

Türkiye Enflasyon Hedeflemesi Deneyiminde Döviz Kurunun Rolü

Ahmet Benlialper
Department of Economics,
İpek University, Ankara, TURKEY
E-mail: abenlialper@ipek.edu.tr

Hasan Cömert
Department of Economics, Middle East Technical University,
Ankara, TURKEY
E-mail: hcomert@metu.edu.tr
Phone: + (90) 312 210 2023

TÜRKİYE ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİNDE DÖVİZ KURUNUN ROLÜ¹

Ahmet Benlialper² ve Hasan Cömert³

Özet

Döviz kuru örtük bir politika aracı olarak enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde kullanılmış olabilir mi? Bu makale bu soruyu cevaplamak ve enflasyonun belirleyicilerini incelemek için örnek olarak Türkiye'nin 2002-2008 arasındaki enflasyon hedeflemesi deneyimini incelemektedir. Makalenin temel bulguları şunlardır: Birinci olarak, Vektör Autoregressif (VAR) modelinden elde edilen sonuçlar göstermektedir ki, bu dönemde Türkiye'de enflasyonun temel belirleyicileri talep yanlı unsurlar değil uluslararası meta fiyatları ve döviz kuru gibi arz yanlı unsurlardır. Bu durumda, yerli paranın (TL'nin) bu dönemde önemli ölçüde değerlendiğini de düşündüğümüzde, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın (TCMB) enflasyonla mücadelesinde liranın değerlendirilmesinden faydalandığı açıktır (bkz. Şekil 2). Bir başka deyişle, 2002-2008 yılları arasında Türkiye'de yaşanan dezenflasyon süreci önemli ölçüde döviz kurlarında yaşanan gelişmelerle açıklanabilir. İkincisi, ampirik kanıtlar göstermektedir ki, TL'nin değerlendirilmesi TCMB'nin döviz kuruna yönelik asimetrik politika duruşuyla ilişkilidir. Hem VAR modeliyle yapılan ekonometrik analize hem de betimleyici istatistiklere göre söz konusu dönemde liranın değerlendirilmesine izin verilmiş/desteklenmiş buna karşın değer kaybı durumunda saldırgan bir şekilde müdahale edilmiştir. Biz enflasyon rejimleri altındaki bu duruşu "örtük asimetrik döviz kuru çapası" olarak tanımlıyoruz.

Key Words: Türkiye Ekonomisi, Enflasyon Hedeflemesi, Döviz Kuru, Merkez Bankası Politikaları

JEL Codes: E58, E52, F31

¹ Bu makalenin bir başka versiyonu Prof. Dr. Hakan Mihçı tarafından TBSD adına derlenen kitapta yer alacaktır.

² İpek Üniversitesi, İktisat Bölümü, abenlialper@ipek.edu.tr

³ ODTÜ, İktisat Bölümü, hcomert@metu.edu.tr

Giriş

Gelişmekte olan ülkeler 1980'lerden itibaren oldukça yüksek enflasyon oranlarına tanıklık ettiler. Döviz kurları ve emtia fiyatları bu ülkelerde enflasyonun temel belirleyicileri olarak görüldüğünden, gelişmekte olan ülkeler 1980'lerden sonra temelde döviz kuruna dayalı dezenflasyon programlarını uygulamaya başladılar. Bu programlar erken dönemlerinde yerli paranın aşırı değerlenmesi eğilimine sahip olmakla, sonraki aşamalarda ise spekülasyon saldırıları karşısında kırılabilir olmakla suçlandılar. Sabit döviz kuru ya da “ sürünen parite” (crawling peg) rejimlerine dayanan bu dezenflasyon programlarından duyulan tatminsizlik “enflasyon hedeflemesi” olarak tanımlanan yeni bir politika rejiminin uygulanmasının yolunu açtı.

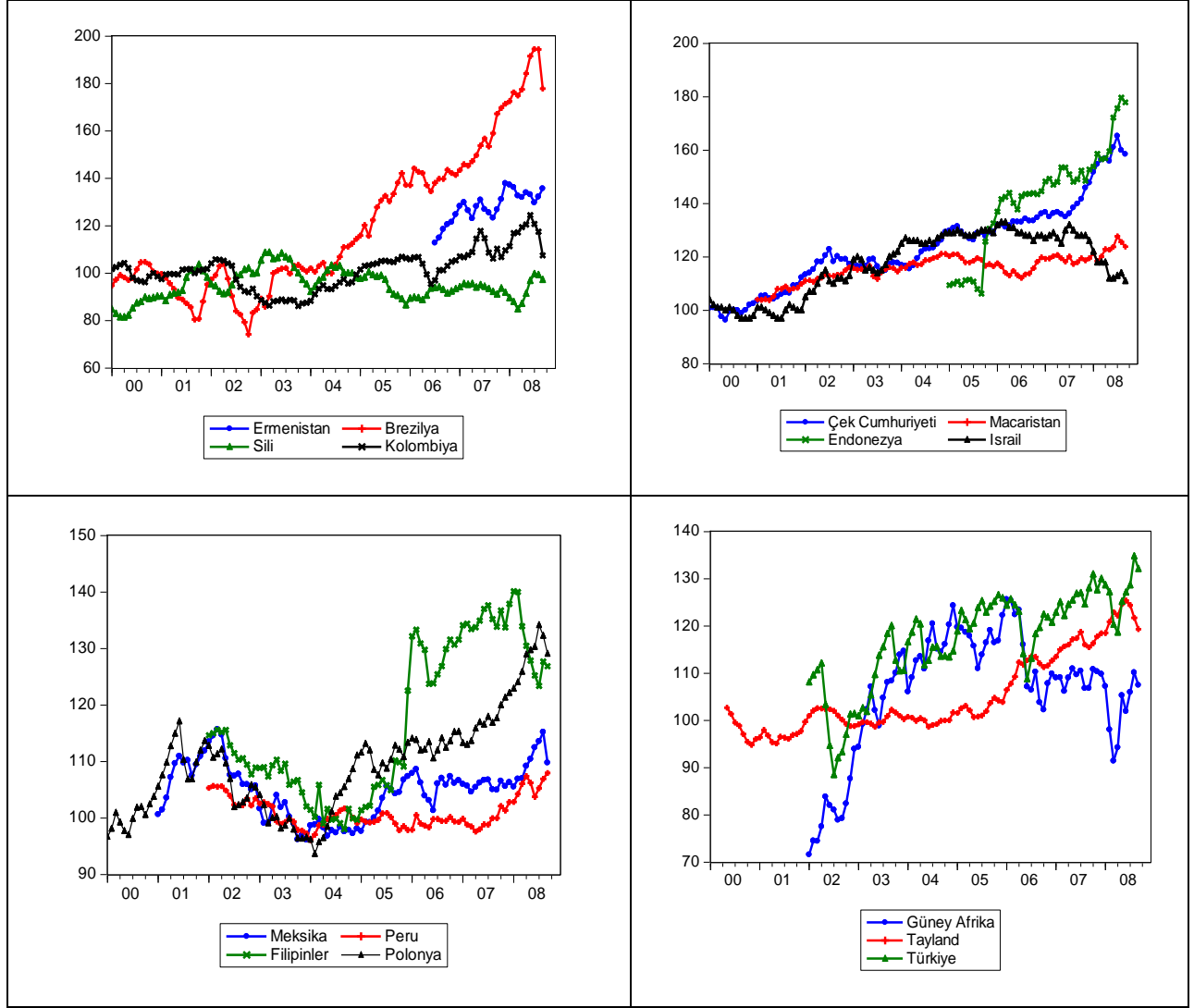
Bir dizi gelişmekte olan ülke özellikle 2000'lerin başından itibaren para politikası rejimi olarak enflasyon hedeflemesini kabul etti. Enflasyon hedeflemesini merkez bankasının nicel bir enflasyon hedefi belirlediği ve diğer tüm hedefleri ikinci plana atarak para politikasını fiyat istikrarını koruma doğrultusunda yürüttüğü para politikası rejimi olarak tanımlayabiliriz. Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde nihai amaç büyümenin önünde önemli bir engel olduğu düşünülen enflasyonu dizginlemek ve kontrol altına almaktır.

