem7	lyihr	0.303954	0.17356	0.340569	0.35120
	ltufe	-0.396568	-0.35846	-0.280334	-0.27268
	ldk	0.567127	0.53907	0.452773	0.44021
	hb	-0.00270	-0.00254	-0.003034	-0.00377

Tablo 56'daki tahmin sonuçlarından hareketle, farklı tahmin yöntemlerine göre elde edilen katsayı tahminlerinin oldukça dirençli (robust) oldukları görülmektedir. Bu bağlamda, 1987-2003 dönemi için para talebi fonksiyonunun istikrarlı ve öngörülebilir olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

<sup>134</sup> Bu durum, ekonomi yazınında Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik yaklaşımı içinde çok yoğun tartışılmaktadır. Bu yaklaşım, ilgili yazında Sargent ve Wallace (1981)'in çalışmalarıyla tartışılmaktadır. Uygur (2001c), Sargent ve Wallace'ın makalelerinde, bir model çerçevesinde şu sonuca ulaştıklarını belirtmektedir: "Parasalcı varsayımlar altında ve para ile fiyatlar arasında yakın bir ilişki olsa bile, uzun dönemde para politikasının enflasyon üzerinde etkisi olmayabilir. Bu çarpıcı ama görüleceği gibi mantıklı sonucun geçerli olması için, mali (fiscal) baskının olması gerekir. Mali baskı, sürekli kamu açıklarının olduğu bir ekonomide, para politikasının bu açıkların, dolayısıyla maliye politikasının baskısı altında olmasıdır. Çünkü açıklar ya borçlanarak ya da parasal genişleme ile kapatılmak zorundadır. Mali baskının olduğu bir ekonomide, mali açıklar, parasal genişlemeyi ve enflasyon artışını önlemek için borçlanma ile kapatılır. Ancak borçlanma böyle sürdükçe, reel faizler yükselir ve giderek faiz ödemesi bile borçlanılarak yapılır...(Sonuçta) borçlanmanın tıkanıdığı noktada basılan para ve ortaya çıkan enflasyon, açıkların baştan para genişlemesi ile kapatıldığı enflasyona göre çok daha yüksektir" (Uygur,2001c:9-10).

Tahmin sonuçlarına göre GSYİH'daki artış, para talebini aynı yönde etkilemektedir. Ayrıca, her iki değişken de logaritmik formda ifade edildiğinden, para talebinin gelir esnekliğinin teoriye uygun bir şekilde pozitif, ancak birim esnekliğin altında olduğu görülmektedir. Bunun nedeninin, paranın depolanan bir özellik göstermesi dolayısıyla, gelirdeki yüzde artıştan daha az bir para talebi artışının ortaya çıkması olduğu düşünülmektedir<sup>135</sup>.

Daha önce de değinildiği gibi, para talebi denkleminde enflasyon oranının eklenmesinin nedeni, yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde, malların ulusal para ile ikame edilebilir olmasıdır. Böylece enflasyon, elde para tutmanın alternatif maliyeti olarak kabul edilmektedir. Özellikle, fiyatlar genel düzeyindeki artış, ekonomik birimlerin gelecek dönemlere ilişkin enflasyon beklentilerinde bir artış doğuruyorsa, para talebinin düşmesi beklenebilir. Bu nedenle, beklenen işaret negatiftir. Bu, yüksek enflasyon dönemlerinde ekonomik birimlerin para yerine reel varlık tutma eğiliminde olduklarının bir göstergesi olarak da yorumlanabilir<sup>136</sup>.

Para talebinin faiz esnekliğine gelince, bağımlı değişken logaritmik, açıklayıcı değişken ise düzey formunda olduğu için, kısmi esneklikten söz edilmektedir. Bu bağlamda, örneğin Engle-Yoo tahminleme yöntemi ile tahminlenen denklem7 için para talebinin kısmi faiz esnekliğinin, teoriye uygun şekilde negatif işaret taşıdığı görülmektedir. Bir başka deyişle, hazine bonusu faizlerindeki 1 puanlık artışın, para talebini yüzde 0.27 oranında azaltması beklenmektedir.

Bununla birlikte, nominal döviz kurunun işareti pozitif bulunmuştur. Daha önce değinildiği gibi para talebi denkleminde nominal döviz kurunun dahil edilmesinin nedeni, döviz kurunun ülke sakinlerinin yabancı varlıklar cinsinden servetleri üzerindeki etkisinin ve rolünün önemli olması nedeniyledir. Pozitif işaret, döviz kurunda meydana gelecek bir değişimin, para talebini aynı yönde etkilediğini belirtmektedir. Bu bulgu, Mundell (1963) ve Arango ve Nadiri (1981)'nin döviz kurunun para talebi fonksiyonuna bir değişken olarak eklenmesi durumunda, ulusal paranın değer kaybının (bir başka ifade ile yabancı paranın değer kazanmasının), bireylerin ellerindeki yabancı varlıkların ulusal para cinsinden değerini arttıracığı ve

<sup>135</sup> Para talebinin gelir esnekliğine ilişkin farklı görüşler için bkz. Keyder (2002:347)

<sup>136</sup> Benzer bir yorum için bkz. Mutluer ve Barlas (2002:67).

bu artışın da bir servet artışı olarak kabul edilmesi ile para talebinin artacağı yönündeki görüşleri ile koşuttur (Bahmani-Oskooee ve Shabsigh,1996:2-3)<sup>137</sup>.

Bu sonuçlar ışığında, Türkiye’de 1987-2003 dönemi için, reel para talebinin; reel gelir, enflasyon, nominal döviz kurları ve hazine bonosu faiz oranları ile açıklanabildiği söylenebilir.

## 6. DEĞERLENDİRME

Çalışmanın bu bölümünde, parasal hedefleme stratejisinin uygulanabilirliği, kontrol edilebilirlik, temel amaç-ara hedef ilişkisi ve para talebinin istikrarı gibi daha önce değinilen gerekli koşullar bağlamında araştırılmıştır.

Ekonometrik yöntem olarak, zaman serisi verilerine dayalı, tek ve çok değişkenli koentegrasyon tekniği kullanılmıştır. Gerekli koşulların sağlanıp sağlanamadığının araştırılmasında, koentegrasyon analizinin kullanılmasının nedeni, araştırılan koşulların uzun dönem ekonomik ilişkiler içeriyor olması ve uzun dönem ekonomik ilişkilerin, yani iktisat teorisinin testine olanak tanıyan modelleme yönteminin koentegrasyon analizi olmasıdır.

Ekonometrik analizin ilk aşaması, verilerin zaman serisi özelliklerinin belirlenmesidir. Durağanlık analizi kapsamında serilere, Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi, yapısal kırılmayı dikkate alan Peron Additive Outlier testi ve birden fazla birim kök sorununu dikkate alan Dickey-Pantula birim kök testi uygulanmıştır.

İkinci aşamada, aynı bütünleşme düzeyine sahip değişkenler arasında koentegrasyon ilişkisi araştırılmıştır. Daha önce değinildiği gibi, değişkenler arasında bir koentegrasyon ilişkisinin bulunması; iki veya daha fazla değişken durağan olmasa bile eldeki değişkenler arasındaki teorik nedensel ilişkinin ampirik açıdan doğrulanması anlamına gelmektedir.

Üçüncü aşama ise, koentegrasyon ilişkisi saptanan serilerin modellenme aşamasıdır. Bu aşamada, tek denklem yaklaşımı bağlamında Engle-Yoo (1991), Saikkonen (1991) ve Phillips-Hansen (1990) gibi farklı tahminleme yöntemleri ve sistem yaklaşımı içinde de Johansen (1988) ML VAR yöntemi de kullanılmıştır.

---

<sup>137</sup> Çünkü, nominal döviz kuru denklemlerimizde, bir birim dolar başına ulusal para miktarı olarak yani inserten kur şeklinde yer almaktadır (Örneğin 1\$=1500000 TL şeklinde). Bu gösterim, dövizin ulusal para cinsinden ifadesidir. Bu bağlamda, doların 1500000 TL'den 1750000 TL'ye çıkması, ulusal paranın değer kaybetmesi, yabancı paranın ise değer kazanması anlamındadır.



Ayrıca, yapısal değişme durumunda koentegrasyonun varlığı, Gregory-Hansen (1996) koentegrasyon testi ile araştırılmıştır. Son olarak 1994 yılının kriz yılı olduğundan hareketle 1987:1-2003:4 dönemi; 1987:1-1994:2 ve 1994:2-2003:4 olmak üzere, iki alt döneme ayrılarak yeniden tahminlenmiş ve tahminlerin hem işaretlerinin hem de büyüklüklerinin dikkate değer bir ölçüde, değişip değişmedikleri araştırılmıştır.

Bu bağlamda, ara hedef olarak seçilen rezerv para değişkeninin kontrol edilebilirliği, koentegrasyon yöntemiyle araştırılmış ve koentegrasyon ilişkisi bulunamamıştır. Bu bulgu, rezerv para büyüklüğünün 1990-2003 döneminde bir ara hedef olarak kontrol edilemediğini göstermektedir. Bu bulguyu destekleyen bir başka gösterge, rezerv para değişkeninin durağan olmamasıdır. Rezerv para değişkeninin bir ara hedef olarak kontrol edilememesi, rezerv paradaki değişiklikler yoluyla M2 para arzındaki değişikliklerin öngörülemeyeceği, dolayısıyla M2 para arzının, politika yapıcılarının niyetlerine ilişkin doğru sinyaller taşıyan bir hedef büyüklük olamayacağı anlamına gelmektedir.

