

## **Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi**

**Asaf Savaş Akat\***  
İstanbul Bilgi Üniversitesi

**Gülten Kazgan'a Armağan: Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi** (İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2004) içinde yayınlanmaktadır.

### **Özet**

Şubat 2001'de TL'ye yönelen saldırı sonunda hükümet döviz kurlarının belirlenmesini piyasalara bırakarak IMF destekli döviz kuru çapasını terketmek zorunda kaldı. Dalgalı kur rejimi, Türkiye'de para politikasının tasarımı, uygulaması ve değerlendirilmesinde yeni bir döneme tekabül etmektedir. Dalgalı döviz kuru, para politikası açısından Türkiye için bir milat sayılabilir.

Çalışma önce parasal çapa arayışlarını özetlemekte, bilahare Türkiye için Taylor-tipi bir para politikası kuralı geliştirmektedir. Kural aracılığı ile Merkez Bankası tepki fonksiyonun hakkında elde edilen ipuçları fiilen uygulanan para politikasının daha iyi anlaşılmasına olanak sağlamaktadır. Sonuçlar, dönem boyunca para politikasının güçlü bir enflasyon-karşıtlığına tekabül ettiği ortaya çıkarmaktadır. Dolayısı ile 2002 sonrasında tüketici enflasyonunun sistematik şekilde hedeflerin altında gerçekleşmesinin nedenleri de açıklık kazanmaktadır.

\* İnönü cad. No:28, 80310, Şişli-İstanbul  
Fax: +90 212 297 08 78

Email: akat@bilgi.edu.tr

## Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi<sup>1</sup>

Asaf Savaş Akat

Ecevit hükümeti, Aralık 1999'da IMF ile imzaladığı Standby Anlaşması ile Ocak 2000'den itibaren döviz kurunu nominal çapa olarak kullanan bir enflasyonla mücadele ve yapısal değişim programını başlattı. Merkez Bankasının “1 dolar + 1.5 DM” (1 dolar + 0.77 Euro) olarak saptadığı döviz sepetinin günlük alış-satış değerini dokuz ila oniki ay önceden açıklaması şeklinde işleyen kur çapası, Türkiye'nin zaten alışık olduğu kur rejiminin özel bir hali idi. Savaş sonrası dönemin tümünde döviz kurları Merkez Bankası tarafından belirlenmişti. 1980 öncesinde döviz kurlarında ender ama büyük oranlı değişikliklerle çalışan sabit kur rejimi benimsenmişti. 1980 sonrasında hareketli sabit kur (*crawling-peg*) rejimine geçilmesinin bir nedeni çapraz kurlardaki dalgalanmaların artması, diğeri ise geçmişte yaşanan büyük cari denge sorunlarına engel olabilmek için kurun enflasyona paralel götürülmesi arzusu idi. 1989'da ödemeler dengesi sermaye hesabında liberalizasyona gidilmesi (TL'ye konvertibilite sağlanması) günlük belirlenen kurun piyasa döviz arz ve talebine hassasiyetini arttırmış, fakat 1994 başındaki dövize saldırı günleri dışında Merkez Bankası fiilen döviz kuru üstündeki hakimiyetini sürdürmüştü. 1994 krizi sonrasında ise, yazılı olmayan “*enflasyon kadar devalüasyon*” kuralı sayesinde mali piyasaların her ayın ilk bir-iki gününde Merkez Bankasının döviz sepetinde gerçekleştirdiği değer kaybına bakarak aylık nominal devalüasyonu hesaplama olanağına kavuşmaları, hareket halinde sabit kuru sistematik hale getirdi. Yani, 2000 yılında uygulanan kur çapası piyasaların iyi bildikleri bir rejimin geçmişe kıyasla daha düşük nominal devalüasyon oranları ile uygulanması anlamına geldiğinden yadırganmadı.

19 Şubat 2001'de Cumhurbaşkanı ile Başbakanın MGK'de kavga etmesi, Kasım 2000'de yaşanan likidite krizinin şok ve hasarını üstünden atamamış mali piyasalarda ekonomi yönetimi ve programa güvenin tümü ile kaybolmasına, yani TL'ye büyük bir saldırıya yol açtı. IMF mevcut döviz rezervlerinin saldırıyı dizginlemeye yetmemesi riskini almayı reddedince, 21 Şubat 2001'de TL dalgalanmaya bırakıldı; yani kur çapası terkedildi. Toplumda ve ekonomide savaş sonrası ekonomi tarihinin en büyük travmalarından birine neden olan bu olayı para politikası açısından da bir dönüm noktası, hatta bir “*milat*” olarak değerlendirebiliriz.

Piyasa ekonomilerinde para politikası fevkalade önemlidir. Makroekonomi ders kitaplarında, ister giriş ister ileri düzey olsun, para teori ve politikasına, yani paranın ekonomideki rolünün anlaşılmasına ve para politikasının etkinliğinin saptanmasına büyük yer verilir. Gelişmiş ülkelerde, makro konularda iktisatçılar arasında raslanan tartışmaların çok önemli bölümü para otoritesinin ekonomik konjonktürün yönetimindeki rolü ve uygulaması gereken para politikaları üstünedir. Buna karşılık, Türkiye ekonomisini savaş sonrası dönemde izleyen bir iktisatçı makroekonomik anlamda para politikasından söz etmenin dahi olanaksız olduğunu derhal görecektir.

1989 öncesinde Merkez Bankası Ankara ekonomi bürokrasisinin içinde adeta kaybolmuş, esas işi hükümetin bütçe açıklarını para basarak finanse etmekten ibaret sıradan bir *devlet dairesidir*. Maliye politikası bağımsız değişken, para politikası ise onun bağımlı türevidir. 1989 sonrasında da hükümetler mali bağımsızlıklarını (sorumsuzluklarını!) sürdürmüş, fakat para politikasının bütçe açığı ile doğrudan ilişkisi yerini dolaylı bir ilişkiye bırakmıştır: para otoritesinin yeni idari görevi bütçe açıklarının dış piyasalar aracılığı ile finanse edilmesinin

<sup>1</sup> Bu konuyu önce İstanbul Bilgi Üniversitesinde **Ekonomistler Platformu** tarafından Nisan 2003'de düzenlenen panelde yaptığım sunuşta ele aldım (<http://akat.bilgi.edu.tr>): Merih Celasun ve Umut Özlale sunuşla ilgili değerlendirmelerini yolladı; Koray Akay, Taner Berksoy, Haluk Börümekeçi, Saruhan Doğan, Mahfi Eğilmez, Gazi Erçel, Hasan Ersel, Deniz Gökçe, Uğur Gürses, Ercan Kumcu, Fatih Özatay, Ceyda Pakel, İlker Parasız, Güven Sak ve Ege Yazgan İstanbul Bilgi Üniversitesinde Mayıs 2003'de yapılan toplantıda sunuşu tartıştı; Tuba Kale ve Ege Yazgan veriler ve grafiklerde bana yardım etti; kendilerine teşekkür ediyorum. Ayrıca bak. Akat, A.S. ve Yazgan, E. “A Taylor-type Rule to Assess Monetary Policy in Turkey”, **ODTÜ Ekonomi Konferansı** 6-9 Eylül, 2003.

gerekli koşulu olan kur istikrarını sağlamaktır. Daha açık ifade edersek, 1989-2001 döneminde para politikası kısa vadeli dış kaynak akışını sürdürmeyi hedefleyen *istikrarlı kur politikasından* ibarettir.

21 Şubat 2001 sonrasında, bir yandan döviz kurunun piyasalara bırakılması, diğer yandan enflasyonla mücadele hedefinin ve idari bağımsızlığın bizzat Merkez Bankası kanununda yer alması, para politikasının *tasarlandığı, uygulandığı ve değerlendirildiği ortamda* Cumhuriyet döneminin en köklü yapısal dönüşümüne tekabül etmektedir. Bu yazının amacı, yeni koşullarda Merkez Bankasının uyguladığı para politikasını ekonomik aktörlerin değerlendirmesini kolaylaştıracak ve bu şekilde karşılıklı etkileşim ile para politikasının etkinliğinin artmasına katkı yapabilecek bazı enstrümanların geliştirilmesidir.