Enflasyon hedeflemesinin altında yatan üstü örtük varsayım enflasyonun, uygun para politikası ile kontrol edilebilecek olan aşırı talebin sonucunda ortaya çıktığıdır. Bu verili iken, para politikası toplam harcamaları manipüle ederek ve beklentileri etkileyerek enflasyonu sınırlandırmada önemli bir rol oynayabilir. Bu görüşe göre para otoritesinin tek yapması gereken şey faiz oranlarını belirlemek ya da gelecekteki politika faiz oranlarının gidişatına yönelik sinyaller vermek, böylece de toplam talebi ve beklentileri etkilemektir. Toplam talepteki değişim ise enflasyonun arzulan düzeyine gelmesini sağlayacaktır. Bu noktada, anaakım düşünce gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler arasında derin farklılıklar olduğunu varsaymaz. Enflasyonun nedenlerinin ve onunla mücadele araçlarının bu iki grup arasında oldukça benzer olduğu kabul edilmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin savunucuları son yirmi yıllık süreçte gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen düşük enflasyon oranlarının önemli ölçüde enflasyon hedeflemesi politikalarının sonucu olduğunu iddia etmektedirler. Gerçekten de gelişmekte olan ülkelerde ve dünya genelinde son yirmi yılda enflasyon oranları görülür ölçüde azalmıştır. Ancak, enflasyondaki bu

düşüşün ne derecede enflasyon hedeflemesi uygulanmasının bir sonucu olduğu tartışmaya açıktır. Örneğin Epstein ve Yeldan (2009:8) enflasyon hedeflemesinin, enflasyon uygulayan gelişmekte olan ülkelerde uygulamayan benzerlerinin elde ettiği enflasyon oranlarından daha düşük bir enflasyon oranını sağlamadığını söylemektedir. Bu açıdan, enflasyon hedeflemesinin enflasyonu düşürmede iddia edilen başarısı tartışmaya açıktır. Dahası, anaakım çerçeve içerisinde arz yanlı unsurları enflasyonun temel belirleyicilerinden biri olarak görmemek, döviz kurunun ve emtia fiyatlarının enflasyonun oldukça önemli belirleyicileri olduğu gelişmekte olan ülkelerde oldukça sorunlu gözükmektedir. Eğer gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun temel belirleyicileri arz yönlü faktörler ise, enflasyon hedeflemesinde toplam talebin para politikası aracılığıyla enflasyonu dizginlediğini iddia etmek doğru olmayabilir. Döviz kurundaki ve benzeri arz yönlü gelişmeler enflasyonun dizginlenmesinde çok daha önemli bir rol oynamış olabilir. Şekil 1'den görülebileceği gibi, para birimlerinin reel olarak değerlendirilmesi 2008'in son çeyreğine kadar enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok gelişmekte olan ülkede gözlenen bir olgudur. Bu değerlendirme eğiliminin trendinin enflasyon hedeflemesinin karakteristik bir özelliği olup olmadığı sorusu bu makalenin başlangıç noktasını oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunun enflasyonun belirlenmesindeki rolü nedir? Eğer bu rol önemliyse bu değerlendirme süreci, değerlendirilmeyi enflasyon hedeflemesi çerçevesinde destekleyen bir politika durumu ile ilişkili midir? Değerlenmenin desteklendiği/göz yumulduğu para politikası durumu, gerçekleşen enflasyon ve enflasyon hedefleri arasındaki pozitif yönlü sapmadan doğuyor olabilir. Eğer sapmanın yönü bir dizi gelişmekte olan ülkede olduğu gibi pozitifse (yani hedeflerin tutturulamaması genellikle gerçekleşen enflasyonun enflasyon hedefinden yüksek olması yüzünden oluyorsa) enflasyonu merkezine alan para politikasının yerli paranın değerlendirilmesi yönünde bir eğilimi olabilir. Sonuçta paranın değerlendirilmesi ithal edilen malların yurtiçi fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturacak, bu da uluslararası meta fiyatlarındaki değişimleri ya da ülke içinden gelecek enflasyonist baskıları sınırlayıcı bir rol oynayacaktır. Böylece, para politikasının kısa dönemli faiz oranları üzerindeki kontrolü ile enflasyonu dizginlemekte yetersiz kaldığı bir ortamda döviz kuru alternatif bir politika aracı olarak ortaya çıkabilir. Oysa enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler döviz kurunu bir politika aracı olarak kullanmadıklarını iddia etmektedirler.

Şekil 1: Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Gelişmekte Olan Ülkelerde Reel Efektif Döviz Kuru

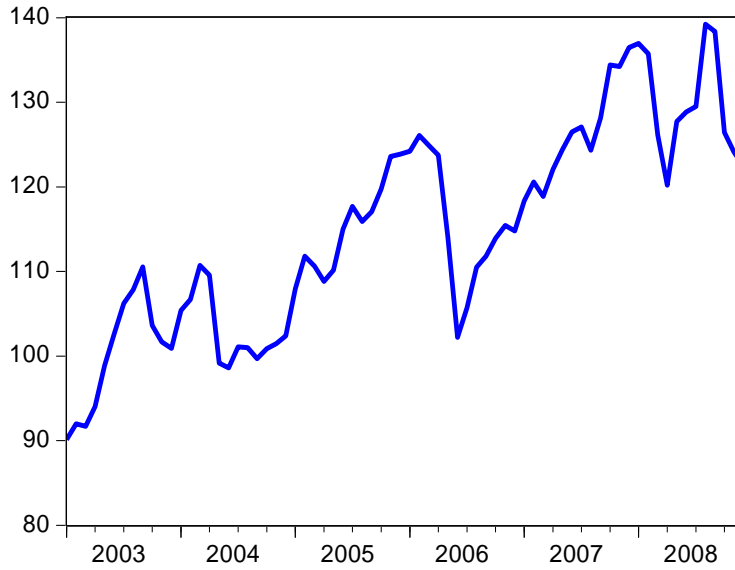


Kaynak: Ulusal Merkez Bankları ve JP Morgan.

Döviz kuru örtük bir politika aracı olarak enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde kullanılmış olabilir mi? Bu makale bu soruyu cevaplamak ve enflasyonun belirleyicilerini incelemek için örnek olarak Türkiye'nin 2002-2008 arasındaki enflasyon hedeflemesi deneyimini incelemektedir. Makalenin temel bulguları şunlardır: Birinci olarak, Vektör Autoregressif (VAR) modelinden elde edilen sonuçlar göstermektedir ki, bu dönemde Türkiye'de enflasyonun temel belirleyicileri talep yanlı unsurlar değil uluslararası meta fiyatları ve döviz kuru gibi arz yanlı unsurlardır. Bu durumda, yerli paranın (TL'nin) bu dönemde önemli ölçüde değerlendirildiğini de düşündüğümüzde, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın (TCMB)

enflasyonla mücadelesinde liranın değerlenmesinden faydalandığı açıktır (bkz. Şekil 2). Bir başka deyişle, 2002-2008 yılları arasında Türkiye’de yaşanan dezenflasyon süreci önemli ölçüde döviz kurlarında yaşanan gelişmelerle açıklanabilir. İkincisi, ampirik kanıtlar göstermektedir ki, TL’nin değerlenmesi TCMB’nin döviz kuruna yönelik asimetrik politika duruşuyla ilişkilidir. Hem VAR modeliyle yapılan ekonometrik analize hem de betimleyici istatistiklere göre söz konusu dönemde liranın değerlenmesine izin verilmiş/desteklenmiş buna karşın değer kaybı durumunda saldırgan bir şekilde müdahale edilmiştir. Biz enflasyon rejimleri altındaki bu duruşu “örtük asimetrik döviz kuru çapası” olarak tanımlıyoruz. Türkiye deneyimi göstermektedir ki, merkez bankalarının söylemlerinin aksine, enflasyon uygulayan gelişmekte olan ülkeler önceki dönemlerin sabit döviz kuru rejimlerine benzer şekilde “örtük asimetrik döviz kuru çapası” politikası izleme yönelimindedir. Bu politika rejimi asimetriktir çünkü merkez bankalarının para birimlerinin değerlenmesine göz yumma ve değer kaybına izin vermeme yönünde bir eğilimi vardır. Aynı zamanda örtüktür çünkü bu ülkelerin çok büyük çoğunluğu resmi olarak dalgalı kur rejimine sahiptir. Aslında arz yanlı faktörlerin enflasyonun temel belirleyicisi olduğu Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere enflasyonu kontrol altına almak için söylemlerindeki esnek kur vurgusunun aksine, merkez bankalarının kuru bir araç olarak kullanmaktan başka pek fazla seçeneği de bulunmamaktadır.

Şekil 2: TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru, 2003=100



Kaynak: TCMB.

Merkez bankalarının para politikası tepki fonksiyonlarında döviz kurunun önemine dair geniş bir yazın bulunmaktadır. Ancak, bildiğimiz kadarıyla, gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankalarının faiz oranlarını belirlerken döviz kuruna dair aldıkları asimetrik duruşu, döviz kurundaki değişiklikleri, değerlendirme ve değer kaybı olmak üzere ikiye ayırarak ekonometrik olarak inceleyen bir çalışma bulunmamaktadır. Bu yöndeki bir istisna Galindo ve Ros (2008) makalesidir. Fakat Benialper ve Cömert (2013)'te de tartıştığımız gibi bu makalenin birtakım yöntemsel kusurlara sahip olduğunu düşünüyoruz. Bu anlamda, çalışmamızın yazında önemli bir boşluğu doldurduğunu söyleyebiliriz.

Makalenin planı şu şekildedir. İlk bölümde Türkiye'nin enflasyon deneyimi kısaca tartışılmaktadır. İkinci bölümde 2002-2008 yılları arasında Türkiye'de enflasyonun belirleyicileri Benialper ve Cömert (2013) çalışmasının VAR modeline dayalı bulgularından faydalanılarak incelenmektedir. Üçüncü bölüm TCMB'nin asimetrik politika duruşuna odaklanmaktadır. Bu bölümde de önemli ölçüde Benialper ve Cömert (2013)'ün bulgularından faydalanılacaktır. Dördüncü bölüm gelişmekte olan ülkelerdeki rekabetçi döviz kuru tartışmalarına atıfla asimetrik döviz kuru çapasının olası sonuçlarına odaklanmakta ve tartışmayı sonuca bağlamaktadır.