Diğer bir koşul olan, temel amaç ile ara hedef değişkeni arasındaki uzun dönem ilişkisinin varlığı da, tek denkleme dayanan koentegrasyon analizi ile araştırılmıştır. Temel amaç-ara hedef ilişkisinde, ara hedef olarak önce rezerv para, daha sonra da M2 para stoku ele alınmıştır. Koentegrasyon analizi sonucunda, ne rezerv paranın ne de M2 para stokunun temel amacı belirlediği, istikrarlı bir uzun dönem ilişkisi elde edilememiştir. Temel amaç, enflasyon ile ara hedef değişkenleri arasında, bir uzun dönem ilişkisinin bulunamaması, Türkiye'de enflasyonu belirleyen dinamiklerin, salt para arzı ya da rezerv para ile açıklanamayacağı şeklinde yorumlanabilir. Bir başka deyişle, salt para arzının kısılmasıyla, enflasyon üzerinde önemli bir etki yaratmanın olası olmadığı söylenebilir.

Parasal hedefleme stratejisini uygulama bazında değerlendirirken, varlığı araştırılan son koşul para talebi fonksiyonunun istikrarıdır. Para talebinin istikrarı, 1987-2003 dönemi için, yukarıda açıklanan ekonometrik analiz aşamaları dikkate alınarak, koentegrasyon yöntemi ile araştırılmış ve para talebini açıkladığı düşünülen değişkenler ile para talebi arasında bir koentegrasyon ilişkisi bulunmuştur.

Para talebi ile para talebinin belirleyicileri arasında, koentegrasyon ilişkisinin bulunması, söz konusu dönem için istikrarlı ve öngörülebilir bir para talebi fonksiyonunun elde edildiğini göstermektedir. Daha önce değinildiği gibi, istikrarlı ve



öngörülebilir bir para talebi fonksiyonunun elde edilebilirliği, parasal hedefleme stratejisinin uygulanabilmesi için önemli koşullardan birisidir. Bu bağlamda, bu koşulun sağlandığı görölmektedir.

Bu durumda, yapılan tüm analizler ne anlam ifade etmektedir? Elde edilen bulgular bağlamında, bu çalışmanın sonucu nedir ve önerileri nelerdir? Bu soruların yanıtı, sonuç ve öneriler kısmında verilmektedir.



## SONUÇ VE ÖNERİLER

Parasal hedefleme stratejisinin, uzun dönemde temel amacı fiyat istikrarıdır ve bu amaç açık bir biçimde, MB tarafından kamuoyuna duyurulur. Bununla birlikte, parasal hedefleme stratejisini uygulayan bir MB, temel amacıyla çelişmediği sürece, kısa dönemde finansal piyasaların ve/veya üretimin istikrarına da önem verebilir. Para politikası uygulama süreci açısından; ara hedef olarak para arzı değişkenini, operasyonel hedef olarak, parasal taban gibi bir parasal büyüklüğü ya da gecelik faiz oranları gibi kısa vadeli faiz oranlarını kullanan iki aşamalı hedefleme stratejisi, parasal hedefleme stratejisidir.

Kurala bağlı bir strateji olması bağlamında parasal hedefleme stratejisi; para otoritesinin politika uygulamalarındaki belirsizliğini azaltarak, ekonomik karar birimlerinin bekleyişlerini etkilemekte ve politika yapıcılarının hesap verebilirliğini arttırmaktadır. Parasal hedefleme stratejisi aynı zamanda, zaman tutarsızlığı sorununa karşı bir çözüm olmaktadır. Çünkü, parasal bir büyüklüğün çıpa olarak kullanılmasına dayandığı için, para otoriteleri açısından bir disiplin ögesi olarak görülmektedir.

Parasal hedefleme stratejisinin; döviz kuru hedeflemesi, faiz oranı hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi ve nominal gelir hedeflemesi gibi diğer hedefleme stratejileri ile karşılaştırıldığında, bazı dezavantajları olmasına karşın, avantajlı yönleri de bulunmaktadır. Örneğin, döviz kuru hedeflemesi ile karşılaştırıldığında, parasal hedefleme stratejisi uygulayan bir MB'nin, dış şoklara ve üretim dalgalanmalarına karşı, daha bağımsız olduğu söylenebilir. Ayrıca, döviz kurları, ekonomik birimler tarafından daha kolay anlaşılabilir ve izlenebilir bir nominal çıpadır. Enflasyon hedeflemesi ile karşılaştırıldığında ise, enflasyon hedeflemesi stratejisinin, olası tüm bilgi setini kullanması dolayısıyla, enflasyonu aşağı çekmede daha etkin bir strateji olabileceği görülmektedir. Ayrıca kuralın, bir başka deyişle hedef değişkenin, temel amaca mümkün olan en yakın düzeyde belirlenmesinin önemli olduğu ve kuralın belirlendiği düzey ile temel amaç arasındaki zincir uzadıkça, temel amaçta değişkenliğin artabileceği dikkate alındığında, enflasyon hedeflemesi daha uygun bir strateji olarak kabul edilebilir. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesinin, parasal hedeflemeye göre daha fazla inisiyatif içeriyor olması ve enflasyon hedeflemesinde, politika araçlarının etkilerini uzun ve değişik gecikmelerle göstermesi nedeniyle, parasal hedefleme stratejisinin, MB'nin hesap verebilirliğininin

zayıflaması bağlamında, enflasyon hedeflemesine göre daha avantajlı olabileceği söylenebilir.

Türkiye'nin, para programları ilan ederek, parasal hedefleme stratejisini uygulamaya başladığı yıllar, aslında Kanada, İngiltere, Yeni Zelanda gibi daha önce parasal hedeflemeyi uygulayan ülkelerin, bu stratejiyi terk ettiği yıllara karşılık gelmektedir. Söz konusu ülkeler, parasal hedefleme stratejisini terk ederken, Türkiye'nin bu stratejiyi uygulamaya başlamasının ardında; para otoritesinin, politika uygulamalarında, belli bir disiplin sağlama arayışının yattığı düşünülebilir. Çünkü, kurala bağlı olması bağlamında parasal hedefleme stratejisi, politika uygulayıcılarını sınırlamakta, onları enflasyonist politikalar uygulama yönünde caydırmaktadır.

Parasız'a göre (1998b:304); 1990'lı yılların başlarından itibaren para politikası açısından en önemli iki olgu, 1990 ve 1992 yıllarında uygulanan para politikalarının, ilk kez kurala göre para politikası denemesi içermesidir. Bu bağlamda, 1990 para programının iki temel özelliği dikkati çekmektedir: Birincisi klasik parasal hedef uygulamalarının aksine, ara hedef olarak geniş tanımlı bir parasal büyüklüğün seçilmeyip, MB Bilançosundan elde edilen dar tanımlı parasal büyüklüklerin kullanılması, yani bir ara hedef kümesinin kullanılmasıdır. İkinci özellik ise, söz konusu dar tanımlı parasal büyüklüklerin kullanıldığı ara hedef kümesinin kamuoyuna duyurulmasıdır.

Para, döviz ve sermaye piyasalarının oluşmadığı, yalnızca mal piyasasıyla ilgili olarak alınan kararların ekonomiyi büyük ölçüde yönlendirdiği 1980 öncesinde Türkiye'de, inisiyatif dayalı politika izlenmesi oldukça kolay olmuştur. Bununla birlikte, 1980'li yıllara gelindiğinde, yapılan reformlarla para, döviz ve sermaye piyasalarının büyük bir gelişme göstermesi, bu piyasaların uluslararası piyasalarla giderek bütünleşmesi ve alınan kararların çok kısa dönemde ekonomiyi etkilemesi, ekonominin yönetimini güçleştirmiştir. Bilginin ve bekleyişlerin, son derece etkili olduğu bu piyasalarda yapılacak yanlışların bedelinin son derece ağır olması, Türkiye'de kurala dayalı politikaların önemini arttırmıştır.

TCMB, uyguladığı para politikalarında zaman zaman MB parasını, kimi zaman da rezerv parayı, hedef değişken olarak belirlemiştir. MB para programlarını ilan etmeye başladığı dönemlerde, kendi bilançosundan elde ettiği hedefler arasında bir sıralama yapmış ve önceliği MB parasına vermiştir. MB açısından, MB parasının önemi şu noktalardan kaynaklanmaktadır: MB parasındaki herhangi bir değişme, yalnızca MB tarafından alınan karara bağlı olarak gerçekleşir. Bir başka deyişle,

Hazine gibi diğer ekonomik birimler, MB parasının büyüklüğünü değiştiremezler. Ayrıca, MB parasını etkileyen herhangi bir işlem, mutlaka TL'sini içeren bir işlemdir. Buna ek olarak, bu seçimin ardındaki bir diğer neden de, söz konusu dönem için yapılan ekonometrik araştırmaların, MB parasıyla parasal toplamlar arasında güçlü bir bağ olduğunu ortaya koymasıdır.