### 1. Parasal çapa ihtiyacı

Dolaşımdaki banknot miktarını doğrudan yada dolaylı şekilde ülkedeki/Merkez Bankasındaki kıymetli madenlere bağlayan Altın sikke ve Altın Standardı rejimlerinden vazgeçilmesi yakın dönem para tarihini daha önceki tüm dönemlerden ayırdeden temel özelliktir. Kanuni (*fiat*) paranın teorik ve pratik avantajı ve açmazı, hükümetlere para arzını banknot matbaaları sayesinde sonsuza kadar arttırılabilme imkanını vermesidir. Bazı durumlarda para basabilme ekonomik konjonktürün reel ekonomide yolaçabileceği üretim kaybını asgariye indirmeye, hatta tümü ile sıfırlamaya olanak verdiğiinden toplumsal refaha ve ekonomik etkinliğe katkı yapar. Başka durumlarda ise para basmanın neden olduğu enflasyonunun kaynak dağılımında yarattığı israf ve diğer sorunlar toplumsal refaha ve ekonomik etkinliğe ciddi hasar verecektir. Para politikasının bir yandan doğrudan reel iç talebi etkilemesi, diğer yandan fiyatlar genel seviyesinde beklenmeyen değişikliklerin ekonomik aktörler arasında küçümsenemeyecek servet ve gelir aktarmalarına yol açması kamuoyunun da parasal olaylara duyarlılığını keskinleştirmiştir.

Savaş sonrası dönemde ABD ekonomi yönetiminde hakimiyeti ele geçiren Keynesyen iktisatçıların kanuni paranın reel ekonomideki konjonktürel avantajlarını kullanma karşılığında oluşacak enflasyon riskini düşük işsizlik oranlarının makul kabuledilebilecek bir bedeli olarak görmeleri, özellikle beklenmeyen enflasyondan en büyük zararı görecektir olan mali sistemden net alacaklı toplum kesimlerinin para otoritesinin para basma özgürlüğünün kısıtlanmasını temin edecek iktisat politikalarını destekleyeceğini umdukları teorik çabaları sahiplenmelerini hızlandırmıştı. Bu süreçte, savaş sonrasında makroiktisadın anavatanı haline gelen ABD’de, iktisatçıları arasındaki en keskin kutuplaşmanın para teorisi ve politikası alanında gerçekleşmesi şaşırtıcı değildir. Bir yanda para otoritesinin para politikasını konjonktürün gerektirdiğine inandığı şekilde özgürce tasarlayıp uygulamasını savunanların (*discretionary policy*), öte yanda ise para otoritesinin özgürlüğünün önceden açıklanan kurallarla kısıtlanmasını önerenlerin (*rules-based policy*) yer aldığı bu bölünme kamuoyuna Keynesyen ve monetarist markaları ile yansdı.

Dönemin iki önemli teorik yeniliği, Phillips’in işsizlik-enflasyon ilişkisini formelleştirmesi ve Friedman’ın enflasyonla para miktarı arasındaki güçlü ilişkiyi yeniden hatırlatmasıdır. İlki Keynesyenlere işsizlikle mücadele için genişleyici maliye ve para politikasını kullanmanın teorik çerçevesini sağlamış, ikincisi ise enflasyon karşıtı kesimleri fiyat istikrarının ancak bir *parasal (nominal) çapa* aracılığı ile sağlanabileceğine ikna etmiştir. Kabaca, iktisatçıları enflasyona ve işsizliğe karşı nisbi duyarlılıklarına göre Keynesyen yada monetarist kampı tercih etmişlerdir. Doğallıkla, bu koşullarda hem parasal çapayı savunanlar hem reddedenler için, fiyat istikrarını reel üretimden asgari fedakarlıkla temin edecek kuralın üstüne inşa edileceği hedef parasal büyüklüğün özellikleri ve bu görevi neden, nasıl ve ne ölçüde yapabileceği ciddi bir tartışmanın odağı olmuştur.

Friedman’ın ilk önerisi **para arzı değişme hızının** kurala bağlanmasıdır. İktisat literatüründe para arzından kastedilen ekonomiye para otoritesi tarafından zerdedilen para miktarıdır. Friedman’a atfen verilen ünlü örnek, fiili konjonktürden bağımsız şekilde para

## Para Politikası Kuralı

arzının yılda % 3 attırılması şeklinde bir kuralın, ekonominin ortalama büyüme hızı % 2 ise, uzun dönemde % 1 enflasyon anlamına geleceğidir. Ancak, kuralın işlemesi için reel milli gelirden ve fiyat düzeyinde küçük değişimler olurken iktisat literatüründe paranın dolaşım hızı adı da verilen genel para talebinin istikrarlı seyretmesi, yani bir dönem içinde vazeden parasal kuralı anlamsızlaştıracak değişim göstermemesi gerekmektedir. Para talebinde uzun dönemde ortaya çıkabilecek değişimi bir trend üstünden öngörmek ve bunu kurala dahil etmek mümkündür; ancak para talebinde kısa vadeli volatilitelere kuralın geçerliliğine gölge düşürecektir. Maalesef ampirik çalışmalar para talebindeki kısa dönem volatilitelerinin para arzını kullanan bir parasal kuralın amaçlanan sonuçları temin etmesini engelleyecek düzeylerde seyrettiğini göstermiştir.

Bu ampirik olgunun çıkarsamaları para teorisi açısından fevkalade önemlidir. Çünkü, ortadaki sorun sadece dolaşım hızının öngörülmesi zor hatta imkansız bir volatilitelere sahip olmasından ibaret değildir. Aynı anda, para otoritesinin dolaşımdaki toplam para miktarını bırakın istediği gibi belirlemeyi aslında denetleme gücünün dahi olmadığını anlaşılmıştır<sup>2</sup>. Daha açık ifade etmek gerekirse, makroiktisat ders kitaplarında anlatılan para teorisinin temel büyüklüğü olan para otoritesi tarafından belirlenen para arzı fiilen bağımsız değil bağımlı bir değişkendir. Fiili ekonomilerde nedensellik *para talebinden para arzına* gitmektedir: para talebi artınca para otoritesine rağmen para arzı da artabilmekte, para talebindeki düşüşler ise gene para otoritesinin bütün tersine çabalarına rağmen para arzının daralması ile sonuçlanabilmektedir.

Para arzının bir parasal çapa olmak için gerekli özelliklere sahip olmadığını anlaşılması, makroekonomi camiasının enflasyona duyarlı kanadını başka parasal çapalar arayışına itmiştir. Bir öneri, para otoritesinin para politikasını *nominal milli gelirin* gene önceden açıklanan bir büyüme hızı ile artmasını temin edecek şekilde düzenlemesi olmuştur. Yeni parasal kuralda nominal milli gelir parasal çapa olmaktadır. Yukarıdaki örnekte nominal milli gelir büyüme hızı % 3, ortalama reel milli gelir büyüme hızı % 2 ise, ortalama milli gelir deflatörü ve dolayısı ile ortalama tüketici fiyatları artışı hızı % 1'le sınırlı kalacaktır.

Ne var ki, bu kuralın iki ciddi zafiyeti vardır. Birincisi, ölçümle ilgilidir: nominal milli gelir sayıları ciddi bir gecikme ile yayınlandığından, hem para otoritesinin hata yapma ihtimali artmakta, hem de ekonomik aktörlerin para politikasını anlamaları ve değerlendirmeleri zorlaşmaktadır. İkincisi, para otoritesinin kuralın öngördüğü nominal milli gelir artışını sağlamak için hangi para politikası araçlarını kullanacağı kural tarafından tanımlanmamaktadır. İkisi bir arada, para otoritesinin yanlış zamanlama ile yanlış aracı kullanması anlamına gelebilecek, bu ise reel milli gelirden bizzat para politikasından kaynaklanan dalgalanmalar yaratabilecektir.

Para otoritesi tarafından kontrol edilebilen (bağımsız) bir para arzı kavramının hayal ürünü olduğunun anlaşılması, nominal milli gelirin ise pratik nedenlerle arzulan parasal çapa işlevini görememesi, geriye parasal çapa olabilecek üç değişken bırakmaktadır: *döviz kuru, enflasyon ve faiz haddi*.