1. Türkiye'nin Enflasyon Hedeflemesi Deneyimi

2001 krizi sırasında mevcut döviz kuru rejiminin korunmasının mümkün olmayacağını gören TCMB, 2001 yılı Şubat ayında Türk Lirası'nı (TL) dalgalanmaya bıraktı. Buna bağlı olarak, banka 2002'nin başında enflasyonu ve parasal büyüklükleri hedefleyeceğini ilan etti. Parasal büyüklükler yeni sistemde enflasyon hedeflerini tamamlayacak çıpalar olarak kullanılacaktı. TCMB fiyat istikrarı amacının yanısıra likidite yönetimi stratejileri de geliştirdi. Yeni çerçeve resmi enflasyon hedeflemesinin özünü içermekteydi. TCMB, fiyat istikrarını sağlamanın temel amacı olduğunu beyan eden yeni Merkez Bankası yasası ile resmi bağımsızlığını kazanmıştı. Ayrıca, banka enflasyona dair beklentileri etkilemek amacıyla enflasyon için tahminlerini duyuracak ve faiz oranlarını bu beklentiler doğrultusunda değiştirecekti. Ancak, enflasyon hedeflemesi rejiminin özü mevcut sistemde var olmasına rağmen yeni politika rejimi resmi olarak ortaya konulmadığından “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak tanımlanmaktaydı. 2006 itibarıyla Türkiye enflasyon hedeflemesini resmi para politikası rejimi olarak benimsedi.

Dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesi ve enflasyon hedeflemesi sayesinde enflasyonun çok yüksek oranlardan düşürülmesiyle dolara endeksleme davranışının azaldığı, ters-dolarizasyon sürecinin başladığı, bunların sonucunda da döviz kuru geçişkenliğinin azaldığı savı yazında geniş bir şekilde bulunmaktadır⁴. Ancak, bir sonraki bölümde de göstereceğimiz gibi, döviz kuru geçişkenliğindeki düşüş, döviz kurunun enflasyonun belirlenmesindeki rolünü ikinci plana atacak bir seviyenin çok uzağındadır. Döviz kuru bu dönemde hala Türkiye’de enflasyonu açıklayan en önemli faktörlerden biridir. Dahası, enflasyon hedeflerinin tutturulup tutturulamadığı da Tablo 1’in gösterdiği gibi döviz kurunun ve meta fiyatlarının hangi eğilimi izlediğiyle yakından ilişki içerisinde.

Tablo 1: Enflasyon Hedeflerini Tuturma Başarısı ve Ortalama Nominal Döviz Kuru

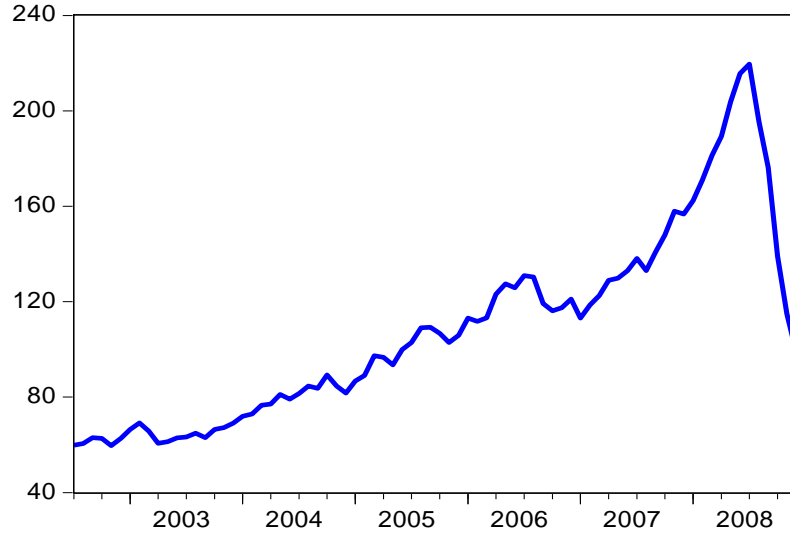
Yıl	Gerçekleşen enflasyon (yıllık)	Enflasyon hedefi	Ortalama nominal döviz kuru (\$/TL)	Meta fiyatlarındaki enflasyon (yıllık)
2003	18.4	20 ✓	1.486 (değerlenme: 1.7%)	10
2004	9.3	12 ✓	1.420 (değerlenme: 4.4%)	18.2
2005	7.7	8 ✓	1.339 (değerlenme: 5.7%)	29.7
2006	9.7	5 X	1.429 (değer kaybı: 6.7%)	14.3
2007	8.4	4 X	1.306 (değerlenme: 8.6%)	29.5
2008	10.1	4 X	1.213 (değerlenme: 7.1%)	12.4

Kaynak: TCMB, IMF.

Enflasyon hedefinin tuturulduğu üç yıl liranın da aynı zamanda değerlendirildiği yıllardır. 2006’daki başarısızlık değer kaybının olduğu bir dönemde gerçekleşmiştir. 2006’da enflasyonun yükselişinde uluslararası likidite şokunun neden olduğu döviz kurundaki değişimlerin önemli olduğu iddiası TCMB tarafından da dile getirilmiştir (CBRT, 2007). Diğer yandan, 2007 ve 2008’de liranın değerlendirilmesine rağmen enflasyon hedefleri tutturulamamıştır. Bunun nedeni, önemli ölçüde uluslararası meta fiyatlarının keskin yükselişi ile ilişkilidir (bkz Şekil 3). 2007’nin ikinci yarısında ve 2008’in ilk yarısında uluslararası meta fiyatları aşırı derecede artmış ve ithalat kanalıyla Türkiye’deki enflasyon üzerinde ciddi bir baskı yaratmıştır.

⁴ Türkiye’de döviz kuru geçişkenliği konusunda Kara ve diğerleri (2005), Kara ve Ögünç (2008) ve Leigh ve Rossi, (2002) incelenebilir.

Şekil 3: Dünya Meta Fiyatları Endeksi



Kaynak: IMF

Yukarıdaki tartışmayla uyumlu olarak, 2002-2008 yılları arasında TCMB, yıllık raporlarında genellikle hizmet sektöründeki fiyat katılıklarının ve petrol ve gıda fiyatlarındaki artışların enflasyon üzerinde oynadıkları role vurgu yapmıştır. Örneğin, banka 2007’de neden gerçekleşen enflasyonun (% 8.4) hedeften şaştığını (% 4) para politikasının kontrolünün dışında olan yönetilen (administered) fiyatlardaki ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki sıçramalarla açıklamaktadır (CBRT, 2008). Ayrıca, liranın değerlenme eğiliminin bu baskıları hafiflettiği de belirtilmiştir. Benzer şekilde, banka 2008 yılındaki hedeften sapmayı da (gerçekleşen enflasyon: 10.1, hedef: 4) gıda ve enerji fiyatlarındaki önemli artışlarla ve bunların hizmet sektöründeki fiyatlara etkisi ile açıklamıştır (CBRT, 2009).

TCMB’nin enflasyon hedeflerinin tutturulamamasının nedenlerini gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlara ve hizmet sektöründeki nominal katılıklara bağlama yönündeki eğilimi geliştirmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin çelişkili durumunu ortaya koymaktadır. Bu ülkeler meta fiyatlarındaki değişimler gibi dışsal şoklara oldukça fazla ve yoğun ölçüde maruz kalmakta ve genellikle ticarete konu olmayan (non-tradable) malların fiyatlarındaki katılıklarla karakterize olmaktadır. Birincisi açıkça para politikasının kontrolünün dışında iken, sonuncusu da kredibilite problemleri dolayısıyla para otoritesinin etkileyebildiği alanın ötesinde

kalmaktadır. Türkiye örneğinde betimleyici istatistiklerin ve yukarıdaki tartışmaların gösterdiğine göre, enflasyonun büyük oranda dışsal şoklar tarafından belirlendiği düşünüldüğünde, enflasyon hedeflemesinin beklenen yollardan enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesinde etkili olması pek mümkün gözükmemektedir. Ancak bu noktada mevcut tartışmaların bir adım ötesine gidip daha kesin kanıtlar sunmak faydalı olacaktır. Bu noktayı daha belirgin kılmak ve Türkiye’de enflasyondaki değişimlerin nasıl açıklanabileceği sorusunu daha yakından incelemek için bir sonraki bölümde Benialper Cömert (2013) çalışmasına dayanarak enflasyonun belirleyicilerine dair mevcut yazını temel alan ekonometrik bir analizle Türkiye’deki enflasyonun belirleyicilerini tartışıyoruz.