Hedef değişken olarak rezerv paranın seçiminde ise, MB'nin parasal büyüklüklerdeki artışları, rezerv paradaki artışı gözlemleyerek kontrol altında tutabildiği, şeklindeki genel kabul gören görüş rol oynamaktadır. Parasal büyüklüklerin kontrolünün enflasyonu düşürücü etkisi olduğu, faizler ve borçlanmalar aracılığıyla talebi sınırlandıracağı varsayımına dayalı olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte, MB'nin rezerv para üzerindeki kontrol yeteneğini (olanağını) azaltan en önemli faktör, iç borç stokundaki hızlı artış ve bu stokun yönetim biçimidir. Çünkü, bütçe açıklarının artışı ve bu açıkların yüksek faiz oranları yoluyla iç borçlanma aracılığıyla finansmanı, iç borcun giderek artmasıyla sonuçlanmaktadır. Bu da sonuçta bu borç stokunu yönetebilmek için gerekli parasal büyüklüklerin artmasına yol açmaktadır. Bu bağlamda, rezerv para artışının kaynağı, en az rezerv parayı kontrol edebilmek kadar önemlidir. Bu yüzden, rezerv paradaki artışı kontrol altında tutarken MB, bu artışın kaynağının bileşimini de değiştirmelidir.

MB açısından, MB Parası ya da rezerv paranın hedeflenmesi durumunda, bu hedeflere ulaşmak için paranın fiyatı, yani faiz oranı bir araç, bir başka deyişle operasyonel hedef olarak, MB tarafından kullanılabilir. Çünkü, herhangi bir değişkenin miktar cinsinden hedeflenmesi durumunda, söz konusu değişkenin fiyatının hedeflenen miktara ulaşabilmesi için, serbestçe belirleniyor olması gerekmektedir.

Bununla birlikte, Türkiye'deki uygulamalarda da görüldüğü gibi, parasal hedefleme stratejisinde bazen, ara hedef olarak parasal taban değişkeni de seçilebilmektedir. Söz konusu uygulamada, parasal tabanın diğer parasal büyüklükleri belirleyebilmesi ve parasal büyüklükler ile arasındaki çoğaltan mekanizmasının, istikrarlı ve öngörülebilir olması gerekmektedir. Bu bağlamda, Türkiye'de parasal taban değişkeninin ara hedef olarak kullanıldığı dönemlerde, söz konusu ilişkinin istikrarlı ve öngörülebilir olduğu, en azından parasal tabandaki değişmelerin para politikası için önemli bir bilgi kaynağı olduğu varsayılmıştır.

Uygulanan para politikaları genel olarak değerlendirildiğinde ortaya çıkan tablo, MB bilançosunun istenilen bileşime sahip olması ve kontrollü olarak

büyüyebilmesi için kamu kesiminin de sağlıklı olması ve açıklarını kontrol altında tutabilmesi gerektiğini göstermektedir. Çünkü, giderek büyüyen bir finansman gereksinimi ile karşı karşıya kalan Hazine yönetimiyle eşgüdüm içinde çalışmak zorunda olan bir MB'nin, aynı zamanda bilançosu ile ilgili hedefler koyabilmesi, daha sonra para programları uygulayabilmesi veya enflasyon hedeflemesine geçebilmesi oldukça güç görünmektedir. Bu nedenle, MB'nin 2001 yılına kadar uyguladığı para politikaları, Hazine'ye dost, bir başka deyişle Hazine'nin iç borçlanmasını kolaylaştırıcı para politikaları olarak adlandırılabilir.

1990 sonrası para politikalarının değerlendirilmesinde, uygulanan kur politikalarının da önemi vardır. 2001 yılına kadar olan dönemde MB'nin döviz kuru politikası, enflasyon artışı kadar kur artışına dayanan ve kurlardaki dalgalanmayı azaltmayı amaçlayan gözetimli dalgalanma olarak adlandırılabilir. Bu bağlamda, MB, döviz kurlarında istikrarı sağlamak için, sıkça döviz kurlarına müdahalede bulunmuştur. Gözetimli dalgalanma sisteminde, kur istikrarı ön planda olduğu için, döviz kuru önemli bir değişkendir. Hatta, döviz kuru zaman zaman, bekleyişleri etkilemek ve politikalar açısından bir sinyal oluşturmak amacıyla, bir nominal çıpa olarak kullanılmış, ancak çoğu zaman bu çıpa, kamuoyuna duyurulmamış, MB tarafından kendi bünyesinde izlenmiştir.

2001 yılından sonra MB'nin izlediği kur politikası, esnek kur sistemine dayanmaktadır. Parasal hedefleme stratejisinin uygulanışında, kurların esnek olması, stratejinin başarısı açısından büyük önem taşımaktadır. Çünkü, dar tanımlı parasal büyüklükler gibi bir miktar değişkeninin ara hedef olarak belirlenmesi durumunda, fiyat değişkeni olan faiz ve döviz kuru değişkenlerinin serbestçe belirlenebilir olması gerekmektedir. Bu bağlamda, 2001 yılından sonra döviz kurlarının piyasa koşullarında belirlenir olması ve MB'nin herhangi bir kur değerine ilişkin öngörüsünün ve kamuoyu açıklamasının olmaması, MB'nin tüm dikkatini fiyat istikrarına yöneltmesine yardımcı olmuştur.

Daha önce de belirtildiği gibi, para politikasının etkin bir şekilde yürütülebilmesi için, MB'nin öncelikle kendi bilanço büyüklüğünü ve bileşimini kontrol altına alması gereklidir. Bunun gerçekleştirilebilmesi için, MB'nin elinde, serbestçe kullanabileceği faiz ve likidite araçları olmalıdır. MB, elindeki faiz araçları ile kendi aktiflerine uyguladığı faizleri belirleyebilmektedir. Likidite araçları ise, MB'nin bilanço aktiflerini kontrol edebileceği kadar kısa dönemli araçlardan oluşmalıdır. Aynı zamanda MB, APİ yoluyla da, kısa vadeli faizleri yönlendirebilmelidir. Bu bağlamda,

TCMB'nin 1990 yılından sonraki politika uygulamalarındaki araç bileşimi, bu yönde yeniden düzenlenmiştir. Örneğin, 1990-1995 yılları arasında bir politika aracı olarak yoğun bir biçimde kullanılan reeskont politikası, orta ve uzun vadeden, kısa vadeye çekilmiş ve bir likidite aracında olması istenen kısa vadeli olma özelliği sağlanmaya çalışılmıştır<sup>138</sup>.

Aslında, 2000'li yıllara kadar MB açısından temel sorun, enflasyonla mücadelede yeterli kararlılığın oluşmaması ve bütçe politikalarının enflasyonla mücadelede zayıf kalmasıdır. Türkiye gibi ülkeler açısından, fiyat istikrarı, salt para politikaları bağlamında gerçekleştirilebilecek bir olgu olarak görülmemelidir. Bu bağlamda, bütçe disiplininin oluşturulmasında faiz dışı fazlanın<sup>139</sup> bir politika aracı olarak kullanılması ve hatta maliye politikası açısından bu değişkenin bir nominal çıpa olarak algılanması, enflasyonla mücadelede önemli bir noktadır.

Türkiye'de uygulanan parasal hedefleme stratejisi başarılı olmuş mudur? Bu soruya evet ya da hayır şeklinde doğrudan bir yanıt vermek oldukça güçtür. Çünkü, böyle bir değerlendirme yapabilmek için, Türkiye'de parasal hedefleme stratejisinin hangi amaçlarla uygulandığının belirtilmesi gerekmektedir. Örneğin, her bir alt döneme ilişkin politika uygulamalarına bakıldığında, para otoritesinin uzun dönemde enflasyonu aşağı çekmeyi temel amaç olarak ifade ediyor olmasına karşın, Türkiye'nin kendine özgü koşulları nedeniyle ağırlıklı olarak finansal piyasalarda istikrarın temel amaç olarak ortaya konulduğu dikkati çekmektedir<sup>140</sup>. Bu bağlamda, Türkiye'de parasal büyüklüklerin fiyat istikrarına yönelik olmaktan çok, öncelikle bilanço büyüklüğünün kontrol altına alınmasına sonra da finansal piyasalarda istikrarı sağlamaya yönelik olarak kullanıldığı söylenebilir. Daha önce de değinildiği gibi, kendi bilançosunu denetleyemeyen bir MB'nın, ekonomideki para arzı gibi geniş tanımlı büyüklükleri kontrol etmesi olanaklı değildir. Bu açıdan bakıldığında, MB'nın parasal hedefleme stratejisi yardımıyla, kendi bilanço büyüklüğünü kontrol altına alabildiği ve MB'nın finans sistemindeki görece büyüklüğünün azaltılarak, sistemin sağlıklı gelişmesi yönünde adım atıldığı ifade edilebilir.

<sup>138</sup> Örneğin, kamu kesimine avans şeklinde verilen, uzun vadeli destekleme ve ihtisas kredileri, reeskonta kabul edilir hale dönüştürülerek, krediler uzun vadeden kısa vadeye çekilmiştir.

<sup>139</sup> Faiz dışı fazla; bütçenin toplam gelirleriyle, bütçeden yapılan faiz ödemeleri yok sayıldığında, geriye kalan harcamalar arasındaki fark olarak tanımlanabilir.

<sup>140</sup> Para politikası uygulama süreçlerinin yıllar bazında değerlendirildiği tablolar ele alındığında, temel amaç olarak fiyat istikrarının 2001 yılından sonra açıkça ifade edildiği görülmektedir.