Parasal çapa işlevinin *döviz kuru* tarafından yüklenilmesi hali ile başlayalım. ABD'nin doların değerini altınla sabitlemesi üstüne inşa edilen Bretton Woods sistemini gevşek ve kısmi Altın Standardı olarak kabul edebiliriz. Kısmi çünkü doların altına konvertibilitesi Merkez Bankaları ile sınırlandırılmıştı; gevşek çünkü ABD idari bir kararla doların altına konvertibilitesini kaldırabiliyordu. Friedman'ın ünlü para arzı kuralını Bretton Woods anlaşmasının daha başlarında teklif etmesi döviz kurunu ciddi bir parasal çapa kabul etmediğinin de ifadesidir. 1960'ların sonunda Bretton Woods sisteminin çözülmesinden sonra, başta ABD, gelişmiş sanayi ülkeleri döviz kurlarının belirlenmesini piyasa arz-talebine bırakınca, doğallıkla bu ülkelerde döviz kurunun parasal çapa olarak kullanılması yönünde bir talep de oluşmadı. Buna karşılık, yüksek enflasyon sorununu çözmekte zorlanan gelişme

<sup>2</sup> B.Snowdon & H.R.Vane: **Conversations with Leading Economists**, Edward Elgar, Cheltenham UK, 1999, bu tartışmaları tarihi perspektif içine yerleştiren ve gerek sunuş yazısının gerek içindeki mülakatların çok yararlı olduğunu düşündüğüm bir kitaptır.

yolundaki ülkeler için sık sık bu yönde öneriler yapılmış, Türkiye'nin 2000 yılı programında olduğu gibi bazılarında ise fiilen uygulanmıştır.

Temel sorun, döviz kurunu parasal çapa yapma opsiyonunun bir açık piyasa ekonomisinin tanımlayıcı unsurlarından biri olan paranın konvertibilitesi ile çelişmesidir. “Küreselleşme üçlemi”, sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı bir ortamda para otoritesinin aynı anda hem faizleri hem de döviz kurunu denetleme olanağını kaybetmesine, sadece birini belirleyip diğerini piyasaya bırakmak zorunda kalmasına işaret etmektedir. Bu durumda, döviz kurunun parasal çapa alınması ekonomik konjonktürün yaratacağı gelir ve üretim dalgalanmalarına karşı para politikasını kullanma yolunu kapamak anlamına gelmektedir. Hatta, bazı özel koşullarda, döviz kurunda arzulanan istikrarın bedeli para politikasının iç yada dış şokların olumsuz etkilerini daha da büyütmesi şeklinde ödenebilmektedir. Başka türlü söyleyelim: kanuni para hükümetlere ekonomik konjonktürün reel ekonomide yolaçabileceği üretim kayıplarını asgariye indirecek şekilde para basma olanağı verirken, kur çapası bu olanağı kullanılamaz hale getirmektedir.

Yüksek enflasyonlu ülkelerde geçici yada kalıcı *kur çapalarının* bütün mahzurlarına rağmen savunulması aslında bir çaresizliğin ifadesidir. Kanuni paranın verdiği sınırsız para basma yetkisinin hükümetler tarafından sürekli ve kararlı şekilde istismarının ürettiği umutsuzluk ortamında, toplumun (ve iktisatçıların) yüksek enflasyonun ekonomik, toplumsal ve siyasi maliyetlerinin bağımsız para politikasından vazgeçmenin getireceği maliyetlerin üstünde görmeleri rasyonel bir hesaba tekabül etmektedir<sup>3</sup>.

Dolayısı ile son dönemde teorik düzeyde para politikası tartışmaları enflasyon ve faiz haddi üstünde yoğunlaşmıştır. İlki, yani enflasyonla mücadelede enflasyonun nominal çapa alınması çevresellik eleştirisine açıktır. Ona rağmen, son dönemde iktisatçılar ve para otoriteleri nezdinde popülerliği ve uygulaması artan enflasyon hedeflemesi bu yaklaşımı yansıtmaktadır. Hükümet para otoritesine belirli bir zaman aralığı için makul alt ve üst sapma sınırları olan bir enflasyon hedefi vermekte ama hedefin gerçekleştirilmesinde kullanılacak para politikası enstrümanlarının seçimine karışmamaktadır. Doğallıkla, enflasyon hedeflemesini parasal kural olarak niteyebilmek için, hükümetin saptadığı hedefin dışına çıkılması halinde para otoritesine uygulanacak yaptırımların da şimdi parasal çapa özelliğini kazanmış olan enflasyon hedefi ile birlikte açıklanması gerekecektir.

Enflasyon hedefini parasal çapa yapan yöntemin en önemli zafiyeti, ekonomik aktörlerin para politikasının seyrini izleyebildikleri tek göstergenin enflasyonun kendisi olmasıdır. Çünkü, para otoritesinin gerekenden daha sıkı yada daha gevşek para politikası uygulayıp uygulamadığı ancak *ex post*, yani bir süre sonra fiili enflasyon söz konusu para politikasının etkisi ile hedefin altında yada üstünde gerçekleştiğinde gözlemlenebilmektedir. Para politikasındaki değişikliklerin enflasyonu etkilemesi mutlaka bir zaman aralığı (*lag*) gerektireceğinden, para politikasının ekonomik aktörler tarafından değerlendirilmesindeki yetersizliğin alınan parasal çapanın doğasından kaynaklandığını söyleyebiliriz. Para politikası karar sürecini şeffaflaştırma çabaları sorunu pratikte hafifletebilir ama özü baki kalacaktır.

İkinci yöntem, para arzının denetlenemeyeceğinin anlaşılması sonrasında tanım icabı öne çıkan diğer para politikası enstrümanının, yani Merkez Bankası kısa dönem para piyasası faiz hadlerinin (*iskonto oranı*) bir para politikası kuralı aracılığı ile parasal çapa olarak kullanılmasıdır. Mantiği şöyle özetleyebiliriz: amaç, para otoritesinin para politikasını kendisinin yada siyasi iktidarın keyfi olabilecek ihtiyaçlarına göre tasarlayıp uygulamasına izin vermemek ise, para politikasının temel aracı olan iskonto oranının nasıl belirleneceğini önceden açıklanan bir kurala bağlamak bu amacı temin edebilecektir. Böylece bir yandan para

<sup>3</sup> Türkiye'nin kur çapası deneyiminin kısa sürede krizle sonuçlanmasında böyle bir toplumsal mutabakatın mevcut olmaması, tam tersine dışarıdan (IMF, sermaye, vs.) zorlanan yapay bir yöntem gibi algılanması etkilidir. Şubat 2001'de yaşananlardan sonra, Türkiye için parasal çapa olarak döviz kurunu kullanma opsiyonu gerçekçiliğini yitirmiştir. Tek küçük ihtimal, AB'ye tam üyeliğin belirginlik kazanmasından sonra geçici bir süre için Euro bazlı bir para kurulu uygulamasının tercih edilmesidir.

## Para Politikası Kuralı

otoritesinin elinden arzulanmayan enflasyona neden olabilecek özgürlüğü alınırken, aynı anda ekonomik aktörlerin her an önlerini görebilmeleri sağlanacaktır.

Soruyu başka türlü de vazedebiliriz. Para otoritesinin tanım icabı her an bir para politikası uygulamaktadır. Bunu hangi amaçlarla yaptığını kısmen kamuya açıklasa bile, kullandığı fiili araçlarla ilgili kesin hesap ve bilgileri ile kamu ile paylaşmak zorunda değildir ve genellikle paylaşmaz. Halbuki, demokratik ortamlarda toplumun söz konusu para politikasının ekonomiye muhtemel etkilerini değerlendirebilmeye, yani gereksiz yere reel üretimde kayba yada enflasyonda artışa neden olup olmayacağını tahkik etmeye hakkı vardır. Kolayca ölçülmesine ve her hafta para otoritesi tarafından açıklanmasına rağmen dolaşımdaki para miktarının para politikasını değerlendirmek için gerekli bilgiyi taşıması ihtimalinin düşük hatta sıfır olabileceğini, nominal milli gelir büyüklüğü yada enflasyonun ise çok sonradan, belki iş işten geçtikten sonra yayınlanacağını yukarıda anlattık.

Bu koşullarda, ekonomik aktörlerin önlerini iyi görebilmeleri ve uygulanan para politikasını para otoritesinin beyanları ötesinde değerlendirebilmeleri için, o günün konjonktürüne tekabül eden faiz hadlerini saptayan bir formülasyon, yani bir parasal kural gerekecektir. Fiili faiz hadleri ile parasal kuraldan elde edilen faiz hadlerinin karşılaştırılması, para otoritesinin davranışlarını *ex ante* üçüncü şahıslara şeffaf hale getirecektir.