2. Türkiye’de Enflasyonun Belirleyicileri Nelerdir?

Enflasyonun kökenlerine dair yazın genellikle ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan biri çıktı açığı ve kamu borçlarının parasallaştırılması gibi talep yanlı faktörlere daha fazla önem verirken diğeri döviz kuru ve uluslararası meta fiyatları gibi arz yanlı faktörlerin gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun belirleyicisi olarak hayati önemine vurgu yapmaktadır. Birinci görüş, arz yanlı faktörler enflasyon üzerinde kısa dönemli olarak baskı oluştursa bile talep yanlı unsurların uzun dönemde enflasyonun temel belirleyicisi olduğunu öne sürer. İkinci görüş ise, gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin üretim süreçlerinde dış kaynaklara bağımlılığı verili iken, arz yanlı unsurların diğere üstün geldiğini iddia etmektedir. Bunların yanısıra arz yanlı ve talep yanlı unsurlara dair daha bütünleyici yaklaşım getiren çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin, Mohanty ve Klau (2000) 1980’ler ve 1990’larda 14 gelişmekte olan ülkenin enflasyon dinamiklerini incelemişler ve hem talep hem de arz yanlı unsurların rol oynadığı eklektik bir yaklaşımı benimsemişlerdir. Ampirik bulgular göstermektedir ki, enflasyonun geleneksel kaynakları olarak görülen para arzındaki aşırı artış, ücretler ve çıktı açığı enflasyonun belirlenmesinde önemli bir rol oynasa da gıda fiyatlarındaki hareketler incelenen ülkelerin çoğunda baskın unsur olarak ortaya çıkmıştır. Ayrıca, uygulanmakta olan döviz kuru rejiminden bağımsız olarak döviz kurunun birçok ülkede (14 ülkeden 10’unda) enflasyonun belirlenmesine önemli katkı sağladığı belirtilmektedir.

Bir başka öncü çalışmada, Loungani ve Swagel (2001) 53 gelişmekte olan ülkeyi incelemekte ve parasal büyümenin ve görelî etkisi uygulanmakta olan rejime bağılı kalmak

kaydıyla, döviz kurundaki değişikliklerin enflasyondaki değişimin üçte ikisini açıkladığını gösteren kanıtlar sunmaktadır. Loungani ve Swagel bu çalışmada enflasyonun dört belirleyicisine bakmaktadır. Bunlar, bütçe açıkları (parasal artışı tetiklemeleri ya da ödemeler dengesi krizlerini böylece de yerli paranın değer kaybına yol açmaları aracılığıyla), çıktı açığı, maliyet şokları ve enflasyon ataletidir (inflation inertia). Bu dört faktörün görece önemi bölgelere göre değişmektedir. Örneğin Latin Amerika’da döviz kuru ve bütçe açıkları baskın unsurlar olarak göze çarparken, Afrika ve Asya ülkelerinde enflasyon ataleti en etkin unsur olarak diğer üçüne baskın gelmektedir. Mohanty ve Klau (2000)’nin tersine Loungani ve Swagel (2001) bu unsurların enflasyonun belirleyicileri olarak görece önemlerindeki farklılıkları döviz kuru rejimlerindeki farklılığa bağlamaktadır.

Böylece gördük ki, hem arz hem de talep yanlı unsurlar gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun belirleyicileri olarak yazında kendilerine yer bulsalar da ekonometrik çalışmalar özellikle arzla ilgili değişkenlerin önemini vurgulamaktadır. Bu arka plan eşliğinde Benlialper ve Cömert yazının çoğunluğunda kendine yer bulan arz yanlı ve talep yanlı unsurları içeren bir enflasyon modeli kurup bunların görece önemini Türkiye örneğinde 2002-2008 dönemi için VAR tekniğinden faydalanarak sınıamışlardır. Aşağıdaki bölümde bu bulgulara dayanarak Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin örtülü ya da açık olarak temel para politika çerçevesi olduğu 2002-2008 yılları arasında enflasyonun temel belirleyicilerini tartışacağız. Kurduğumuz modelde bulunan değişkenler Tüketici Fiyat Endeksi’ndeki değişimle ölçülen aylık enflasyon (π_t), dünya meta fiyat endeksindeki değişimle ölçülen aylık enflasyon (π_t^w), çıktı açığı (y_t^g), nominal döviz kuru (e_t) ve TCMB’nin belirlediği faiz oranıdır (i_t). Böylece genel enflasyon modelini şu şekilde kurmuş oluyoruz:

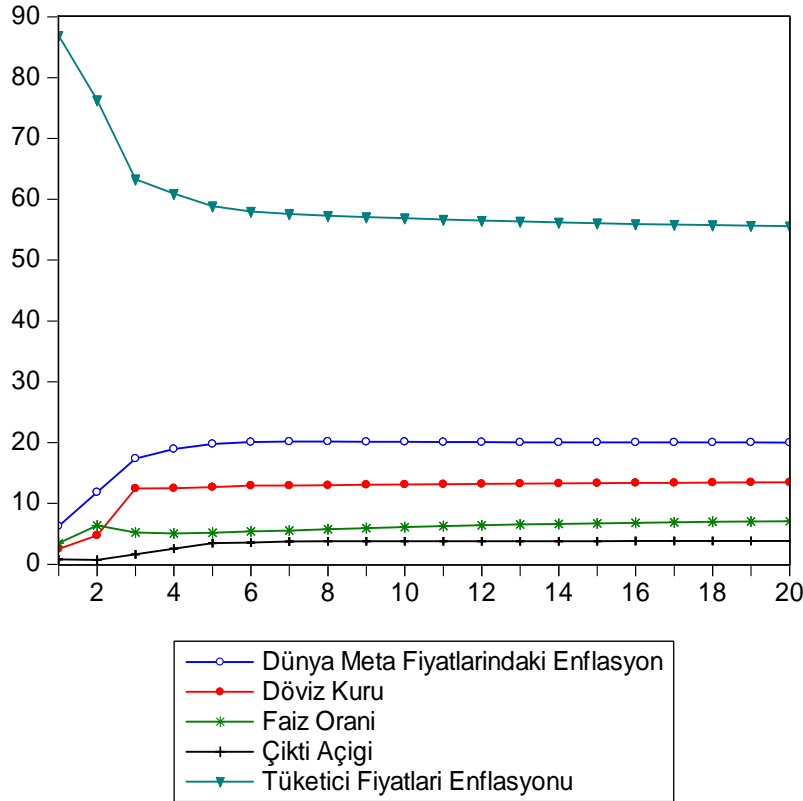
$$\pi_t = \alpha_0 + E_{t-1}[\pi_t] + \alpha_1 \pi_t^w + \alpha_2 e_t + \alpha_3 y_t^g + \alpha_4 i_t$$

Bu modelde E_{t-1} t-1 zamanında t zamanındaki enflasyona dair beklentilerdir ve basitçe t-1’de gerçekleşen enflasyon olarak alınmaktadır. Bu noktada vurgulanması gereken bir diğer nokta bu modelin örtük bir şekilde nominal ücretlerdeki değişimi de içerdiğiidir. Bunun nedeni, geleneksel olarak t zamanındaki nominal ücret enflasyonu ile çok yakın ilişki içinde olan t-1 zamanında gerçekleşen enflasyonun modelin içerisinde var olmasıdır. Modelin ayrıntıları, yazındaki diğer modellerle benzerlikleri ve farkları Benlialper ve Cömert (2013)’te ayrıntılı bir

şekilde anlatılmıştır. Verilere ve dönemleştirmeye dair bilgiler de aynı makalede bulunabilir. Biz burada sadece tahmin sonuçlarına değinerek bu sonuçların ima ettiklerine odaklanacağız. Tahmin sonuçlarına göre, enflasyondaki değışim diğer değışkenlerdeki değışim tarafından şu şekilde açıklanmaktadır.

Bulgular göstermektedir ki, 2002-2008 arası Türkiye’de enflasyondaki değışimlerin yüzde 20’si meta fiyatlarındaki değışimlerle açıklanmakta, döviz kurundaki hareketlerin katkısı ise yüzde 13 olmaktadır. Arz yanlı bu unsurların yanında faiz oranının katkısı yüzde 6’da kalmakta, çıktı açığının etkisi ise ancak yüzde 4 olarak gözükmemektedir. Geri kalan değışimler TÜFE’deki değışimlerin kendisiyle açıklanmaktadır ki bu atıllık unsuru da nominal ücretlerdeki değışimin enflasyonun belirleyicisi olarak önemini göstermektedir.

Şekil 4: Tüketici Fiyatları Enflasyonunun Varyans Ayrıştırması



Böylece görüyoruz ki talep yanlı unsurlara enflasyonun belirleyicisi olarak temel rolü veren anaakım görüş meta fiyatlarının ve döviz kurunun başat unsurlar olduğu Türkiye örneğinde

yanlışlanmaktadır. Bu analiz önceki bölümde değinilen, TCMB'nin yıllık raporlarında enflasyon hedeflerinin tutturulamamasını açıklarken vurguladığı nedenlerle de ilişki içerisinde. Ancak bu durum verili iken enflasyon hedeflemesi uygulanmasının ardında yatan temel fikrin çürük bir tabana dayandığı görülmektedir. Eğer enflasyondaki değişimleri açıklayan temel faktörler para politikasının kontrolünün dışında olan arz yanlı unsurlarsa, enflasyonu toplam talebi manipüle ederek kontrol altına almaya çalışan enflasyon hedeflemesi uygulamasının nedenleri belirsiz kalmaktadır.