Finansal istikrar, reel sektör ile finansal sektör arasındaki ilişkinin sağlıklı yürürmesi açısından önem taşımaktadır. Bilindiği gibi, finansal istikrar olgusunun, kurumlarda istikrar, piyasalarda istikrar ve ödeme sistemlerinde istikrar olmak üzere, üç boyutu vardır ve parasal hedefleme stratejisi, daha çok finans piyasalarında istikrar sağlama amacına yönelik kullanılmıştır.

Ancak bu noktada, finansal istikrarın salt para politikası gibi ekonomik süreç politikalarıyla değil, bazı kurumsal politikalarla da desteklenmesi gerektiği, belirtilmelidir. Çünkü finansal istikrarı sağlamak için; finansal istikrarın yasal çerçevesini çizmek, diğer bir deyişle düzenlemeler yapmak, finansal sistemle ilgili bilgi almak için denetim yapmak ve finansal sistemi güvence altına almak gerekmektedir. Bu bağlamda, parasal hedefleme stratejisinin finansal istikrarın sağlanmasında tek başına başarılı olmasını beklemek, akılcı olmayacaktır.

Parasal hedefleme stratejisinin asıl uygulanış amacı olan, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik başarısının değerlendirilmesine gelince, bu çalışmanın inceleme dönemi olan 1990-2003 dönemi için, fiyatlarda kalıcı bir düşme eğiliminin, 2001 yılından sonra görülmeye başlandığı söylenebilir. 2001 yılına kadar, parasal hedefleme stratejisi uygulanıyor olmasına karşın, fiyatlar genel düzeyinde kalıcı bir düşüş eğilimi görülmemiştir. Bize göre, bunun temel nedeni, MB dışındaki politika yapıcılarda enflasyonla mücadele için, yeterli kararlılığın oluşmamasıdır. 2000'li yıllarda ise, söz konusu kararlılığın ortaya çıkmasına yönelik en önemli katkının, TCMB'nin bağımsızlığına ilişkin yasanın çıkarılması olduğu ifade edilebilir. Bu yasanın kabul edilmesiyle birlikte, TCMB'nin temel amacı, fiyat istikrarı olarak belirlenmiş ve yeni yasa ile birlikte, MB'nin Hazine'ye kredi açma ve avans verme uygulamasına son verilmiştir.

TCMB'nin 2001 yılından sonraki politika uygulamalarında dikkati çeken bir diğer nokta, parasal hedefleme stratejisinin yanı sıra, MB'nin örtük enflasyon hedeflemesi adını verdiği, bir hedefleme stratejisini uygulamaya başlamasıdır. Bu strateji ile MB, kısa vadeli faiz oranlarını bir operasyonel hedef olarak, ekonomik birimlerin bekleyişlerini etkilemek amacıyla, parasal tabanı da bir nominal çıpa olarak kullanmaktadır. Son dönem enflasyon oranlarındaki azalış eğiliminin sürmekte olduğu dikkate alındığında, TCMB'nin bu strateji ile fiyat istikrarı açısından başarılı olduğu söylenebilir.

Aslında, parasal büyüklüklerin para politikasının tek hedefi olarak kullanılmaması gerektiği ve temel çıpası enflasyon olan bir stratejide, parasal

büyüküklerin tamamlayıcı bir ara hedef değışken olarak kullanılmasının daha uygun olacağına ilişkin görüşlere daha önce değinilmiştir. Bu çalışmada da, benzer bir vurgu önem kazanmaktadır. Çünkü, parasal hedefleme stratejinin uygulanabilme koşullarının tartışıldığı üçüncü bölümdeki analiz sonuçlarına göre, MB'nin hem ara hedef olarak kullandığı parasal büyükük değışkeni üzerinde kontrolü yoktur hem de temel amacı fiyat istikrarı olan bir enflasyon denkleminde, enflasyonun tek belirleyicisinin para arzı olduğuna ilişkin bir bulgu elde edilememiştir. Bu iki sonucun, MB'nin bugün uygulamakta olduğu örtük enflasyon hedeflemesi stratejisini doğrular nitelikte olduğu düşünölmektedir. Çünkü, MB, enflasyonla mücadelede başarı kazanmak için, enflasyona yol açtığı düşünölen olası tüm bilgi setini içeren modeller kullanmalıdır. Parasal hedefleme stratejisi ise, tüm ağırlığı parasal büyüme ile enflasyon arasındaki ilişkiye vermektedir. Bu bağlamda, enflasyonun tek belirleyicisinin para arzı artışı olduğunu savunan klasik ve modern miktar teorisine dayanan aktarım mekanizmasının, Türkiye'de işlemediği söylenebilir.

Parasal hedefleme stratejisinin uygulama bazında değeriendirilmesinde, bir diğer önemli koşul, istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun elde edilebilir olmasıdır. Çünkü, istikrarlı bir para talebi fonksiyonu, parasal hedefleme stratejisi gibi, tahmin edilebilir bir para talebine dayanan anti-enflasyonist istikrar politikalarının başarısı için önem taşımaktadır.

Üçüncü bölümde, çok değışkenli koentegrasyon teknikleri kullanılarak gerçekleştirilen analizlere göre, 1987-2003 dönemi için, istikrarlı bir para talebi denklemi elde edilmiştir. Ancak, bu sonuçların ihtiyatla değeriendirilmesi gerekmektedir. Çünkü, Türkiye'de 1980 sonrası hızlı bir ekonomik dönüşüm yaşanmıştır ve finansal yenilikler, yaşamın her alanını olduğu gibi, paranın tanımını da değıştirmiş, para olarak ifade edilen değışkene nelerin dahil edilmesi gerektiğinin sorgulanmasına neden olmuştur. Ödeme araçlarının yaygınlaşması, neyin para olarak ifade edileceği üzerinde yeniden düşünölmelerini gerektirmektedir. Dolayısıyla, para tanımının genişlemesi, parayı kontrol ederek, enflasyon üzerinde etkili olma amacına ulaşılmasını da zorlaştırmaktadır. Bu bulguyu doğrular bir açıklama, TCMB tarafından, örtük enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş kararı açıklanırken yapılmış ve para ile enflasyon arasındaki bağın zayıfladığı, bir başka deyişle para talebinin istikrarsızlaştığı ifade edilmiştir. Aynı zamanda, TCMB'nin para talebine yönelik çalışmaları olduğu, ancak bu çalışmaların kamuoyu ile henüz paylaşılmadığı da bilinmektedir.

Türkiye’de; kamu kesiminin borçlanma gereksiniminin son derece yüksek ve iç borç-yüksek faiz- borçlanma sarmalında iç borçların sürdürülebilirliğine ilişkin kuşkuvarın olduğu, TCMB’nin kamu açıklarının baskısını yoğun şekilde hissettiği ve finansal piyasaların kırılganlığının sürdürüğü dikkate alındığında, şu an için uygulanmakta olan örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinin, fiyat istikrarı açısından uygun bir strateji olduğu düşünülebilir. Örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi ile MB, hem parasal büyüklükleri hem de enflasyona yönelik döviz kurları, faiz gibi olası tüm yararlı değişkenleri dikkate almakta ve enflasyonu, salt bir parasal olgu olarak görmemektedir. Bir başka deyişle, Türkiye’de monetarizmin ağırlığı yeniden sorgulanmalıdır. Bu bağlamda, enflasyonla mücadelede maliye politikasına da önemli bir rol düşmektedir.

Parasal göstergelerin politika uygulamalarındaki önemi açısından bir değerlendirme yapılacak olursa, hangi strateji uygulanmakta olursa olsun, parasal büyüklüklerin politika uygulamalarında son derece önemli değerşkenler olduğu görülmektedir. Türkiye’deki son dönem para politikalarının, örtük enflasyon hedeflemesinden açık enflasyon hedeflemesine doğru yönelmesinin ardında da, bu önem yatmaktadır. Daha önceki bölümde de değinildiği gibi, parasal büyüklükler, politika uygulamalarında önemli değerşkenler olmakla birlikte, enflasyonun tek belirleyeni değerildir ve bu nedenle de, para politikasının tek hedefi olarak kullanılmamalıdır. Türkiye örneğinde olduğu gibi, temel çıpası enflasyon olan bir stratejide, parasal büyüklükler, tamamlayıcı bir bilgi ya da gösterge değerşkeni olarak kullanılmalıdır. Bu bağlamda, “Türkiye’de parasal hedefleme stratejisinden enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş, parasal büyüklüklerin önemini azaltmakta mıdır?” sorusunun yanıtı, ‘hayır’dır.