Bu noktada, yukarıdaki tartışmanın iki çıkarsamasını daha açık şekilde ifade etmek istiyorum. Bir: ekonomik konjonktürün ihtiyaçlarına bakarak sadece iskonto oranının ne olması gerektiğini söyleyen bir kurala parasal çapa demeye hakkımız var mıdır? Buna cevabımız evet olacaktır. İki: enflasyon hedefi tek başına, yani iskonto oranını şu yada bu şekilde bir parasal çapaya dönüştüren bir yöntemle desteklenmediği takdirde işlevini etkin şekilde ifa edebilir mi? Buna da hayır diyeceğiz.<sup>4</sup>

## 2. Taylor'un faiz haddi kuralı ve makroekonomik denge

Son dönemin en yaygın kabul gören faiz haddi kuralı Stanford Üniversitesi öğretim üyesi (halen ABD Hazine Bakan Yardımcısı) *John Taylor*'un ismi ile anılmaktadır<sup>5</sup>. Kural, ABD Merkez Bankası Fed'in para politikası temel aracı olarak kullandığı para piyasası kısa vade faiz haddine (iskonto oranı) yöneliktir. Enflasyonda yada ekonomik konjonktürde oluşabilecek arzulanmayan (denge-dışı) eğilimler karşısında para politikasının tepkisini sistematikleştirmekte ve böylece para otoritesinin tavrının önceden bilinmesini sağlamaktadır.

Taylor kuralı, en basit hali ile, nominal iskonto haddi  $r$ , para otoritesinin belirlediği bir reel faiz haddi  $r^f$ , fiili enflasyon  $\pi$ , para otoritesinin hedeflediği enflasyon  $\pi^*$ , fiili milli gelir düzeyi  $y$  ve kaynakların tam istihdamına tekabül eden (potansiyel) milli gelir düzeyi  $y^*$  arasında para otoritesinin enflasyon ve üretim açığı karşısında duyarlılığını ifade eden iki katsayısı  $h$  ve  $g$  aracılığı ile kurulan bir ilişkidir. Düşük enflasyon oranları için kural şu şekilde yazılabilir<sup>6</sup>:

$$r = r^f + \pi + h(\pi - \pi^*) + g(y - y^*)$$

Formülde fiili enflasyonla hedef enflasyon arasındaki farkı nominal iskonto haddine taşıyan  $h$  Merkez Bankasının *enflasyon tepki katsayısıdır*. Enflasyonla mücadeleyle temel

<sup>4</sup> “Enflasyon hedeflemesini kullanan parasal rejimler enflasyon hedefini gerçekleştirebilmek için bir yönteme (procedure) ihtiyaç duyar: para politikası kuralı bu yöntemlerden biridir.” Taylor, J.B., “Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies”, **yayınlanmamış makale**, Stanford Üniversitesi, Aralık 2000; Taylor'un web sayfasında var.

<sup>5</sup> Taylor, J.B.: “Discretion versus Policy Rules in Practise”, **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, 38, December 1993, s. 195-214; para politikası kuralı üstüne yazına Taylor'un web sayfası [www.stanford.edu/~johntayl/](http://www.stanford.edu/~johntayl/) ve [www.geocities.com/monetaryrules/mpoe.htm](http://www.geocities.com/monetaryrules/mpoe.htm) adreslerinden ulaşılabilir; ayrıca bak. Taylor, J.B. (ed) **Monetary Policy Rules**, University of Chicago Press, Chicago, 1999

<sup>6</sup> Tek haneli enflasyon için bu formülasyon yeterlidir; yüksek enflasyon durumuna uygun formülasyonu ileride vereceğiz.

## Para Politikası Kuralı

görevleri içinde kabul eden bir Merkez Bankası için bu katsayı pozitif olacaktır. Katsayı büyüdükçe enflasyona karşı duyarlılığın arttığını, sifıra yaklaştıkça azaldığını söyleyebiliriz: sıfır halinde para politikasının saptanmasında enflasyon düzeyinin etkisi kalmamaktadır. Formülde fiili milli gelirle potansiyel milli gelir (tam istihdam milli geliri) arasındaki farkı iskonto haddine taşıyan  $g$  ise Merkez Bankasının *büyüme tepki katsayısıdır*. Üretim açığı ile (işsizlikle) mücadeleyi görevleri arasında kabul eden bir Merkez Bankası için bu katsayı pozitif olacaktır. Katsayı büyüdükçe üretim açığına (işsizliğe) karşı duyarlılığın arttığını, sifıra yaklaştıkça azaldığını söyleyebiliriz: gene, sıfır halinde para politikasının saptanmasında üretim açığının (işsizliğin) etkisi kalmamaktadır.

Ekonominin uzun dönem dengesinde, yani fiili enflasyonun hedef enflasyona eşit, milli gelirin de tam potansiyel milli gelir düzeyinde olduğunu varsayalım. Bu takdirde  $h$  ve  $g$  katsayılarına verilen değer ne olursa olsun kuraldan elde edilen iskonto oranı hedef reel faize denk gelmektedir: para politikası tarafsızdır. Bunun dışındaki hallerde kuralın işleyişi iki katsayının aldığı değerlere yakından bağlı olacaktır. İki katsayının da pozitif (sıfırdan büyük) değerler aldığı kabul ederek kuralın işleyişini izleyelim.

*Ceteris paribus*, fiili enflasyon  $\pi$  enflasyon hedefi  $\pi^*$ 'in üstünde ise,  $(\pi - \pi^*) > 0$  olacağından iskonto oranı  $r$ 'deki artış fiili enflasyondaki artıştan büyük, dolayısı ile o iskonto oranına tekabül eden fiili reel faiz hedef reel faiz  $r^f$ 'den yüksektir: enflasyondaki yükselme sonucu para politikası sıkılmıştır. Ters halde ise kural kendiliğinden reel faizde bir düşüşe yol açarak enflasyondaki gerilemeye paralel şekilde para politikasını gevşetmektedir. *Ceteris paribus*, fiili milli gelir  $y$  potansiyel milli gelir  $y^*$ 'in üstünde ise,  $(y - y^*) > 0$  olacağından iskonto oranı  $r$ 'deki artış sonucu fiili reel faiz hedef reel faiz  $r^f$ 'den yüksektir: ekonomide talep baskısının oluşması sonucunda para politikası sıkılmıştır. Ters halde ise kural kendiliğinden reel faizde bir düşüşe yol açarak talepteki cansızlığı gevşek para politikası ile telafi etmektedir.

Yukarıda sunulan genel hali ile faiz haddi kuralı farklı iktisat politikası önceliklerine eşit mesafede durmaktadır: çünkü tepki katsayılarının değerleri politika çıkarsamaları birbirine neredeyse zıt monetarist ve keynesyen para politikası kurallarına götürebilmektedir. Büyüme tepki katsayısı sıfır ama enflasyon tepki katsayısı yüksek tutulursa *saf monetarist kural* ortaya çıkar: para otoritesi sadece enflasyonla ilgilenmekte, para politikasında üretim açığını ihmal etmektedir<sup>7</sup>. Tersine, enflasyon tepki katsayısı sıfır ama büyüme tepki katsayısı yüksek tutulunca *saf Keynesyen kural* elde edilir: para otoritesi sadece işsizlikle ilgilenmekte, enflasyonu ihmal etmektedir.

Merkez Bankası tepki katsayılarının saptanması bir para politikası kuralı tanımlanmasında en hayati sorundur. Katsayılar aslında niteliksel olarak farklı iki bilgiyi taşırlar. Bunlardan biri gerek para otoritesinin gerek dış gözlemcilerin nisbeten kolay ulaşabilecekleri *pozitif bilgidir*: ekonomik aktörlerin beklenti ve davranışlarının para politikasına karşı duyarlılığı. Açıktır ki, iskonto oranındaki değişime karşı ekonomik aktörlerin duyarlılığı yükseldikçe tepki katsayısının değeri küçülecek, tersine, iskonto oranındaki değişime karşı duyarlılık azaldıkça aynı etkiyi sağlayacak olan tepki katsayısının değeri büyüyecektir. Hiç şüphesiz, para politikasına duyarlılığın gerisinde mali kesimin gelişmişlik ve derinlik derecesi, mal ve faktör piyasalarında rekabet koşullarının yaygınlığı, para otoritesinin saygınlığı, maliye politikasının ve kamu borcunun sürdürülebilirliği, vs. çok sayıda kurumsal ve yapısal faktör yer almaktadır. Neticede, bütün bu faktörleri ampirik yöntemlerle nicel katsayılara dönüştürmek mümkündür.

İkinci kategori Merkez Bankasının tanım icabı bildiği buna karşılık dışarıdan gözlemcilerin çok zor ulaşabilecekleri *normatif bilgidir*: para otoritesinin enflasyon ve işsizlik karşısında yukarıda değinilen öncelikleri. Aynı durum para otoritesinin belirlediği reel faiz

<sup>7</sup> Bu değerlendirme tam doğru değildir: haklı olarak enflasyon verilerinin taleple ilgili bilgileri zaten taşıdığı söylenebilir. Talep fazlası enflasyonu yukarı, talep yetersizliği ise aşağı çekeceğine göre, para politikası kuralına ayrıca konjonktürle ilgili bir başka değişken konmasa bile konjonktür etkisi iskonto haddine enflasyon aracılığı ile yansımaktadır.