Döviz kurunun enflasyondaki değişimleri açıklayıcı rolünün iki önemli çıktısı vardır. Birincisi, yukarıda da tartışıldığı gibi bu durum enflasyon hedeflemesinin temel çıkış noktasıyla bir tezat oluşturmakta ve enflasyon hedeflemesinin Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde varlık sebebini anlamsız kılmaktadır. İkincisi ve bu makalenin amaçları açısından belki de daha önemlisi, döviz kurunun sahip olduğu bu önem enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankasını enflasyonist baskıları azaltmak amacıyla yerli paranın değerlendirilmesi yönünde bir politik duruş izlemeye teşvik edebilir. Sonuçta paranın değerlendirilme sürecine girmesi ithalat fiyatlarını azaltarak doğrudan ve dolaylı olarak bankanın enflasyon hedefini tutturmasına yardımcı olacaktır. Bu bağlamda enflasyon hedeflerinin tutturulmasındaki başarının döviz kurundaki olumlu hareketler ile ilişkili olması oldukça olası gözükmektedir. Ancak, bu değerlendirilme eğiliminin para politikası tarafından desteklenip desteklenmediği (ve/veya bu sürece göz yumulup yumulmadığı) hala tartışmaya açıktır. TCMB değerlenmeyi desteklemiş ya da ona göz yummuş mudur yoksa değerlendirilme ve değer kaybı baskılarına eşit mesafede mi yaklaşmıştır? Bu konuyu aydınlatmak için şimdi dikkatimizi TCMB'nin faiz oranı kararlarının analizine çeviriyoruz

3. Döviz Kuruna Yönelik Asimetrik Politika Duruşu

Bir dizi çalışma döviz kurunun, enflasyon ve finansal istikrara olan etkileri dolayısıyla para politikasının oluşturulmasında önemli bir rol oynadığını doğrulamaktadır. Örneğin Calvo ve Reinhart (2000) dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerdeki para politikası yapıcılarının kredibilite sorunlarından ve döviz kurunun finansal sistem üzerindeki etkilerine dair olan kaygılarından dolayı "dalgalanma korkusu" (fear of floating) gösterdiklerini iddia etmektedir. Benzer şekilde, başka çalışmalar da gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının döviz kurundaki dalgalanmalara karşı cevap verdiklerini göstermektedir. Örneğin, Arjantin, Brezilya, Meksika,

Endonezya, Güney Kore ve Tayland'ı inceleyen Filosa (2001) parasal otoritenin döviz kurundaki değişimlere güçlü bir şekilde tepki gösterdiğini bulmaktadır. Buna uygun olarak, Mohanty ve Klau (2004) inceledikleri gelişmekte olan ülkelerin çoğunda faiz oranlarının döviz kurundaki dalgalanmalara karşı bir araç olarak ciddi bir şekilde kullanıldığını bulmuşlardır. Diğer yandan, Ball (1999) açık bir ekonomi için geliştirdiği en uygun politika kuralına göre eğer para politikası yapıcısı çıktı açığını ve enflasyonun hedeften sapmasını minimize etmek istiyorsa en uygun politika aracının faiz oranının ve döviz kurunun ağırlıklandırılmış bir toplamı olduğunu öne sürmektedir. Bu bulgu, Kanada ve Yeni Zelanda gibi enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde kullanılan Parasal Durum Endeksi (MCI)'nin uygulanışıyla da uyum içerisindedir.

Bütün bu çalışmalar göstermektedir ki özellikle gelişmekte olan ülkelerde para politikası yürütülürken döviz kurundaki hareketler dikkate alınmaktadır. Fakat bu çalışmaların hiçbiri, bu politika duruşunun asimetrik olup olmamasıyla ilgili bir şey söylememektedir. Ancak, girişte de belirtildiği gibi, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkeler enflasyonun kontrol edilmesine dair yapısal sorunlarından dolayı para birimlerinin değerlendirilmesi yönünde bir eğilime sahip olabilirler. Bu bağlamda acaba TCMB döviz kurundaki gelişmelere asimetrik bir tutum takınıp liranın değerlendirilmesini göze alıp, değer kaybında ise saldırgan bir şekilde tepki mi vermektedir? Benlihalper ve Cömert (2013) bu soruya aşağıdaki para politikası tepki fonksiyonunu gözden geçirerek incelemektedirler.

$$i_t = \alpha_0 + \alpha_1 i_{t-1} + \alpha_2 (\pi_t - \pi_t^*) + \alpha_3 (y_t - y^*) + \alpha_4 \Delta e_t$$

Bu modelde Δe_t nominal döviz kurundaki aylık yüzde değişimleri, $y_t - y^*$ çıktı açığını, $\pi_t - \pi_t^*$ enflasyon açığını (t. aydaki yıllık enflasyon beklentisi ile t. aya uygun düşen enflasyon hedefi arasındaki fark), i_t ise merkez bankası tarafından belirlenen faiz oranını temsil etmektedir. Bu model, döviz kurunun etkisinin de hesaba katıldığı genişletilmiş bir Taylor kuralına benzemektedir⁵. Modele göre, parasal otorite döviz kurundaki değişim, çıktı açığı ve enflasyon açığı pozitif olduğunda (değer kaybı) faiz oranını artırmakta, tersi durumda ise azaltmaktadır. Öte yandan, bir önceki ayın faiz oranı da t ayındaki faiz oranını etkilemektedir ki bu da faiz

⁵ Taylor kuralı konusunda Taylor (1993)'e bakılabilir.

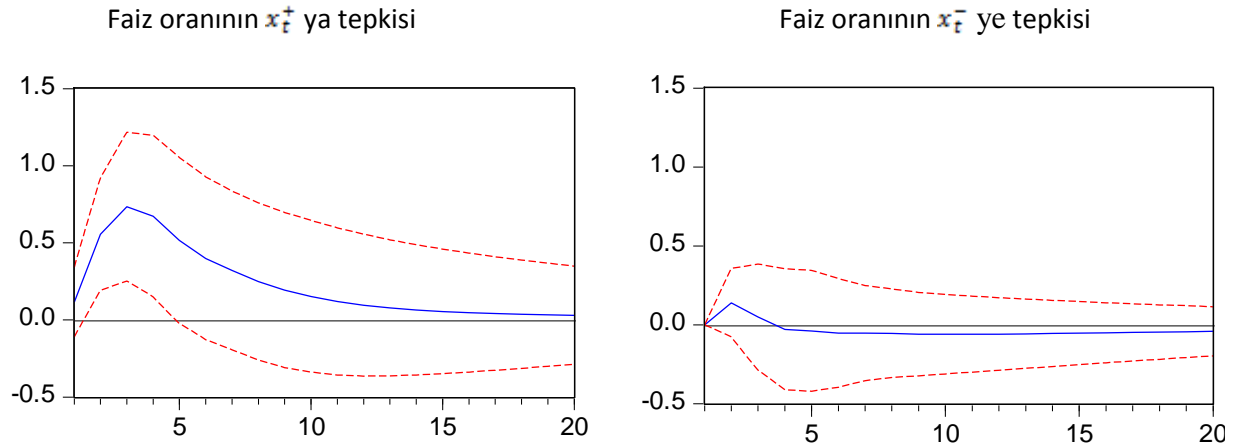
oranlarında aşırı değişimlerin arzulanmamakta olduğunu göstermektedir⁶. Ancak, yukarıda oluşturduğumuz model, döviz kurunun artması ve azalması karşısında faiz oranının gösterebileceği farklı tepkileri yansıtmamaktadır. Bu sorunu aşmak amacıyla yukarıda verdiğimiz tepki fonksiyonunu değerlendirme ve değer kaybını ayrı ayrı iki değişken olarak modele sokmak üzere değiştiriyoruz:

$$x_t^+ = \max(\Delta e_t, zero)$$

$$x_t^- = \min(\Delta e_t, zero)$$

Bu yeni değişkenlerden x_t^+ sadece paranın nominal olarak değer kaybını simgelerken, x_t^- nominal olarak değer kazanmasını göstermektedir. Böylece, $x_t^+, x_t^-, i_t, y_t^g, \pi_t^g$ 'den oluşan bir VAR modelini tahmin ediyoruz. Modelin ekonometrik sonuçlarına dair tüm ayrıntılar Benialper ve Cömert (2013)'te bulunabilir. Biz burada tahmin sonuçlarını vererek bu sonuçlardan elde edilen çıkarımlara değineceğiz.

Şekil 5: Faizin x_t^+ (kurun değer kaybı) ve x_t^- ye (kurun değer kaybetmesi) Tepkisi



⁶ Modelin yazındaki diğer modellerle ve Türkiye'ye dair kurulan modellerle benzer ve farklı yanları Benialper ve Cömert (2013)'te tartışılmaktadır.