## KAYNAKÇA

- Abaan, Ernur Demir (1995) **Türkiye'de Paranın Dolaşım Hızı Durağan mı?**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No:95/3, Ağustos.
- Acar Balaylar, Nilgün (2001) **Para İkamesi Olgusu ve Makroekonomik Etkileri (1980 Sonrası Türkiye Örneği)**, DEÜ, SBE, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Akinci, Özge (2003) "Modeling the Demand for Currency Issued in Turkey", **CBRT Central Bank Review**, Vol:3 No:1, pages 1-25, January.
- Aktan, Coşkun Can; Utku Utkulu; Selahattin Togay (1998) **Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve İstikrar İçin Alternatif Öneriler**, İMKB Yayını, İstanbul.
- Alesina, Alberto; Guido Tabellini (1988) "Credibility and Politics", **European Economic Review**, Vol.32, pages 542-550.
- Archer, David J. (1997) "The New Zealand Approach to Rules and Discretion in Monetary Policy", **Journal of Monetary Economics**, Vol.39, pages 3-15.
- Arı, A. Aydın (2001) **Dışa Açıklık ve Enflasyon: Türkiye Örneği**, DEÜ, SBE, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Aschheim, Joseph; George S. Tavlás (1994) "Nominal Anchors for Monetary Policy: A Doctrinal Analysis", **Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review**, Vol. XLVII, No:191, December 1994, p.469-494.
- Ata, Defne; H.Serkan Silahşör (1999) **Parasal Birlik, Avrupa Para Birliği ve Türkiye**, Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Mayıs.
- Ataç, Beyhan (----) **Kuramda ve Türkiye'de İstikrar Politikası Açısından Parasal ve Mali İşlemler**, Eskişehir İktisadî ve Ticarî İlimler Akademisi yayınları, No:131/153.
- Bahmani-Oskooee, Mohsen; Ghiath Shabsigh (1996) "The Demand for Money in Japan: Evidence from Cointegration Analysis", **Japan and the World Economy**, Vol.8, p.1-10.
- Bahmani-Oskooee, Mohsen; Michael P. Barry (2000) "Stability of the Demand for Money in An Unstable Country: Russia", **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol.22, Issue 4, Page 619.

- Balak Demiray, Deniz (1998) **Döviz Kuru Belirleme Yöntemleri ve 1980 Sonrası Dönemde Türk Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme**, DEÜ, SBE, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi
- Banerjee, A.; J.Dolado; D.F.Hendry; G. Smith (1986) "Exploring Equilibrium Relationships in Econometrics Through Static Models:Some Monte Carlo Evidence", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 48, pages 253-277.
- Bardsen, Gunnar; Eilev S. Jansen; Ragnar Nymoan (1999) "Econometric Inflation Targeting", Presented at the Conference **Macroeconomic Transmission Mechanisms** at the Norwegian University of Science and Technology, Trondheim.
- Barro, Robert J.;David B. Gordon (1983) "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", **Journal of Monetary Economics**, 12, pages 101-121.
- Baydur, Cem Mehmet; Bora Süslü (2002) "1990'lı Yıllarda Türkiye'de Para Politikası Uygulamalarında Çapalar", **İMKB Dergisi**, Yıl:6, Sayı:21, Ocak/Şubat/Mart.
- Baye, Michael R.; Dennis W. Jansen (1995) **Money, Banking, and Financial Markets:An Economics Approach**, Houghton Mifflin Company, USA.
- Bernanke, Ben S.; Frederic S. Mishkin (1997) "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", **Journal of Economic Perspectives**, Vol.11, No:2, pages 97-116.
- Bernanke, Ben, S.; Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin; Adam S. Posen (1999) **Inflation Targeting, Lessons From the International Experience**, Princeton University Press.
- Bilgili, Faik (1999) "Rasyonel Beklentiler Kuramı Çerçevesinde Öngörülen ve Öngörülme-yen Para Politikalarının Analizi", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:14, Sayı:163.
- Binay, Şükrü; Kürşat Kunter (1998) **Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü**,TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, No:9803.
- Blanchard, O.J.; S.Fisher (2000) **Lectures on Macroeconomics**, 12<sup>th</sup> ed., MIT Press, Cambridge.
- Bofinger, Peter (2001) **Monetary Policy: Goals,Institutions,Strategies,and Instruments**, Oxford University Press.

- Borio, Claudio (1997) "The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey", **BIS Economic Papers**, No: 47, July.
- Boughrara, Adel (2003) "On The Conduct of the Monetary Policy in Tunisia: Strengths, Weaknesses and Operational Guidelines", **20 th Symposium on Monetary and Financial Economics**, Birmingham 5& 6 June, [http://www.univ-orleans.fr/DEG/GDRecomofi/Activ/boughrara\\_birmingham.pdf](http://www.univ-orleans.fr/DEG/GDRecomofi/Activ/boughrara_birmingham.pdf)
- Brunner, Karl (1968) "The Role of Money and Monetary Policy", **Federal Reserve Bank of St Louis Review**, 50:8-24.
- Cabos, Karen; Michael Funke; Nikolaus A. Siegfried (1999) "Some Thoughts on Monetary Targeting vs. Inflation Targeting", **Quantitative Macroeconomics Working Paper Series**, No:8/99.
- Carruth, Alan; Jose Roberto Sanchez-Fung (2000) "Money Demand in the Dominican Republic", **Applied Economics**, Vol.32, No:11, Pages 1439-1449.
- Cecchetti, Stephen G. (1998) "Policy Rules and Targets:Framing the Central Banker's Problem", **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**.
- Charemza, Wojciech; Derek F. Deadman (1997) **New Directions in Econometric Practice, General to Specific Modelling, Cointegration and Vector Autoregression**, Second Edition, Edward Elgar Publishing Ltd.
- Choudhry, Taufiq (1995) "Long-Run Money Demand Function in Argentina during 1935-1962: Evidence From Cointegration and Error Correction Models", **Applied Economics**, Vol.27, p.661-667
- Christoffersen, Peter F.; Francis X. Diebold (1997) "Cointegration and Long-Horizon Forecasting", **NBER/NSF Conference on Forecasting and Empirical Methods in Macroeconomics**, Working Paper No: 97-14.
- Civcir, Irfan (2003) "Broad Money Demand and Currency Substitution in Turkey", **The Journal of Developing Areas**, Vol.36, NO:2, pages 127-144, Spring.



- Civcir, Irfan; Ashok Parikh (1998) "An Error Correction Approach to Modelling Money Balances and Reserves", **Journal of Economic Studies**, Vol.25, No:4, pages 227-295.
- Clark, Peter B.; Charles A. E. Goodhart; Haizhou Huang (1999) "Optimal Monetary Policy Rules in a Rational Expectations Model of the Phillips Curve", **Journal of Monetary Economics**, 43, pages 497-520.
- Cockerell, Lynne (1999) "Measures of Inflation and Inflation Targeting in Australia", Meeting of Central Bank Model Builders, **Bank for International Settlements Conference**.
- Countinho, Rui (1992) "Para Politikalarının Bağımsızlığı", **Görüş**, TÜSİAD Yayın Organı, Kasım.
- Croce, Enzo; Mohsin Khan (2000) "Monetary Regimes and Inflation Targeting", **Finance & Development**, Vol.37, No.3, Setember.
- Crockett, Andrew (2000) "Chancing Views on How Best to Conduct Monetary Policy", **50th Anniversary Symposium of the Bank of Korea**, Seoul, July 8.
- Çaşkurlu, Eren (2003) "1980 Sonrası Dönemde Merkez Bankasından Kaynak Kullanımının Makro Ekonomik Etkilerinin Analizi", **Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:5, Sayı:1, Bahar.
- Debelle, Guy (1997) "Inflation Targeting in Practice", **IMF Working Paper**, No:WP/97/35.
- Dickey, David A.; Sastry G. Pantula (1987) "Determining the Order of Differencing in Autoregressive Process", **Journal of Business and Statistics**, Vol.5, No:4, Pages 455-461.
- Dow, Shelia C. (1998) **The Methodology of Macroeconomic Thought**, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK.
- Dowd, Kevin (1995) "A Rule To Stabilize the Price Level", **The CATO Journal**, Vol.15, No.1, Spring/Summer.
- Driver, R. L.; P.G. Fisher; L. Mahadera; J.D. Whitley (1999) "Inflation and the Output Gap", **Eylül 1999'da TCMB'nda tebliğ olarak sunulmuştur**.

- ECB (2001) **The Monetary Policy of the ECB,** European Central Bank.
- Ekelund, Robert B.; Robert F. Hebert (1990) **A History of Economic Theory and Method,** Third Edition, McGraw-Hill Publishing Com.
- Emir, Olcay Yücel; Almıla Karasoy; Kürşat Kunter (2000) "Monetary Policy Reaction Function in Turkey", **TCMB Tartışma Tebliği,** www.tcmb.gov.tr.
- Enders, Walter (1995) **Applied Econometric Time Series,** John Wiley and Sons, USA..
- Endres, A. M.; Grant A. Fleming (1998) "The Early Development of Monetary Policy Rules: The View from Geneva in the 1920s", **Journal of Monetary Economics,** 42, pages 375-386.
- Engle, Robert F.; C.W.J. Granger (1987) "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing", **Econometrica,** Vol.55, No:2, pages 251-276.
- Engle, Robert F.; Byung Sam Yoo (1987) "Forecasting and Testing in Co-Integrated Systems", **Journal of Econometrics,** 35, pages 143-159.
- Engle, Robert F. ; Byung Sam Yoo (1991), "Cointegrated Economic Time Series: An Overview with New Results", in **Long Run Economic Relationships: Readings in Cointegration,** R.F. Engle & C.J. Granger (eds.), Oxford University Press, New York.
- Erçel, Gazi (1996) "Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları Ve Etkileri", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi,** Yıl:11, Sayı:129, Aralık.
- Erçel, Gazi (1998) "Finansal İstikrar ve Para Politikası", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1998/k14.html>, 14.07.2004
- Erçel, Gazi (1999a) "21.Yüzyıla Girerken Türkiye'de ve Dünyada Merkez Bankalarının İşlevleri", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1999/islev.html>, 01.03.2002
- Erçel, Gazi (1999b) "Türkiye'de Merkez Bankacılığı", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1999/islev.html>, 16.01.2004