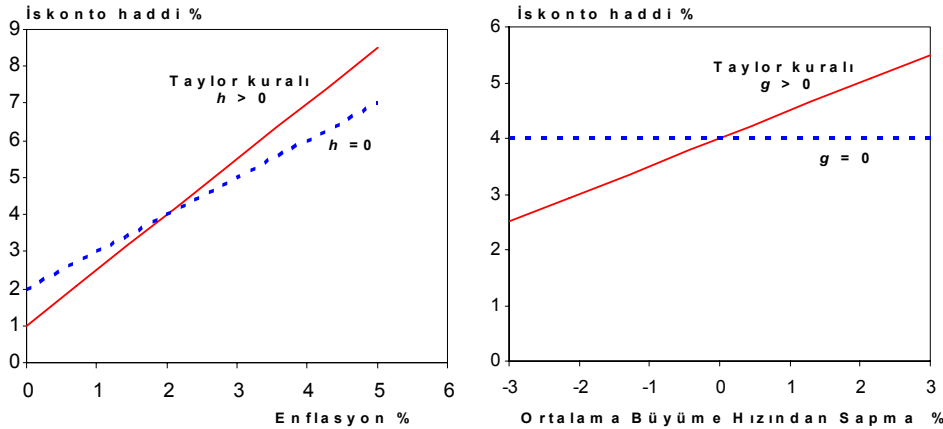
## Para Politikası Kuralı

haddi  $r^f$  için de geçerlidir. Bu ikisi, beraberce Merkez Bankası tepki fonksiyonunu oluştururlar. Faiz kuralının para politikasında şeffaflığa getirdiği katkıların en önemlisi, Merkez Bankası tepki fonksiyonunun tepki katsayıları sayesinde dolaylı şekilde de olsa ekonomik aktörler tarafından bilinir hale gelmesidir.

Taylor, bu düşünce mantığını ABD ekonomisinin verilerine uygulayarak fiilen uygulanan para politikasını açıkladığını önerdiği basit faiz haddi kuralını oluşturmuştur. Kuralda, denge reel faiz haddi  $r^f = \% 2$ , hedef enflasyon  $\pi^* = \% 2$ ,  $h$  ve  $g$  katsayıları ise  $+ 0.5$  değerlerini almaktadır.

$$r = \pi + \% 2 + 0.5 (\pi - \% 2) + 0.5 (y - y^*)$$

Kurala göre, örneğin enflasyon hedeften bir puan aşağıda çıkınca Fed iskonto oranını birbuçuk puan yani reel faizi yarım puan düşürmekte, aynı şekilde üretim açığı bir puan olunca iskonto oranını ve dolayısı ile reel faizi yarım puan indirmektedir. Şekil 1 Taylor kuralı ile farklı enflasyon ve üretim açığı düzeylerinde elde edilen iskonto oranları gösterilmektedir. Daha anlamlı olması için üretim açığını mutlak GSMH düzeyleri yerine ortalama büyüme hızından sapma şeklinde ifade ettik. Şekildeki kesikli çizgiler reel iskonto oranının enflasyon ve üretim açığı düzeyinden bağımsız olarak sabit kaldığı (tepki katsayılarının sıfır olduğu) durumu temsil etmektedir.



Şekil 1: Taylor Kuralında İskonto Haddi, Enflasyon ve Büyüme

Faiz haddi aracılığı ile tesis edilen parasal çapa Taylor'a geleneksel toplam arz-toplam talep (AD-AS) analizini yeniden tanımlama olanağını vermiştir<sup>8</sup>. Önce toplam talep eğrisine bakalım. Faiz haddi kuralı toplam talep eğrisinin temel zafiyetlerinden birine çözüm getirmektedir. Geleneksel analizde toplam talep eğrisi para arzının (yada iskonto oranının) sabit olduğu varsayımı ile çizilmekte, dolayısı ile para arzındaki her değişimde toplam talep eğrisi kaymakta, yeni bir toplam talep eğrisi oluşmaktadır. Halbuki içsel ve dışsal şokların ekonomi üstündeki olumsuz etkilerini telafi etmek için en yoğun kullanılan makroekonomik araç para politikasıdır. Bu durumda, para politikasının temel enstrümanı faiz haddindeki değişmelerin toplam talep eğrisinde kaymaya neden olmaksızın aynı toplam talep eğrisi üstünde izlenebilmesi analizi çok daha gerçekçi hale getirecektir.

İşte faiz haddi kuralı bunu mümkün kılmaktadır. Her kural veri bir Merkez Bankası tepki fonksiyonuna (sabit para politikasına) tekabül etmekte, buna karşılık enflasyondaki ve üretim açığındaki gelişmelere göre fiili iskonto haddi oynamaktadır. Böylece, aynı toplam talep eğrisine sabit para politikası içinde faiz haddinin (para arzının) değişmesi yansıtılabilmekte,

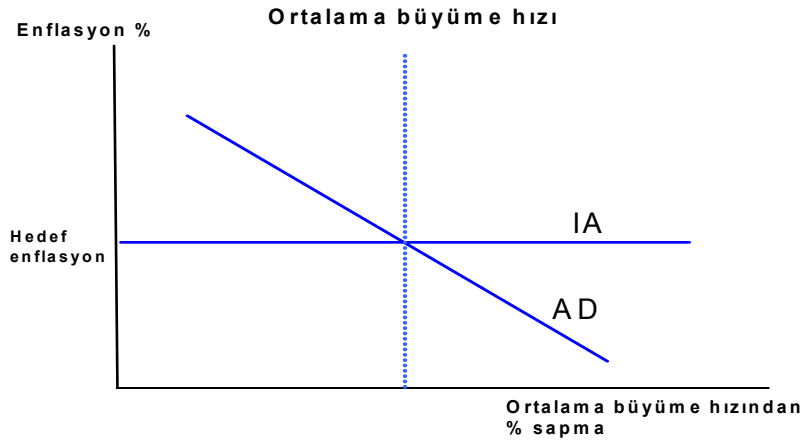
<sup>8</sup> Taylor, J.B.: **Principles of Macroeconomics**, 3rd Ed., Houghton Mifflin Co. New York 2001, Ch.11-14, s.232-309.



## Para Politikası Kuralı

dolayısı ile toplam talep eğrisinin negatif eğimi doğrudan para otoritesinin davranışları ile açıklanabilmektedir. Örneğin, fiili enflasyon hedefin üstüne çıkınca toplam talep miktarındaki düşüş para otoritesi tarafından kural gereği iskonto oranının yükseltilmiş olmasından, enflasyonun hedefin altında kalması halinde ise toplam talep miktarındaki artış iskonto oranının indirilmesinden kaynaklanmaktadır. Onun dışında, toplam talep eğrisinin diğer özelliklerini değiştirmek gerekmez; yani tüketim-tasarruf eğiliminde, dış dünyadan gelen talepte, maliye politikasında ve yatırım fonksiyonunda bir değişme halinde toplam talep eğrisi geleneksel analizde olduğu gibi aşağı yada yukarı kaymaktadır. Toplam talep eğrisinde kaymaya yol açacak bir para politikası değişiminin ancak faiz haddi kuralının parametrelerinin (Merkez Bankası tepki fonksiyonunun) değişmesi ile mümkün olduğunu tekrar hatırlatalım.

Faiz haddi kuralının toplam arz eğrisine etkisi çok daha radikaldir; çünkü artık toplam arz kavramına ihtiyaç kalmamıştır. Makroekonomik dengenin tesisi için sadece fiili enflasyon haddinin bilinmesi yeterlidir: toplam talep eğrisi bir fiili enflasyon düzeyini milli gelir düzeyine tek başına dönüştürebilmektedir. Geometrik görüntü için, Taylor yatay bir “*Enflasyon Uyarılma Çizgisi*” (*Inflation-Adjustment Line – IA*) geliştiriyor. Taylor’un toplam talep-enflasyon uyarılma modelini Şekil 2 özetliyor. Bir küçük farka dikkat çekelim: yukarıdaki gibi, yatay ekseninde ortalama büyüme hızından sapmayı kullandık. Eğer kural doğru tesbit edilmişse, hedef enflasyona tekabül eden enflasyon uyarılma çizgisinin toplam talep eğrisini büyüme hızının ortalama büyüme hızına eşit olduğu noktada kesmesi halinde ekonomi uzun dönem dengesindedir.