Tahmin sonuçlarından da görülebileceği gibi, x_t^+ 'a verilen bir birimlik şok sonrası faiz oranı üç aylık süre içerisinde önemli ölçüde artış gösterirken, x_t^- 'a verilen bir birimlik şok faiz oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir düşüşe yol açmamıştır. Böylece görülmektedir ki, faiz oranları belirlenirken paranın değer kaybı karar alma sürecinde önemli bir rol oynamakta, değerlendirme süreci ise faiz oranlarının belirlenmesine etki etmemekte, bir anlamda liranın değerlendirilmesi tolere edilmektedir.

Faiz oranlarının belirlenmesinde asimetrik bir yapıyı gösteren bu bulguya dair gözden kaçırılmaması gereken bir husus vardır. Bu dönemde döviz kurundaki değişimler faiz oranlarındaki değişimi en çok açıklayan unsur değildir. Çarpıcı bir gerçek, bu dönemde TCMB'nin çok güçlü bir şekilde faiz düzleştirilmesi (interest rate smoothing) eğilimine sahip olmasıdır. Faiz oranlarındaki değişim, Ek'teki grafikte de gösterildiği gibi, çok büyük oranda bir önceki dönemin faiz oranıyla açıklanmakta, bu da bankanın faiz oranlarında aşırı değişikliklere gitmediğini göstermektedir. Cömert ve diğerleri (2010) de bu noktaya işaret etmektedir. Yazarlara göre bu eğilim uluslararası yatırımcıların güveninin sağlanacağı daha tahmin edilebilir bir politika ortamını yaratma isteğinin bir sonucudur. Böylece, TCMB finansal istikrarı sağlamak ve sermaye akımlarının girişini sürdürmek amacıyla faiz oranlarını ekonomideki gelişmelere karşı tedrici olarak değiştirmektedir. Ancak yine de değer kaybına karşı tepki istatistiksel olarak anlamlıdır ve döviz kuruna dair asimetrik duruşu net bir şekilde göstermektedir.

TCMB'nin asimetrik politika duruşu sadece faiz oranlarının belirlenmesinden oluşmamaktadır. Banka ayrıca döviz piyasasında gerçekleştirdiği müdahalelerde de benzer bir politika duruşuna sahiptir. İncelenen dönemde döviz alımlarının döviz kurunun düzeyini etkilemeyeceği ve döviz kurunun piyasa güçleri tarafından belirleneceği TCMB tarafından dile getirilmektedir (CBRT 2004; Akıncı ve diğerleri 2005). Bu, ayrıca alım müdahalelerinin koşulları önceden duyurulan ihaleler olarak yapılmasının da nedeni olarak sunulmuştur. TCMB, alımların döviz kurunun düzeyini etkilemediğini, bunun yerine döviz rezervlerini artırma amacıyla gerçekleştirildiğini iddia etmektedir.

Döviz piyasasına yapılan müdahaleler ile döviz kurunun düzeyi arasındaki ilişkiyi incelediğimizde ise şu olgu gözümüze çarpmaktadır. Satış müdahalelerinin döviz kurundaki değişimler ve dalgalanmalar üzerinde etkisi olduğu görülürken alım müdahaleleri ise Tablo

A.1'den de görülebileceği gibi döviz kurunun düzeyini kayda değer ölçüde değiştirmemektedir. Böylece, alım müdahalelerin arkasındaki temel dürtünün liranın değerlenme sürecini tersine çevirmek değil, döviz rezervlerini artırmak olduğunu iddia edebiliriz. Öte yandan, TCMB'nin finansal kırılmalıkların arttığı 2006 Mayıs ve Haziran aylarında yürüttüğü saldırgan satış operasyonları ise değer kaybı sürecini tersine çevirmeye yardımcı olmuştur.

Döviz piyasasına doğrudan alım ve satımlarla müdahale etmenin dışında bir müdahale yönteminin de TCMB'nin ihale yöntemiyle aldığı döviz miktarındaki değişimler olduğunu düşünebiliriz. Bu müdahale yöntemi de döviz kuruna dair asimetrik bir tutum olduğunu ortaya koymaktadır. Tablo A.2'den görülebileceği gibi, döviz alımlarındaki azalmalar her zaman liranın kayda değer bir değer kaybıyla öncelenirken, artışlar değerlenme süreciyle ilişkili bulunmamaktadır. Bu bulgu da tekrar 2002-2008 döneminde TCMB'nin döviz alımlarının büyük ölçüde rezerv biriktirme amacıyla yapıldığını ortaya koymaktadır. Ve güçlü bir değer kaybının gözlemlendiği durumlarda ise banka bu amacı ikinci plana atıp eğilimi tersine çevirmeye çalışmaktadır.

Böylece, döviz piyasasındaki müdahaleler de faiz oranlarının oluşturulmasına benzer bir şekilde asimetrik bir yan içermektedir. İncelenen dönemde Türkiye'ye giren sermaye akımları öyle güçlü olmuştur ki bankanın döviz alımları neredeyse hiçbir zaman TL'nin değer kaybını tetiklememiş ancak her ne zaman kalıcı bir değer kaybının izleri görülse banka döviz kuruna müdahale etmiştir. Bu ise TCMB'sinin enflasyon hedeflemesi altında bile döviz kuru çapasından faydalanmaya çalıştığını ve bu nedenle de TL'nin değerlenmesini tolere ederken TL'de oluşan değer kayıplarını engellemek için elinden geleni yaptığı yönündeki bulguları desteklemektedir ⁷.

4. Politika Çıkarımları ve Sonuçlar

Şimdiye kadar bazı betimsel istatistikleri ve Benlialper ve Cömert (2013)'in bulgularını kullanarak birbiriyle ilişkili iki sonucu gösterdik. Birinci olarak, Türkiye'de enflasyonun temel

⁷ TCMB'si TL'deki değer kaybına önemli ölçüde cevap verirken, bu gelişmenin enflasyonu özellikle ithal girdi mallarındaki artış aracılığıyla yükseltmesinin yanında bilançolar üzerindeki olumsuz etkisini göz ardı etmiş olabilir. Ancak, hem betimsel hem ekonometrik bulgular göstermektedir ki, banka Türk parasının değer kaybetmesinin etkilerini göz ardı etmektedir. Bu durum ise bankanın döviz kurlarına karşı tutumunda enflasyonu ana hedef olarak gözetken enflasyon hedeflemesi programının önemli rol oynadığını düşündürmektedir.

belirleyicileri döviz kuru ve meta fiyatları gibi arz yanlı unsurlardır. İkinci olarak, TCMB'nin 2002-2008 dönemindeki döviz kuru politikasının hem faiz oranları oluşturulurken hem de döviz piyasasına yapılan müdahalelerde asimetriktir. Bu asimetrik politika duruşu Türkiye'ye özgü müdür yoksa enflasyon hedeflemesinin kendisi gelişmekte olan ülkelerde böyle bir eğilime mi yol açmaktadır? Yukarıda da gördüğümüz gibi, enflasyon hedeflemesi uygulayan bir dizi gelişmekte olan ülkenin para birimleri söz edilen dönemde reel olarak değerlendirilmiştir. Bu alanda daha fazla araştırma ve daha kesin sonuçlara ulaşmak gerekse de gelişmekte olan ülkelerde arz yanlı unsurların enflasyon açısından önemi göz önüne alındığında döviz kuru politikasına dair bu asimetrik duruşun Türkiye'ye özgü olmadığını ve enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde de benzer bir politika rejimine rastlanabileceğini düşünebiliriz.

Eğer enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde merkez bankaları Türkiye'de olduğu gibi paranın değerlendirilmesine dair bir eğilime sahipse bunu nasıl açıklayabiliriz? Birinci neden, gelişmekte olan ülkelerde de para politikasının büyük ölçüde arz yanlı ve dışsal unsurlarla belirlenen enflasyonu kontrol altına almakta etkisizliği olabilir. Bu merkez bankaları dışsal şoklardan gelen negatif etkileri telafi etmek için döviz kurunun düşüşü yönünde bir eğilime sahip olabilirler. İkincisi, yapışkan ticarete konu olmayan mal fiyatları gelişmekte olan ülkelerde para politikasının enflasyonla mücadeledeki etkinliğini sınırlar. Enflasyon hedeflemesine dair geleneksel yaklaşım gelişmiş ülkelerin deneyimlerine odaklanmaktadır ancak gelişmekte olan ülkelerde para politikası yapıcılarını hem kredibilite hem de araçlarının etkisizliği sorunlarını daha fazla yaşamaktadırlar⁸. Bunun için bizim bulgularımıza benzer olarak, Kumhof (2000) ticarete konu olmayan malların fiyatlarının yapışkanlık gösterdiği durumlarda parasal sıkılaştırmanın endojen politika tepkisi olduğunu savunmaktadır. Böylece, para politikasının sorunları, bir şekilde döviz kurunun enflasyondan daha yavaş artmasıyla telafi edilecektir (Kumhof 2000). Üçüncüsü, geleneksel parasal aktarma kanallarının gelişmekte olan ülkelerdeki bir dizi yapısal faktör nedeniyle düzgün işlememesi para politikasının reel ekonomiyi etkileme yeteneğini azaltmaktadır. Enflasyonist gelişmelerin birçoğunun para politikasının kontrolünün dışında gerçekleştiği ve parasal aktarma kanallarında da sorun olduğu böylesi bir

⁸ Bu noktada, Kumhof (2000) kredibilite eksikliğinin olduğu ve ticarete konu olmayan malların fiyatlarının yapışkanlık gösterdiği küçük bir açık ekonomide parasal otoritenin, eğer enflasyon hedefini tutturmak istiyorsa, paranın değer kaybını sıkı para politikası aracılığıyla azaltmak zorunda kalacağını göstermektedir.

ortamda yerli paranın değerlenmesi, enflasyon hedefine ulaşılması yolunda kaçınılmaz olarak gözükmektedir.