- Erdoğan, Funda (1997) "Para Politikası Teorisinde Yeni Gelişmeler", **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:15, Sayı:1, s.1-51.
- Erdoğan, Funda (1997) **Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği**, SPK Yayın No:63.
- Eren, Erol (2002) **Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası**, Beta Basım A.Ş., 6. Baskı, İstanbul.
- Ergin, Feridun (1972) **Para Siyaseti**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, Yayın No:1721/307, İstanbul.
- Ericsson, N.R., David F. Hendry ve Hong-Anh Tran (1994) "Cointegration, Seasonality, Encompassing, and the Demand for Money in the UK", C.P. Hargreaves (endüstri.), **Nonstationary Time Series Analysis and Cointegration** içinde, 179-223, Oxford University Press, Oxford, UK.
- Erkan, Hüsnü (1997) **Ekonomi Politikasının Temelleri**, Yenilenmiş 3. Baskı, Kardeşler Ciltevi, İzmir.
- Ersel, Hasan; Lerzan İskenderoğlu (1990) "Monetary Programming in Turkey", **Financial Liberalization in Turkey, Proceedings of a Conference Held in Washington, USA on December 28-30, 1990 organized by Yaman Aşıkoğlu ve Hasan Ersel** içinde, 111-141, CBRT, Ankara, 1993.
- Fisher, Stanley (1990) "Rules Versus Discretion in Monetary Policy", **Handbook of Monetary Economics**, Vol.II, Edited by B. M. Friedman ve F. H. Hahn, Eisevier Science Publishers B.V.
- Fisher, Stanley (1995) "Central Bank Independence Revisited", **The American Economic Review**, Vol.85, No.2, May.
- FRBSF (1985) **Weekly Letter**, June 7.
- Freedman, Charles (1996) "The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada", **The Transmission of Monetary Policy in Canada**, Bank of Canada.

- Friedman, Benjamin M. (1990) "Targets and Instruments of Monetary Policy", **Handbook of Monetary Economics**, Vol.II, Edited by B. M. Friedman ve F. H. Hahn, Eisevier Science Publishers B.V.
- Friedman, Milton (1968) "The Role Of Monetary Policy", **The American Economic Review**, Vol.LVIII, No:1, March.
- Froyen, Richard; Alfred Guender (1999) "Alternative Monetary Policy Rules for Small Open Economies", **ODTÜ III. İktisat Kongresi'nde Eylül 1999' da tebliğ olarak sunulmuştur** (Yayın tarihi 1 Şubat 1999).
- Ghartey, Edward E. (1998) "Money Demand in Jamaica:Evidence From Cointegration, Error Correction Modelling, and Exogeneity", **North American Journal of Economics & Finance**, Vol.9, Issue 1, Page 33.
- Ghatak, Anita; Subrata Ghatak (1994) **Demand For Money in India:1950-1986:A Co-Integration Analysis**, University of Leicester, Discussion Papers in Economics, Faculty of Social Sciences Department of Economics, No:94/1.
- Ghirani, Fabio (1999) "Alternative Monetary Rules for a Small Open Economy: The Case of Canada", **International Research Function, Federal Reserve Bank of New York**.
- Goodhard, C.A.E. (1992) **Money, Information and Uncertainty**, Second Edition.
- Gordon, Robert J. (1990) **Macroeconomics**, Fifth Edition, Scott, Foresman/Little Brown Higher Education, Adivision of Scott, Foresman and Company.
- Gramlich, Edward M. (1998) "Monetary Rules", **Remarks by Governor Edward M. Gramlich, Federal Reserve Board Speech** from 2/27/98.
- Gray, Simon; Glenn Hoggarth; Joanna Place (—) **Introduction to Monetary Operations**, Handbooks in Central Banking, No.10, Revised, Second Edition, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- Gregory, Allan W.;Bruce E. Hansen (1996) "Residual-based tests for cointegration in models with regime shifts", **Journal of Econometrics**, 70, pages 99-126.

- Groeneveld, Johannes M. (1998) **Inflation Patterns and Monetary Policy, Lessons for the European Central Bank**, Edward Elgar Publishing.
- Güran, Nevzat (1999) **Makro Ekonomik Analiz**, İkinci Baskı, Anadolu Matbaacılık, İzmir.
- Haldone, Andrew G. (1997) "Some Issues in Inflation Targeting", **Bank of England**.
- Haldone, Andrew G. (2000) "Ghostbusting: The UK Experience of Inflation Targeting", **13-16 Eylül 2000 Tarihinde ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi'nde Tebliğ Olarak Sunulmuştur.**
- Hamori, Naoko; Shigeyuki Hamori (1999) "Stability of the Money Demand Function in Germany", **Applied Economics Letters**, Vol.6, Issue 5, Page:329.
- Hataiseree, Rungsun (1998) "Strategy of Monetary Targeting: Is It Applicable to Thailand's Case?", Presented at the **Nineth Convention of the Economic Society of Thailand, Bangkok, March.**
- Hataiseree, Rungsun (1999) "A Preliminary Analysis of Monetary and Inflation Targeting Frameworks for Thailand", <http://www.bot.or.th/BOThomepage/DataBank/ArticlesAndPublications/Articles/BulletinArticles/Q3-99-Art.pdf>
- Hendry, David F.; Katarina Juselius (2000) "Explaining Cointegration Analysis: Part 1", **The Energy Journal**, 21 (1), 1-42.
- Hoggarth, Glenn (1996) **Introduction to Monetary Policy**, Handbooks in Central Banking, No.1, Issued by the Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- Holden, Darryl; Roger Perman (1994) "Unit Roots and Cointegration for The Economist", B. Bhaskara Rao (ed.), **Cointegration for the Applied Economist** içinde, s.47-112, Strateji. Martin's Press, New York.
- Holden, K.; J.Thompson (1992) "Cointegration:An Introductory Survey", **British Review of Economic Issues**, 14 (33).
- Hossain, Akhtar; Anis Chowdhury (1998) **Open Economy Macroeconomics for Developing Countries**, Edward Elgar.

- Inder, Brett (1993) "Estimating Long-Run Relationships in Economics, A Comparison of Different Approaches", **Journal of Econometrics**, 57, pages 53-68.
- Issing, Otmar (1997) "Monetary Targeting in Germany: The Stability of Monetary Policy and of the Monetary System", **Journal of Monetary Economics**, 39, pages 67-79.
- İşığışok, Erkan (1994) **Zaman Serilerinde Nedensellik Çözümlemesi**, Bursa.
- İskeñderođlu, Lerzan (1993) "Para Politikası açısından T.C. Merkez Bankası Bilançosu", **Merkez Bankası Bilanolarının İrdelenmesi** içinde, s.41-50, İstanbul Mülkiyeliler Vakfı, Elif Matbaacılık, İstanbul.
- İzgi Koğar, iğdem (1995a) **Cointegration Test For Money Demand: The Case For Turkey an Israel**, CBRT Research Department Discussion Paper, No:9514, May.
- İzgi Koğar, iğdem (1995b) **Financial Innovations and Monetary Control**, CBRT Research Department Discussion Paper, No:9515, May.
- Jadresic, Esteban (1999) "Inflation Targeting and Output Stability", **IMF Working Paper**, No:61.
- Johansen, Soren (1988) "Statistical analysis of cointegrating vectors", **Journal of Economic Dynamics and Control**, 12, pages:231-254.
- Johansen, Soren and Katarina Juselius (1990) ",Maximum Likelihood Estimation an inference on Cointegration with Application to the Demand for Money", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 52, pp.169-210.
- Julelius, Katarina; Elena Gennari (1998) "Dynamic Modelling and Structural Shift: Monetary Transmission Mechanisms in Italy Before and After EMS", **European University Institute**, Italy.
- Kadioğlu, Ferda; Nilüfer Özdemir; Gökhan Yılmaz (2000) "Inflation Targeting in Developing Countries", **13-16 Eylül 2000 Tarihinde ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi'nde Tebliğ Olarak Sunulmuştur**.
- Karasoy, Almila; Mesut Saygılı; Cihan Yalçın (1998) **Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Denetimleri**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartırma Tebliği No:9801.



- Karfakis, Costas; Ashok Parikh (1993) "Cointegration Approach to Monetary Targeting in Australia", **Australian Economic Papers**, 33(60), pages 53-72.
- Karfakis, Costas; Moise Sidiropoulos (2000) "On the Stability of the Long-Run Money Demand in Greece", **Applied Economics Letters**, Vol.7, Issue 2, page 83.
- Kesriyeli, Mehtap (1997) **1980'li Yillardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No:97/4, Mart, Ankara.
- Kesriyeli, Mehtap; Cihan Yalçın (1998a) **The Behaviour of Monetary Aggregates in Turkey**, Macroeconomic Analysis of Turkey: Essays on Current Issues (Ed.:E.Murat Üçer), içinde, CBRT Research Department, December, Ankara.
- Kesriyeli, Mehtap; Cihan Yalçın (1998b) **Taylor Kuralı Ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No:9802.
- Keyder, Nur (1989) "Velocity and Monetary Targeting in Turkey", **METU Studies in Development**, 16 (1-2), pages 21-66.
- Keyder, Nur (1998) "The Behavior of Velocity and its policy Relevance in Turkey, 1965-1996", **METU Studies in Development**, 25 (3), pages 407-433.
- Keyder, Nur (2002) **Para, Teori, Politika, Uygulama**, Geliştirilmiş 8. Baskı, Bizim Büro Basımevi, Ankara.
- Khan, Mohsin (2003) "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy", **Presented at the RBI/IGDR Fifth Annual Conference on Money and Finance in the Indian Economy**, Mumbai, India, January, 30-February 1.
- King, Mervyn (1997) "Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice", **Journal of Monetary Economics**, 39, pages 81-97.
- Kutlar, Aziz (2000) **Ekonometrik Zaman Serileri**, Gazi Kitapevi, Ankara.
- Kydland, Finn E.; Edward .C. Prescott (1977) "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", **Journal of Political Economy**, 85(3), pages 473-479.