**Şekil 2: AD-IA Modelinde Uzun Dönem Dengesi**

Modelin kısa-orta ve uzun dönem işleyişini görelim. Fiili enflasyon hedefin üzerinde ise fiili enflasyon uyarılma çizgisi yukarıdadır ve kısa dönem dengesinde üretim açığı oluşur (büyüme hızı ortalama büyüme hızının altında kalır). Orta dönemde iki mekanizma devreye girer: üretim açığı karşısında kural uyarınca para otoritesi iskonto haddini düşürür; talep yetersizliği enflasyonu geriletir. Her ikisinin etkisi ile orta dönem dengesinde enflasyon hedefe yaklaşırken üretim açığı küçülecektir. Uzun dönemde ise ekonomi hedef enflasyon ve ortalama büyüme hızında dengeye gelir. Fiili enflasyonun hedefin altında kalması halinde aynı süreç öbür yönde çalışır. Geleneksel analizde “*arz şoku*” denen, örneğin ülke parasının değer kaybı yada petrol fiyatlarındaki artış gibi mal-faktör fiyatları yani maliyet yapısındaki değişim ise enflasyon uyarılma eğrisinde kayma ile kısa dönem dengeyi belirler. Orta ve uzun dönemde yukarıda anlatılan süreç çalışır.

Dört hususa değinerek bu bölümü bitirmek istiyorum. Birincisi Türkiye açısından ilginç bir haldir: yeterince ampirik verinin yokluğu, dalgalı kur rejiminde para politikasının işleyiş biçiminin kamuoyunda yeterince anlaşılmamış olması, vs. gibi bir dizi anlaşılabilir nedenle yada bir yönetim hatası sonucunda para otoritesinin kural parametrelerini yanlış saptamasıdır. Örneğin Merkez Bankasının hedef reel faiz haddi için ekonomik koşulların gerektirdiğinden büyük bir değer belirlediğini, yani toplam talep eğrisinin hedef enflasyona tekabül eden

enflasyon-uyarlama çizgisi ile kesiştiği noktanın ortalama büyüme hızının solunda kaldığını düşünelim. Bu durumda, ekonomi hedef enflasyon düzeyinde kısa dönem dengesine geldiğinde üretim açığı kalacaktır. Hedef reel faizin yüksek tutulması kısa-orta dönemde milli gelir kaybına yol açar ama fiili enflasyon hedefin altında gerçekleşir. Uzun dönemde para otoritesi ya enflasyon hedefini yada hedef reel faiz oranını (ikisi de olabilir) aşağıya çekmek zorunda kalır.

İkincisi, faiz haddi kuralında döviz kurunun rolüdür<sup>9</sup>. Teorik düzeyde, döviz kurunun para politikası açısından taşıyacağı bilginin zaten enflasyon verileri içinde yer aldığı söylenebilir. Taylor, ABD için kurala döviz kurunu koymaya gerek duymamasını kısmen buna kısmen de ABD ekonomisinde kurla enflasyon arasındaki ilişkinin zayıf olmasına bağlamaktadır. Buna karşılık, özellikle dış ticaretin milli gelirdeki payının yüksek olduğu küçük ekonomilerde kur hareketleri ile enflasyon arasında daha güçlü bir nedensellik ilişkisi olabileceğinden döviz kurunun formülde yer almasının bazı kolaylıklar sağlayabileceğini kabul etmektedir. Önerisi, reel döviz kurundaki değişmelerin *kur tepki katsayısı* **k** ile para kuralı formülüne dahil edilmesidir. **k** diğer iki tepki katsayısından farklı özelliklere sahip olacaktır. **k** negatif değer alır çünkü ülke parasının değer kazanması enflasyonu aşağı çekeceğinden iskonto oranında bir düşüş, değer kaybetmesi ise enflasyonu yukarı iteceğinden iskonto oranında bir artış gerektirir. **k**'nın diğer iki tepki katsayısında olduğu gibi para otoritesinin normatif tercihlerine ihtiyaç olmadan, sadece ekonomide döviz kuru ile enflasyon arasında varolan nesnel ilişkiden hareketle belirlenebilir; dolayısı ile Merkez Bankası tepki fonksiyonuna girmez. Reel döviz kurundaki değişimi iskonto oranına yansıtan faiz haddi kuralı aşağıdaki biçimi alacaktır.

$$r = r^f + \pi + h(\pi - \pi^*) + g(y - y^*) + k(\delta r)$$

Üçüncüsü, formülde yer alan fiili ve hedef enflasyonun nasıl ölçüleceğidir. Sorunun iki boyutu vardır: hangi fiyat endeksi ve hangi dönem için? İlkinden başlayalım. Enflasyon ölçümünde kullanılacak fiyat endekslerinin farklı özellikleri vardır. Örneğin, genel tüketici fiyatları endeksi içinde mevsimlik faktörlerden etkilenen tarım ve gıda ürünleri, ekonomiye dışsal maliyet unsurlarını yansıtan enerji fiyatları ve konut kirası yada konut kredi faizleri (mortgage) gibi enflasyondan çok hayat pahalılığını ölçen kalemler yer alır. Para politikası tasarımcıları ve analistleri bunları ayırarak “çekirdek enflasyonla” çalışmayı tercih ederler<sup>10</sup>. Bir diğer sağlıklı enflasyon ölçüsü ise faktör fiyatlarına daha hassas olan GSMH deflatörüdür. Ancak, çekirdek enflasyona kamuoyu ve siyasi otorite yabancılık çeker; deflatör ise uçayda bir ve gecikmeli yayınlanır. O nedenle, para politikası kuralında genel tüketici fiyatları endeksi kullanılır.

Sorunun diğer boyutu fiyat endekslerinin geçmiş enflasyonu ölçmesinden kaynaklanır. Halbuki para politikası için önemli olan dün gerçekleşen değil, bugün varolan, hatta *yarın oluşacak* enflasyondur. ABD gibi fiyat istikrarına sahip, yani enflasyonun hem mutlak seviyesi hem de volatilitesi düşük ekonomilerde bu sorun ikincildir; geçmiş enflasyonun kullanılması formülü zayıflatmaz. Ancak, fiyat istikrarsızlığı halinde, yani seviyesi ve volatilitesi yüksek enflasyonla yaşayan ekonomilerde, faiz haddi kuralını gerçeğe yaklaştırmak için ya bugünkü enflasyon eğilimini geleceğe taşıyan sentetik enflasyon ölçülerini yada doğrudan yarınla ilgili enflasyon beklentilerini kullanmak gerekecektir.

Sonuncu husus, bir öncekinin mantıki uzantısıdır. Faiz haddi kuralı gelişen ekonomilerde (yeni deyimle “*Yükselen Piyasa Ekonomilerinde*” – YPE) başarılı olabilir mi<sup>11</sup>? Taylor bu soruya “evet” cevabını veriyor: para politikası kurallarının gelişen ekonomilerdeki yararlarının gelişmiş ekonomilerdeki yararlarından farklı olmadığını ekliyor. Hatta, gelişen ekonomilerde para otoritesine ve para politikasına güven sorununun çok daha önemli olduğu düşünülürse, getirdiği

<sup>9</sup> Bak. Taylor J.B.: “The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules”, **yayınlanmamış makale**, Stanford University 2000; Taylor’un web sayfasında var.

<sup>10</sup> TC Merkez Bankası yayınladığı aylık *Enflasyon Raporu* ve üç aylık *Para Programı Raporu*’nda farklı enflasyon ölçülerine örnekler bulunabilir ([www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)).

<sup>11</sup> Taylor, J.B.: “Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies”, **a.g.m.**

şeffaflık ve içerdiği enflasyonla mücadele kararlılığı sayesinde para politikası kuralının alternatiflerine kıyasla bu ekonomilerde belirsizlikten kaynaklanan risk primini düşürerek güvensizliğin yarattığı üretim kaybını da azaltacağı söylenebilir. Buna karşılık, gelişen ekonomilerde bir para politikası kuralını gereksiz (imkansız) hale getiren iki durum olabilir. Biri, yüksek enflasyonun ikizi yapısal kamu maliyesi zafiyetleridir (bütçe açığı ve kamu borcu): bu durumda rasyonel bir para politikası olanaksızdır. Diğeri, bir şekilde döviz kurunu denetim altında tutmanın ekonomik gelişme ve sanayileşme stratejisi açısından daha yararlı olduğuna inanılmasıdır: bu takdirde para politikasının döviz kurunu arzulan düzeyde tutmaktan başka bir işlevi olamaz.