Enflasyonu dizginlemede karşılaştıkları tüm bu kısıtları göz önüne alan gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, enflasyon hedeflerini tutturmak için, bir şekilde, döviz kuru hareketlerine başvurmak durumunda kalmış olabilir. Bir diğer deyişle, merkez bankasının yapamadığını döviz kurunun düşüşü gerçekleştirecektir. Biz enflasyon rejimleri altındaki bu politika duruşunu “asimetrik kur çapası” olarak adlandırıyoruz. Bu anlamda, enflasyon hedeflemesi ile Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin daha önceki dönemlerde uygulamış olduğu klasik kur çapası politikaları merkez bankalarının açıklamalarının aksine birbirine benzemektedir. Kaldı ki enflasyonun temel belirleyicilerinin arz yanlı faktörler olduğu ve aktarım mekanizmalarında yaşanan ciddi sorunlarından dolayı Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler enflasyon hedeflemesine sadık kaldıkları lde kur apasından örtülü bir şekilde de olsa faydalanmak zorunda kalacaklardır⁹.

Öte yandan, paranın değerlenmesinin de maliyetleri vardır. Kurdaki düşüş büyük ölçekte sermaye akımlarıyla ilişkili olduğundan enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları yurtdışından sermaye girişlerine karşı olumlu bir tavır almıştır. Birçok iktisatçı ve merkez bankaları 1990’ların geniş ölçekli sermaye girişleriyle ve dolayısıyla yerli paranın aşırı değerlenmesiyle ilişkili olan döviz krizlerinden çıkan dersleri oldukça çabuk unutmuş gözükmektedir. Meksika 1994, Türkiye 2001, Arjantin 2001 ve Asya 1997 krizleri döviz krizlerinin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki yıkıcı etkisini göstermiştir. Bu bağlamda, Frenkel ve Taylor (2006) kalıcılığını koruyan güçlü para birimlerini, istikrarı bozucu sermaye akımlarına, kaynak dağılımında bozulmaya ve ekonominin geleceğine dair bozulan beklentilere kapı açtıkları için felakete davetiye olarak betimlemektedir.

Sermayenin serbestçe dolaşabildiği bir ekonomide sermaye akımlarının tersine dönmesinin maliyeti oldukça büyük olabilir. Enflasyon hedeflemesinin Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu tehlikelerin göz ardı edilmesine katkı yaptığı gözükmektedir. Sonuç olarak bu ülkelerin önemli bir kısmı sermaye akımlarının artmasıyla birlikte enflasyon kaygıları yüzünden özellikle gözardı edilen para birimlerindeki değerlenmenin etkisiyle ciddi cari açık sorunları

⁹ Gelişmekte olan ülkelerdeki aktarım kanallarında yaşanan sorunlar için Mishra ve diğerleri (2010) ve Mishra ve Montiel (2012)’e bakılabilir.

yaşayabilmektedirler¹⁰. Bu ise belirli durumlarda ülke ekonomisinin sermaye dönüşlerine karşı hem kırılabilirliğini artırmakta hem de sermaye dönüşlerinden kaynaklanan para birimindeki değer kaybının enflasyondaki gelişmeleri bir çırpıda tersine döndürmesine neden olabilmektedir. Türkiye ekonomisinin 2002-2008 yılındaki ve sonrasındaki gelişmelerin bir kısmı bu bağlamda anlamlandırılabilir. Bu dönemde enflasyon önemli ölçüde TL'deki değerlenmeye paralel olarak kontrol altına alınmış ancak bunun maliyeti cari açığın kabul edilebilir seviyelerin çok üstüne çıkması olarak yansımıştır. Ayrıca sermaye hareketlerinin yavaşladığı ya da durduğu dönemlerde gerçekleşen enflasyon hedeflenenin üstünde seyretmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde yarattığı sistemik risklerin yanısıra, niceliksel bulguların da gösterdiği gibi paranın reel olarak değerlendirilmesi ekonomik büyüme açısından da zararlı olmaktadır. Bu ülkelerde görece değer kaybı yaşayan para birimlerinin uzun dönem büyüme etkileri üzerine hala gelişmekte olan geniş bir yazın bulunmaktadır. Örneğin, Ramzi ve diğerleri (2009) para biriminin görece olarak baskılanmasının yatırımlardaki büyümeyi sürükleyici bir faktör olduğunu göstermektedir. Öte yandan, Rodrik (2008) görece baskılanmanın gelişmekte olan ekonomilerde iktisadi büyümeyi teşvik ettiğini söylemektedir. Ona göre para biriminin zayıf tutulması kurumsal zayıflıklardan ve piyasa başarısızlıklarından görece daha fazla zarar gören ticarete konu olan sektörlerin kârlılığı üzerinde olumlu bir etkiye neden olacak (Rodrik, 2008: 404) ve bunu takiben kaynakların sektörler arası dağılımındaki değişim yapısal bir değişim aracılığıyla üretkenlik artışını tetikleyecektir. Frankel ve Rapetti (2008) Arjantin'in 2002-2007 arası deneyiminden yola çıkarak rekabetçi bir para birimi ile iktisadi büyüme arasındaki bağı göstermektedir. Benzer şekilde onlar da rekabetçi döviz kuru politikasının ticarete açık sektörlerin genişlemesini desteklediğini ve bunun da iktisadi büyümeye katkı yaptığını iddia etmektedirler. Ancak ulusal para biriminin diğer para birimlerine karşı baskılanması daha önceki bölümlerde tartışıldığı gibi gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist baskıları da beraberinde getirebilmektedir. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkeler döviz kuru politikaları geliştirirken enflasyon ve cari açık/finansal kırılabilirlikteki gelişmeleri dikkatli bir şekilde izlemek zorunda olup döviz kurunun üzerindeki yükü hafifletecek ek tedbirler almak zorundadır. Ancak

¹⁰ Para politikasının düşük enflasyonu sağlama yolunda kredibilitesinin düşük olarak alındığı modellerde durum tam da budur. Örneğin, ticarete konu olmayan malların fiyatlarının yapışkan olduğu küçük bir açık ekonomide Kumhof (2000)'un modeline göre sıkı para politikası zaman içerisinde yüksek bir cari açığa sebep olacak, bu da para biriminin çöküşüne yol açabilecektir.

gördüğümüz gibi enflasyonun tek hedef olduğu enflasyon hedeflemesi altında böyle bir çerçeve geliştirmek mümkün değildir. Bugünlerde, küresel krizle beraber ön plana çıkan finansal istikrar, düşük büyüme ve yüksek işsizliğe dair kaygıların etkisiyle klasik enflasyon hedeflemesi rejimleri modasını yitirmiş gözükmektedir. Bu bağlamda TCMB ve pek çok diğer gelişmekte olan ülke merkez bankaları krizin zorlaması ile özellikle finansal istikrara yaptıkları vurgularla önceki dönemin aksine daha dengeli bir para politikası izleme arayışı içine girmişlerdir. Bunun için yeni politika araçları geliştirmeye başlamışlardır¹¹. Ancak, pekçok kişi hala merkez bankalarının eski enflasyon hedeflemesi rejimlerine dönmeleri gerektiğini belirtmektedir. Bizim çalışmamıza göre enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankaları ekonomilerine zararlı etkileri olabilecek olan değerlendirme sürecini destekleyebilmektedirler. Bu yüzden, eski enflasyon rejimlerine geri dönüşense, para politikasını oluştururken finansal akımlara ve döviz kuru hareketlerine gerektiği önemi veren aynı zamanda da politika amaçlarında işsizlik ve kalkınma sorunlarını da gözeten daha geniş bir perspektif geliştirilmelidir.

Kaynakça

Akıncı, Ö., O. Y. Çulha, Ü. Özlale & G. Şahinbeyoğlu. (2005). Causes and effectiveness of foreign exchange interventions for the Turkish economy, *Research Department Working Paper, No: 05/05*, Central Bank of Turkey.

Ball, L. (1999). "Policy Rules for Open Economies," in J. B. Taylor, ed. *Monetary policy rules*. Chicago: University of Chicago Press, 1999, pp. 127-44.

Benliaper, A. ve Cömert, H. (2013). Implicit Asymmetric Exchange Rate Peg under Inflation Targeting Regimes: The Case of Turkey, *ERC Working Papers in Economics*, 13/08, July

Calvo, G. A. and Reinhart, C. M. (2000). Fear of Floating, *NBER Working Paper 7993*

CBRT (2004). 2005 Yılında Para ve Kur Politikası, www.tcmb.gov.tr

CBRT (2007). 2006 Yıllık Rapor, www.tcmb.gov.tr

¹¹ TCMB ve pek çok gelişmekte olan ülke merkez bankasının yeni politikalarının genel değerlendirmesi, eksiklerinin tartışılması ve bu politikaların başarılı olup olmayacakları çok önemli konular olmakla birlikte bu kısa yazının çerçevesi içinde tartışabilmesi mümkün olmayıp başka bir yazının konusudur.