- Laidler, David (1999) "The Quantity of Money and Monetary Policy", **Bank of Canada Working Paper**, No.99-5.
- Laidler, David E.W. (1983) **Para Talebi, Kuramlar ve Kanıtları**, Çev.: Haluk Gürsel, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Genel yayın No:242, Ekonomi Dizisi:17.
- Lane, Philip R. (1999) "The New Open Economy Macroeconomics: A Survey", **Trinity Economic Paper Series**, Paper No:3.
- Laubach, Thomas; Adam S. Posen (1997) "Disciplined Discretion: The German and Swiss Monetary Targeting Frameworks in Operation", **Federal Reserve Bank of New York Research Paper**, No:9707.
- Lippi, Francesco (1999) **Central Bank Independence Targets and Credibility, Political and Economic Aspects of Delegation Arrangements for Monetary Policy**, Edward Elgar Publishing.
- Lohmann, Susanne (1992) "Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility Versus Flexibility", **The American Economic Review**, Vol.82, No:1.
- Lucas, Robert J. (1976) "Econometric Policy Evaluation:A Critique" from **The Philips Curve and Labor Markets**, vol.1 of the Carnegie-Rochester Conference Series of Public Policy, K.Brunner and A.H. Meltzer (eds), Amsterdam, 19-46.
- Mackinnon, James G. (1991) "Critical Values for Cointegration Tests", **Long-Run Economic Relationships-Readings in Cointegration**, Edited by R.F.Rngle and C.W.J.Granger, Oxford University Press.
- Maddala, G.S.; In-Moo Kim (1998) **Unit Roots, Cointegration and Structural Change**, Cambridge University Press.
- Malatyali, N. Kamuran (1998) **Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler Ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları: 1998-01
- Mankiw, N. Gregory (1992) **Macroeconomics**, Worth Publishers, 33 Irving Place, NewYork.

- McCallum, Bennett T. (1987) "The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example", **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review**, September/October.
- McCallum, Bennett T. (1998) "Choice of Target for Monetary Policy", **Money, Prices and the Real Economy**, Edited by Geoffrey Wood, Edward Elgar Publishing.
- McCallum, Bennett T. (1999) "Recent Developments in Monetary Policy Analysis: The Roles of Theory and Evidence", **National Bureau Of Economic Research Paper Series**, Working Paper 7088, April.
- McDermott, C.J. (1990) "Cointegration: Origins and Significance for Economists", **New Zeland Economic Papers**, 24.
- McDonough, William J. (1997) "A Framework for the Pursuit of Price Stability", **Federal Reserve Bank of New York's Economic Policy Review**, Special Issue on Inflation Targeting, , Vol.3, No.3, August.
- Meyer, Laurance H. (1998) "The Strategy of Monetary Policy" **Remarks by Governor Laurance H. Meyer, Federal Reserve Board Speech** from 3/16/98.
- Mishkin, Frederic S. (1999) "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", **National Bureau Of Economic Research Paper Series**, Working Paper 7044, March
- Mishkin, Frederic S. (2001) **The Economics of Money, banking, and Financial Markets**, Sixth Edition, Addison Wesley Series
- Mishkin, Frederic S.; Adam S. Posen (1997) "Inflation Targeting: Lessons From Four Countries", **Federal Reserve Bank of New York's Economic Policy Review**, Special Issue on Inflation Targeting, , Vol.3, No.3, August.
- Munoz, Sonia (2001) "Monetary Targeting in the EMU: Lessons from Australia", **Applied Economics Letters**, Vol.8, pp:503-508.
- Mutluer, Defne; Yasemin Barlas (2002) "Modeling the Turkish Broad Money Demand", **CBRT Central Bank Review**, Vol.2, No:2, pages 55-77, July.

- Nachegea, Jean Claude (2001) "A Cointegration Analysis of Broad Money Demand in Cameroon", **IMF Working Papers**, WP/01/26
- Neumann, Manfred J.M. (1996) "Monetary Targeting in Germany", **Institute For Monetary and Economic Studies Bank of Japan, Discussion Paper Series**, Discussion Paper no:96-E-15,
- Nicolini, Juan Pablo (1998) "More On Time Consistency of Monetary Policy", **Journal of Monetary Economics**, 41, pages 333-350.
- Oğuz, Hacer (1997) "Para Politikasının Ölçülmesinde Yeni Gelişmeler ve Türkiye İçin Para Politikası Endeksleri", **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:15, Sayı:2.
- Oğuz, Hacer (2001) "Para Politikası Uygulama Prosedürleri ve Şoklara Tepkiler", **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:19, Sayı:1.
- Öcal, Tezer; Ö.Faruk Çolak (1999) **Para Teori ve Politika**, Nobel Yayın Dağıtım Ltd. Şti.,
- Önel, Gülcan (2003) "An Analysis of Turkish External Debt Sustainability: Test of Inntertemporal Borrowing Constraints", **6-9 Eylül 2003 Tarihinde ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi'nde Tebliğ Olarak Sunulmuştur.**
- Özey, Aylin (1997) "TCMB Parasal Program Uygulamaları", **Hazine Dergisi**, Sayı:7, Temmuz.
- Özmen, Erdal (2003) "Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları", **TCMB Uzman Yardımcılığı Eğitim Programı**, Mart, Ankara.
- Parasız, M. İlker (1998a) **Para Politikası Türkiye Uygulaması**, Ezgi Kitapevi, Bursa.
- Parasız, M. İlker (1998b) **Türkiye Ekonomisi, 1923'ten Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları**, Ezgi Kitapevi, Bursa.
- Paya, Merih (1998) **Para Teorisi ve Para Politikası**, Filiz Kitapevi, İstanbul.
- Peron, Pierre (1990) "Testing for a Unit Root in a Time Series With a Chancing Mean", **Journal of Business and Economic Statistics**, Vol.8, No:2, April.

- Peron, Pierre; Timothy J. Vogelsang (1992) "Testing for a Unit Root in a Time Series With a Chancing Mean: Corrections and Extentions", **Journal of Business and Economic Statistics**, Vol.10, pages:467-470.
- Pesaran, M.Hashem; Bahram Pesaran (1996) **Working With Microfit 4.0, Interactive Econometric Analysis**, Oxford University Press.
- Phillips, Peter C.B.; Bruce E. Hansen (1990) "Statistical Inference in Instrumental Variables Regression with I(1) Processes", **Review of Economic Studies**, 57, pages 99-125.
- Poole,William (1999) "Monetary Policy Rules?", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, March/April, pp.3-12.
- Psaradakis, Zacharias(1993) "The Demand for Money in Greece: An Exercise in Econometric Modelling With Cointegrated Variables", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, vol.55, no:2
- Rich, Georg (1997) "Monetary Targets as a Policy Rule:Lessons from the Swiss Experience", **Journal of Monetary Economics**, 39, pages113-141.
- Rich, Georg (2000) "Monetary Policy without Central Bank Money: A Swiss Perspective", **Conference on the Future of Monetary Policy**, 11.07.2003, [www.snb.ch/e/publikationen](http://www.snb.ch/e/publikationen).
- Roberds, William (1987) **Monetary Targeting in a Dynamic Macro Model**, Federal Reserve bank of Minneapolis Research Department Staff Report 111.
- Rogoff, Keneth (1985) "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", **Quarterly Journal of Economics**, 100, pp:1169-1190.
- Romer, David (1996) **Advanced Macroeconomics**, The McGraw- Hill Companies Inc.
- Rudebush, Glenn D. ; Lars E. O. Svensson (1999) "Eurosystem Monetary Targeting:Lessons From U.S. Data", **National Bureau Of Economic Research Paper Series**, Working Paper No:7179.

- Sachs, Jeffrey D.; Felipe Larrain B.(1993) **Macroeconomics In the Global Economy**, Harvester Wheatsheaf.
- Saikkonen, Pentti (1991) "Asymptotically Efficient Estimation of Cointegration Regressions", **Econometric Theory**, 7, pages 1-21.
- Santis, Roberto (1993) **An Error Correction Monetary Model Explaining the Inflationary Process in Turkey**, Warwick Economic Research Papers, University of Warwick, No:4/8.
- Saraçoğlu, Rüşdü (1992) "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 1992 Para Programı hakkında Brifing Metni", **TCMB Başkanlık Özel Bürosu**, 28 Ocak, Ankara.
- Savaş, Vural (1982) **İktisat Politikası**, Ar Yayın-Dağıtım, İstanbul.
- Schaechter, Andrea (2001) "Implementation of Monetary Policy and The Central Bank's Balance Sheet", **IMF Working Paper**, WP/01/149, October.
- Schaling, Eric (1995) **Institutions and Monetary Policy Credibility, Flexibility and Central Bank Independence**, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK.
- Serdengeçti, Süreyya (2003) **TCMB 71. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açılış Konuşması**, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)
- Siddiki, Jalal (2000) "Demand for Money in Bangladesh: A Cointegration Analysis", **Applied Economics**, Vol.32, No:15, Pages 1977-1984.
- Smant, D.J.C. (2002) "Monetary Policy Strategy:Intermediate Targeting", **European Central Bank**, LectureNotes Workshop/Seminar Monetary Economics, A7148, September.
- Snowdon, Brian; Howard Vane;Peter Wynarczyk (1994) **A Modern Guide to Macroeconomics**, Edward Elgar Publishing Company, Cambridge.
- Sterne, Gabriel (1999) "The Use of Explicit Targets for Monetary Policy:Practical Experiences of 91 Economics in the 1990s", **Bank of England Quarterly Bulletin**, Vol.39(3), August.
- Stevenson, A.; V. Muscatelli ;M. Gregory (1988) **Macroeconomic Theory and Stabilization Policy**, Phillip Allan Publishers, Oxford.