### 3. Türkiye için para politikası kuralı

Beni Taylor'un para politikası kuralını Türkiye'ye uygulamaya götüren sürecin nasıl oluştuğunu tasvir ederek yola çıkmak istiyorum. Son yıllarda iktisatçı mesaimin büyük bölümünü Türkiye ekonomisinin milli gelir, fiyatlar, dış denge ve döviz kuru gibi temel büyüklüklerini tahmin etmeye harcıyorum. Şubat krizi sonrasında döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması, para politikasında makalenin başında belirtilen büyük süreksizliğe yol açarak tahmincilerin elinden Türkiye ekonomisinin girift ilişkilerini izlemekte yararlandıkları en önemli pusulalarını aldı. Yıllardır para politikasının gidişatı döviz kuru üstünden izlenmişti; dalgalı kurla bu olanak kayboluyordu. Belki bir süre daha eski alışkanlıkları sürdürüp, para politikasını döviz kurunun seyrinden türetme denenebilirdi ama, Mayıs 2001'de IMF ile Standby Anlaşmasının yenilenmesine rağmen döviz kurunda başlayan yukarı hareket<sup>12</sup> bu fırsat penceresini de kapattı.

Başarılı tahmin yapabilmenin olmazsa olmaz önkoşulu uygulanan temel makropolitikaların (maliye ve para politikaları) doğru okunması, anlaşılması ve analizidir. 2001 yazında maliye politikası yeni Standby Anlaşmasının içerdiği GSMH'nin % 6.5'ü tutarında kamu kesimi faiz-dışı fazla hedefi ile iyice sıkılmıştı. Sıkı maliye politikası artı dalgalı kur rejimi, beraberce, para politikasını ekonomik konjonktürün esas belirleyicisi haline getiriyordu. Halbuki Standby Anlaşması para politikası hakkında çok ketimdi: sadece bir önceki programa benzer şekilde Net İç ve Dış Varlıklara getirilen tavan değerlerini (*performans kriterleri*) belirliyordu. Para talebinin son derece oynak olduğu bir mali kriz ortamında para arzını denetleyen bir yaklaşımın pek anlam taşımadığı biliniyordu. Şu yada bu şekilde para politikasının ne kadar sıkı yada gevşek olduğunu saptamaya olanak verecek yeni bir ölçüye gerek olduğuna, bu ölçünün ise Merkez Bankası *gecelik iskonto faizlerini (kotasyon)*<sup>13</sup> temel alması gerektiğine karar verdim. Geriye ölçüyü bulmak kalıyordu.

Öğrencilerime makroiktisat derslerinde okuttuğum ve ilgimi çektiği için ayrıntılarını incelediğim Taylor'un faiz haddi kuralı bu koşullarda gündeme geldi. Ne var ki, 2001 yazında hükümetin gelecek için açıklanmış bir enflasyon hedefi yoktu; yani kuralının ana parametrelerinden biri mevcut değildi. Tam o günlerde, Ağustos 2001'de Merkez Bankasının ayda iki kere mali kesim analistleri nezdinde *beklenti anketi* uygulaması başlatması yardımına yetiştirdi. Sorular arasında yıl sonu ve oniki ay sonra tüketici enflasyonu yer alıyordu. Tüketici fiyatları endeksinin (TÜFE) mevsimlik etkiden arındırılmış<sup>14</sup> üç aylık hareketli ortalamasını yıllandırarak hesapladığım enflasyon eğilimini zaten uzun süredir tahminlerimde kullanıyordum. Çok basit, ama birazdan göreceğimiz gibi son derece kullanışlı, bir para politikası ölçüsü böylece ortaya çıktı: enflasyon eğilimi ile enflasyon beklentisi ortalamasını fiili kotasyonla karşılaştırarak Merkez Bankası örtük reel faiz oranınının hem mutlak düzeyine, hem zaman içinde seyrine, velhasıl fiilen uygulanan para politikasına bir miktar şeffaflık kazandırabilirdim.

<sup>12</sup> “Köpük-Balon” (*Sabah Gazetesi*, 19 Ağustos 2001) başlıklı köşe yazım bu yukarı harekete “balon-köpük” (bubble) demişti; kurun daha sonraki seyri ne kadar haklı olduğumu gösterdi (<http://akat.bilgi.edu.tr>).

<sup>13</sup> TCMB'nin her gün sitesinde ([www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)) yayınladığı ve değişikliklerini kamuoyunu bir duyuru ile heberdar ettiği gecelik borç alma basit faiz oranına “TCMB kotasyonu” yada kısaca “kotasyon” diyeceğim.

<sup>14</sup> O dönemde Merkez Bankası ile uyumlu olmak için Census X-11 yöntemini kullanıyordum.

Ağustos-Aralık 2001 döneminde bu yöntemle örtük reel faizi her ay hesapladım; formüle basit bir manipülasyonla reel kurdaki değişimi de ekledim.

2001 sonuna doğru, formel enflasyon hedeflemesine geçilmemesine rağmen, hükümet, 2002 yılı için kendini ve para politikasını bağlayıcı *TÜFE enflasyon hedefini* % 35 olarak açıkladı. Böylece para politikasını daha sağlıklı bir şekilde izlemeyi sağlayacak gerçekçi bir faiz haddi kuralı arama olanağına kavuştum. Önce sadece enflasyonla, bilahare üretim açığını ve döviz kurunu da dahil ederek, 2002 yılbaşından itibaren konjonktür değerlendirme ve tahminlerinde para politikası kuralından çok yararlandım.

Bu noktada yukarıdaki kısa tarihte dolaylı şekilde anlattığım ve çok önemseyemediğim bir hususu daha açık hale getirerek vurgulamak istiyorum. Çalışmanın hiç bir aşamasında amacım Türkiye’de dalgalı kur rejimi sonrasında para politikasının mutlaka bir faiz haddi kuralı ile yürütülmesi gerektiğini savunmak yada TCMB’na bir faiz haddi kuralı önermek değildi. Başka ortamlarda ve koşullarda belki böyle bir tavrı benimseyebilirdim; ama o günlerde buna gerek duymadım, bugün de duymuyorum. Faiz haddi kuralını bireyci bir tutumla, kendi tahmin ihtiyaçlarım için geliştirdim ve sadece konjonktür analiz ve tahminlerinde kullandım; o nedenle 2003 yılı Mayıs ayına kadar yayınlama ve yayma gereği duymadım. İşin gerçeği o ki, faiz haddi kuralı bana mukayeseli üstünlük sağlayarak çok işime yaradı. Örneğin Mart 2002’de, kamuoyu enflasyon hedefinin mutlaka aşılabacağına inanırken ben faiz haddi kuralı sayesinde yıl sonu enflasyonunun % 30’un altında çıkacağını söylüyordum<sup>15</sup>. “Ayinesi iştir kişinin, lafa bakılmaz”<sup>16</sup> derler, faiz haddi kuralı beni utandırmadı.

Hesapta kullanılan veriler, formüllerdeki semboller ve geçirdikleri işlemler *Tablo 1*’de tanımlanıyor. Verilerle ilgili açıklamaya para politikasının değerlendirilmesinde daima önemli bir sorun yaratan enflasyonun nasıl ölçüleceği konusuna açıklık getirerek başlamak istiyorum. Enflasyonla mücadele sürecindeki bir ekonomide geçmiş ölçen yıllık enflasyon tanım icabı aldaticıdır; şu yada bu şekilde, bugünkü ve gelecek enflasyonu yansıtan bir ölçünün kullanılması zorunludur. Cari enflasyonu, mevsimlik etkiden arındırılmış son üç aylık fiili enflasyonun yıllandırılması ile elde edilen enflasyon eğilimi yansıtabilir. Gelecek için, tek yöntem beklenti anketleridir: Merkez Bankası tarafından ayda iki kez yapılan beklenti anketlerinde yıl sonu enflasyon ve gelecek oniki ay enflasyonu şeklinde iki ayrı veri vardır.

Yani, üç farklı veri söz konusudur: enflasyon eğilimi, oniki aylık beklenti ve yıl sonu beklentisi. Ancak, üçünün de zafiyetleri mevcuttur: enflasyon eğiliminin volatilitesi yüksektir; oniki aylık enflasyon beklentisi karamsardır ve takvim yılı için tanımlanan hedef enflasyonun aylık baza indirgenmesini gerektirir; yıl sonu enflasyonu ile bir yandan yıl başında süreksizlik yaşanırken diğer yandan yıl başı ile yıl sonu arasında beklenti ufku değişir (kısılır). Şöyle bir yöntem kullandık. Enflasyon eğiliminin volatilitesi ile beklentilerdeki sistematik karamsarlığı dengelemek için ikisinin geometrik ortalaması aldık: beklentinin oniki ay yada yıl sonu olmasına göre iki ayrı enflasyon ölçüsü geliştirdik. Doğallıkla, ilkinde takvim yılı için saptanan enflasyon hedefini aylık hale getirmek gerekmektedir.