CBRT (2008). 2007 Yıllık Rapor, www.tcmb.gov.tr

CBRT (2009). 2008 Yıllık Rapor, www.tcmb.gov.tr

Cömert, H., Yeldan, A. E., Olçum, G. A. (2010). Interest Rate Smoothing and Macroeconomic Instability under Post-Capital Account Liberalization Turkey, *Canadian Journal of Development Studies* 31, nos. 3-4 (2010): 459-482.

Epstein, G. and Yeldan, E. (2009). “Beyond inflation targeting: assessing the impacts and policy alternatives” in Epstein, G. & E. Yeldan, eds, *Beyond inflation targeting: assessing the impacts and policy alternatives* UK. Edward Elgar Press. pp. 3-27.

Filosa, R. (2001). “Monetary policy rules in some mature emerging economies”, *BIS Papers*, no 8, pp 39-68, November.

Frenkel, R. and Rapetti, M. (2008). Five years of competitive and stable exchange rate in Argentina, 2002-2007, *International Review of Applied Economics* Vol. 22, No. 2, pp. 215–226.

Frenkel, R. and Taylor, L. (2006). Real Exchange Rate, Monetary Policy and Employment: Economic Development in a Garden of Forking Paths, *Political Economy Research Institute, Alternatives to Inflation Targeting*, n. 2, September 2006.

Galindo, M. and Ros, J. (2008). “Alternatives to Inflation Targeting in Mexico”, *International Review of Applied Economics* Vol. 22, No. 2, March 2008, 201–214

Kara, H., Küçük Tuğer, H., Özlale, Ü., Tuğer, B., Yavuz, D. and Yücel E. M. (2005). Exchange rate pass-through in Turkey: Has it changed and to what extent?, Research Department Working Paper, No: 05/04, Central Bank of Turkey.

Kara, H. and F. Öğünç, (2008). “Inflation Targeting and Exchange Rate Pass-Through: The Turkish Experience”, *Emerging Markets Finance & Trade*, November–December 2008, Vol. 44, No. 6, pp. 52–66.

Kumhof, M. (2000). Inflation targeting under imperfect credibility. Retrieved January 29, 2013, from <http://www.lacea.org/meeting2000/MichaelKumhof.pdf>

Leigh, D. and Rossi, M. (2002). Exchange Rate Pass-Through in Turkey, Working Paper 02/204, International Monetary Fund, Washington, DC

Loungani, P. and Swagel, P. (2001). Sources of Inflation in Developing Countries, Working Paper 01/198, International Monetary Fund, Washington, DC

Mishra, P. and Montiel, P. (2012). “How Effective Is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence,” Working Paper 12/143, International Monetary Fund, Washington, DC.

Mishra, P. and Montiel, J. P. and Spilimbergo, A. (2010). “Monetary Transmission in Low Income Countries,” Working Paper 10/223, International Monetary Fund, Washington, DC.

Mohanty, M. S. and Klau, M. (2000). What determines inflation in emerging market economies?, *BIS Papers, No 8*.

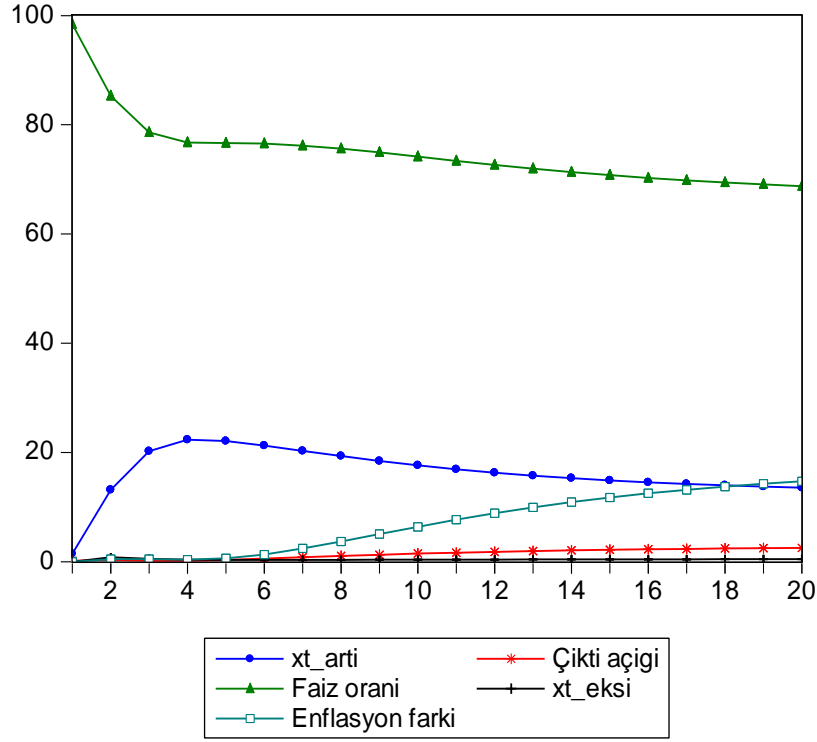
Mohanty, M. S. and Klau, M. (2004). Monetary policy rules in emerging market economies: Issues and evidence, *BIS Working Papers, 149*

Rodrik, D. (2008). The real exchange rate and economic growth. *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 365-412.

Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.

Tablolar ve Şekiller

Şekil A.1: Faiz Oranının Varyans Ayrıştırması



**Tablo A.1. TCMB'nin Döviz Piyasasındaki Müdahalelerin Miktarı ve Zamanı,
Müdahaleden Önceki ve Sonraki Döviz Kuru**

Müdahale	Miktar (milyon ABD doları)	Müdahaleden 1 ay önceki döviz kuru (\$/TL)	Müdahale sırasında döviz kuru (\$/TL)	Müdahaleden 1 ay sonraki döviz kuru (\$/TL)
Alım				
21.05.2003	517	1.59	1.49	1.41
09.06.2003	566	1.50	1.41	1.42
18.07.2003	938	1.42	1.40	1.40
10.09.2003	704	1.40	1.39	1.39
25.09.2003	1442	1.39	1.37	1.48*
16.02.2004	1283	1.34	1.33	1.32
27.01.2005	1347	1.35	1.35	1.29
09.03.2005	2361	1.33	1.28	1.35*
03.06.2005	2056	1.37	1.36	1.34
22.07.2005	2366	1.36	1.34	1.36
04.10.2005	3271	1.33	1.35	1.36
18.11.2005	3164	1.36	1.37	1.35
15.02.2006	5441	1.33	1.34	1.33
Satış				
13.06.2006	494	1.36	1.61	1.59
23.06.2006	763	1.51	1.71	1.55*
26.06.2006	848	1.54	1.66	1.52*

Kaynak: TCMB.

Tablo A.2: TCMB'nin İhale Yoluyla Döviz Alım Miktarlarındaki Değişimler ve Döviz Kuru

Tarih	Döviz alımı (milyon dolar)		1 ay önceki döviz kuru (\$/TL)	Müdahale sırasındaki döviz kuru (\$/TL)	Net sermaye akımlarındaki değişiklikler (milyon dolar)
01.07.2003	30→40	+	1.42	1.41	Haziran-Mayıs=200
17.07.2003	40→50	+	1.42	1.39	Temmuz-Haziran=537
02.09.2003	50→40	-	1.42	1.39	Ağustos-Temmuz=303
11.09.2003	40→50	+	1.40	1.39	Ağustos-Temmuz =303
07.10.2003	50→80	+	1.38	1.38	Eylül-Ağustos=1719
21.10.2003	80→40	-	1.36	1.45	Ekim-Eylül=-3879
23.10.2003	40→0	-	1.35	1.48	Ekim-Eylül =-3879
01.03.2004	30→40	+	1.33	1.32	Şubat-Ocak=115
01.04.2004	40→50	+	1.32	1.31	Mart-Şubat=-2068
07.04.2004	50→70	+	1.32	1.32	Mart-Şubat =-2068
15.04.2004	70→40	-	1.31	1.37	Mart-Şubat =-2068 Nisan-Mart=698
27.04.2004	40→0	-	1.32	1.42	Nisan-Mart =698
22.12.2004	0→15	+	1.44	1.39	Aralık-Kasım=2915
15.06.2006	20→0	-	1.35	1.45	Haziran-Mayıs =-3416 Mayıs-Nisan=512
25.07.2007	15→40	+	1.32	1.25	Temmuz-Haziran=56
15.08.2007	40→15	-	1.27	1.34	Temmuz-Haziran =56 Ağustos-Temmuz =-2797
05.10.2007	15→30	+	1.31	1.19	Eylül-Ağustos =156
07.03.2008	30→15	-	1.20	1.25	Şubat-Ocak =-3189
15.10.2008	15→0	-	1.27	1.39	October-September=-4885 September-August=-2660

Kaynak: TCMB.