- Svensson, Lars E.O. (1998b) "How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?", **National Bureau Of Economic Research Paper Series**, Working Paper No:7516.
- Svensson, Lars E.O. (1999) "Monetary Policy Issues for the Eurosystem", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, CR905a.tex.
- Svensson, Lars E.O. (1998a) "Inflation Targeting As A Monetary Policy Rule", **Institute for International Economic Studies**, Seminar Paper No: 646.
- Şahinbeyoğlu, Glbin (1996) **The Stability of Money Multiplier: A Test for Cointegration**, CBRT Discussion Paper, No:9603, December.
- Şıklar, İlyas; Sevgi Gerek (1998) "Yüksek Enflasyon ve Para Talebi: Türkiye 1980-1997", **Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:XIV, Sayı:1-2.
- Şimşek, Nevzat (1998) **Fiyatların Konjonktürel Davranışına İlişkin Bir Araştırma (1963-1995 Türkiye rneği)**, DE, SBE, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Şişli, Elif (2000) "From Crawling Peg to Inflation Targeting", **13-16 Eylül 2000 Tarihinde ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi'nde Tebliğ Olarak Sunulmuştur.**
- Taylor, John B. (2000) **The Monetary Transmission Mechanism and the Evaluation of Monetary Policy Rules**, Central Bank of Chile, Working Papers, No:87, December.
- Taylor, John B. (1993) "Discretion versus Policy Rules in Practice", **Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy**, Vol.39, pp.195-214.
- Taylor, John B. (1996) **Policy Rules as a Means to a More Effective Monetary Policy**, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper Series, Bank of Japan, No:96-E-12.
- TCMB  
TCMB (2002) **Terimler Szlğ**, www.tcmb.gov.tr  
**2002 Yılı Para Politikası Sunumu (I)**, Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu, Nisan.

- TCMB Basın Duyurusu (2002) **2002 Yılında Para Ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler**, Sayı:2002-1, www.tcmb.gov.tr
- TCMB Basın Duyurusu (2004) **Aralık Ayı Para Programı Gerçekleşmeleri**, Sayı:2004-2, www.tcmb.gov.tr
- Telatar, Erdinç (2002) **Fiyat İstikrarı, Ne? Nasıl? Kimin İçin?**, İmaj Yayınevi, Ankara.
- Telatar, Erdinç; Funda Erdoğan (1997) **Para Politikası Oyununda İnanırcılık**, Hacettepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Yayın No:25.
- Thomas, R.L. (1993) **Introductory Econometrics: Theory and Applications**, Longman Economic Series, Second Edition, UK.
- Tobin, James (1983) "Monetary Policy: Rules, Targets, and Shocks", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.15, No.4, November.
- Tobin, James (1998) "Monetary Policy:Recent Theory and Practice", **Cowles Foundation Discussion Papers**, Current Issues in Monetary Economics, No:1187.
- Ural, Mert (2003) **Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler**, DEÜ, SBE, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Utkulu, Utku (1993) "Cointegration Analysis:An Introductory Survey With Application to Turkey", **I. Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Bildirileri**, Ege Üni. Basımevi, İzmir
- Utkulu, Utku (1997a) "Testing For Unit Roots With Structural Change: An Application of The Peron Additive Outlier Test To The Turkish Macroeconomic Time-Series Data", **Dokuz Eylül Üni., İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt:12, Sayı:1
- Utkulu, Utku (1997b) "How to Estimate Long-Run Relationships in Econometrics: An Overview of Recent Developments", **Dokuz Eylül Üni., İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt:12, Sayı:2
- Utkulu, Utku; Durmuş Özdemir (2003) "Does Trade Liberalization Cause a Long Run Economic Growth in Turkey?", **Presented at the EcoMod, Economic Modelling Annual Conference**, 3-5<sup>th</sup> July.

- Utkulu,Utku (2000) **Türkiye'de Dış Açıkların Belirleyicileri: Uzun Dönem Yaklaşımı Çerçevesinde Karşılaştırmalı ve Uygulamalı Bir İnceleme**, Yayınlanmamış Doçentlik Tezi.
- Uygur, Ercan (2001a) **Ekonometri, Yöntem ve Uygulama**, İmaj Yayıncılık, Ankara.
- Uygur, Ercan (2001b) "Türkiye'de Enflasyon", **Türkiye Ekonomisi-Sektörel Analiz** içinde (Yayına Hazırlayan:Ahmet Şahinöz), Türkiye Ekonomi Kurumu, İmaj Yayıncılık, sayfa:357-411.
- Uygur, Ercan (2001c) "Enflasyon, Para ve Mali Baskı:İktisat Politikasında Geri Kalmışlık", **İktisat/İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:16, Sayı:189.
- Üçdoğruk, Şenay (1996) "Türkiye Para Talebi Modeli:Eşbütünleşme Analizi İlişkileri", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:11, Sayı:126.
- Ünsal, Erdal (2003) **Makro İktisat**, Genişletilmiş 5. Bası, Turhan Kitapevi, Ankara.
- Von Hagen, Jürgen (1999) "Money Growth Targeting by the Bundesbank", **Journal of Monetary Economics**, 43, Pages 681-701.
- Walters, Jürgen; Timo Terasvirta (1998) "Modelling the Demand for M3 in the Unified Germany", **Review of Economics & Statistics**, Vol.80, Issue 3, Page 399.
- Yavan, Zafer A. (1993) "Geriye Dönük Modelleme/Çoklu Koentegrasyon ve İleriye Dönük Modelleme Yaklaşımları Çerçevesinde Türkiye'de Para Talebi", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, 20 (3), Sayfa 381-416.
- Yıllık Rapor (1990) **TCMB**, Ankara.
- Yıllık Rapor (1991) **TCMB**, Ankara.
- Yıllık Rapor (1992) **TCMB**, Ankara.
- Yıllık Rapor (1993) **TCMB**, Ankara.
- Yıllık Rapor (1994) **TCMB**, Ankara.
- Yıllık Rapor (1995) **TCMB**, Ankara.
- Yıllık Rapor (1996) **TCMB**, Ankara.
- Yıllık Rapor (1997) **TCMB**, Ankara.

Yıllık Rapor (1998)

**TCMB, Ankara.**

Yıllık Rapor (1999)

**TCMB, Ankara.**

Yıllık Rapor (2000)

**TCMB, Ankara.**

Yıllık Rapor (2001)

**TCMB, Ankara.**

Yıllık Rapor (2002)

**TCMB, Ankara.**

Yiğit, Serkan (2002)

**TCMB Bankalararası Para Piyasası,  
TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma  
Tebliği, No:6, Haziran.**



EK

Ek Tablo 1: VAR Modelinin Gecikme Sayısının ve Rankının Belirlenmesi

VAR Modelinin Gecikme Sayısının Belirlenmesi				
Gözlem Sayısı : 65 Dönem : 1987Q4-2003Q4				
Değişkenler : lrm2y lyihr ltufe ldk hb				
Gecikme Sayısı	Seçim Ölçütleri			
	LL	AIC	SBC	
3	136.7293	61.7293	-19.8102	
2	78.8658	28.8658	-25.4938	
1	55.5775	30.5775	3.3976	
0	-602.7702	-602.7702	-602.7702	
VAR(1) Modelinin Rankının Belirlenmesi				
Gözlem Sayısı : 67 Dönem : 1987Q2-2003Q4				
Değişkenler : lrm2y lyihr ltufe ldk hb				
Stokastik Matrisin Maksimum Özdeğerine Göre LR Koentegrasyon Testi				
H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>	Test İstatistiği	%95 kritik değer	%90 kritik değer
r=0	r=1	221.1567	29.9500	27.5700
r≤1	r=2	43.2151	23.9200	21.5800
r≤2	r=3	9.7514	17.6800	15.5700
r≤3	r=4	8.3095	11.0300	9.2800
r≤4	r=5	0.1559	4.1600	3.0400
Stokastik Matrisin Trace Testi Değerine Göre LR Koentegrasyon Testi				
H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>	Test İstatistiği	%95 kritik değer	%90 kritik değer
r=0	r≥1	282.5888	59.3300	5.4200
r≤1	r≥2	61.4321	39.8100	36.6900
r≤2	r≥3	18.2169	24.0500	21.4600
r≤3	r≥4	8.4655	12.3600	10.2500
r≤4	r=5	0.1559	4.1600	3.0400