Reel kurun TEFE ve TÜFE bazında hesaplanması arasındaki fark çok küçüktür. Benim TEFE’yi tercih etmem, “enflasyon kadar devalüasyon” döneminden kalan bir alışkanlıkla kamuoyunun reel kuru toptan eşya fiyatları ile değerlendirme eğilimi yatıyor; TÜFE bazlı reel kurla sonuçların genel eğiliminin değişeceğini sanmıyorum.

Sanayi üretimi ise tümü ile pratik nedenlerle, aslında formülün gerektirdiği iç talep baskısını yansıtmadığı bilinerek seçilmiştir<sup>17</sup>: çünkü aylık yayınlanmaktadır. Amaçla çok daha uyumlu bir veri olmasına rağmen sabit fiyatlarla stok değişimi hariç iç talep serisi üçayda bir ve

<sup>15</sup> 19 Mart 2002 tarihli “Turkey: Forecasts for 2002 and 2003” adlı sunuşta 2002 yıl sonu TÜFE tahmini % 29.6 olarak verilmektedir (gerçekleşme % 29.7).

<sup>16</sup> Özdeyişi İngilizce “the proof of the pudding is in the eating” (pastanın varlığının kanıtı yiyebilmendir) yerine kullanıyorum.

<sup>17</sup> Kriz sonrasında, ihracattaki canlanma sonucunda sanayi üretimi ve milli gelir büyüme hızı ile iç talep artışı arasındaki bağ kopmaktadır; örneğin “Büyüme Bilmececi (1)” (*Vatan Gazetesi*, 3 Temmuz 2003) başlıklı yazıma bakılabilir.

## Para Politikası Kuralı

gecikmeli yayınlandığı için kullanılmadı. Son olarak, denge (tam istihdam) sanayi üretimi mevsimlik etkiden arındırılmış sanayi üretimi serisine Hodrick-Prescott filtresi uygulanarak elde edildi. Bu şekilde bulunan üretim açığı serisinin ele alınan dönemde talepten kaynaklanan enflasyonist baskıyı abarttığı (yani iç talep yetersizliğinin fiyat artışları üstünde oluşturduğu aşağı baskıyı yeterince kavramadığı) kanısındayım.

Sembol	Veri	Kaynak	İşlem
EE	Enflasyon Eğilimi (1)	DİE 1994=100 CPI serisi	Mevsimlik etki düzeltilmiş (Tramo-Seats) 3 ay. Hareketli ortalama, yillandırılmış
EB-12	Enflasyon Beklentisi (12 ay) (2)	TCMB Beklenti Anketi, Yıl Sonu enflasyonu	Aylık, 2 anket ortalaması
EB-YS	Enflasyon Beklentisi (Yıl Sonu) (3)	TCMB Beklenti Anketi, Gelecek 12 ay enflasyonu	Aylık, 2 anket ortalaması
EH-12	Enflasyon Hedefi (12 ay)	Hükümet: 2002'de % 35; 2003'de % 20; 2004'de % 12	Oca.02'de % 35'den Oca.03'de % 20'ye doğrusal düşüyor
EH-YS	Enflasyon Hedefi (yıl sonu)	Hükümet: 2002'de % 35; 2003'de % 20; 2004'de % 12	Yıl içinde sabit
SU	Sanayi Üretimi (4)	DİE, Sanayi Üretim Endeksi	Mevsimlik etki düzeltilmiş (Tramo-Seats)
RK	Reel Döviz Kuru	TCMB Reel Efektif Kur (TEFE)	Bir önceki aya göre % değişme
KO	MB kotasyonu	Gecelik Borç Alma Faizi (basit)	Değişiklik yapıldığı ayda gösteriliyor
VS	Vergi stopaj oranı	22%	Dönem boyunca sabit
EÖ-12	Enflasyon Ölçüsü (12 ay)		(1) ve (2) geometrik ortalaması
EÖ-YS	Enflasyon Ölçüsü (Yıl sonu)		(1) ve (3) geometrik ortalaması
SUD	Denge Sanayi Üretimi (5)		(4)'den HP filtresi geçiriliyor
ÜA	Üretim Açığı		(4) - (5)
KF	Kural Faiz		Kuraldan elde edilen vergi öncesi bileşik faiz oranı
KK	Kural Kotasyon		Kuraldan elde edilen vergi sonrası basit faiz oranı (kotasyon)

**Tablo 1: Kullanılan Veriler**

Çalışmanın altı formülü *Tablo 2*'de gösterilmektedir. İlk ikisi, bir enflasyon hedefinin mevcut olmadığı Eylül-Aralık 2001 dönemini de kapsayan *basit ölçülerdir*; yani bir faiz haddi kuralı için gerekli koşullara sahip değildir. Birincisinde sadece enflasyon, ikincisinde ise enflasyon ve kurdan hareketle bir kotasyon hesaplanmaktadır. Diğer dördü, *Taylor kuralının* dört ayrı versiyonunun uygulanmasıdır. *Kural 1*'de sadece enflasyon tepki katsayısı, *Kural 2*'de enflasyon ve döviz kuru tepki katsayıları, *Kural 3*'de ise enflasyon ve büyüme tepki katsayıları, *Kural 4*'de ise enflasyon, kur ve büyüme tepki katsayıları sıfırdan farklıdır. Formüllerde **KF** kuraldan elde edilen kotasyonu vergi stopajı sonrası bileşik yıllık faiz olarak gösteriyor. Kuraldan elde edilen kotasyon son satırda verilen stopaj ve bileşikten basite dönüştürme işleminden sonra (**KK**) TCMB tarafından vergi stopajı öncesi basit faiz şeklinde ilan edilen fiili kotasyonla karşılaştırılabilir hale getiriliyor. **RF** ise para otoritesinin hedeflediği yıllık reel faizi (stopaj sonrası bileşik) temsil ediyor.

Basit formüller (B-1 ve B-2) sadece enflasyon eğilimi ve oniki aylık enflasyon beklentisinin geometrik ortalaması ile çalışmaktadır. Para politikası kurallarında ise her formül için dört ayrı enflasyon ölçüsü kullanıldı: 1) EE ve EB-12 geometrik ortalaması; 2) EE ve EB-YS geometrik ortalaması; 3) sadece EB-12; 4) sadece EB-YS. Böylece dört formül çarpı dört enflasyon ölçüsü toplam onaltı farklı para politikası kuralı anlamına geldi.

Bir sonraki adımda çok önemli bir sorunla karşılaştık. Şubat 2001 öncesinde para politikasının temel işlevinin döviz kurunu denetim altında tutmak olduğunu belirtmiştik. Hükümetin kur çapasını terkederek dalgalı kur rejimine geçmek zorunda kaldığı Şubat 2001'i takip eden aylarda ise büyük bir mali kriz yaşanmıştı. Yani 2001 yılı sonu yada 2002 yılı başında elimizdeki güvenilir gözlem sayısı para politikası kuralı tepki katsayılarını ampirik

## Para Politikası Kuralı

yöntemlerle saptamak için gerekli asgarinin çok altında idi<sup>18</sup>. Mecburen, ampirik yöntemleri Türkiye ekonomisini uzun süredir izlemenin getirdiği sezgiler ve bilgisayarın sağladığı simülasyon olanakları ile ikame etmek zorunda kaldık; makul olduğunu düşündüğümüz enflasyon, kur ve büyüme tepki katsayılarını  $h = 1.1, k = 0.5, g = 1.1$  şeklinde *a priori* belirledik.

Kural ve dönemi	Kural Formülü
B-1 (enf) Ağu.01-Nis.04	$KF = [ (1+EE) \times (1+EB12) ]^{1/2} - 1$
B-2 (enf+kur) Ağu.01-Nis.04	$KF = [ (1+EE) \times (1+EB12) \times k (1/1+ RK) ]^{1/3} - 1$
K-1(enf) Oca.02-Nis.04	$KF = \{ [(1+EÖ) \times (1+RF)] - 1 \} + h (EÖ - EH)$
K-2 (enf+kur) Oca.02-Nis.04	$KF = \{ [(1+EÖ) \times (1+RF)] - 1 \} + h (EÖ - EH) + k (RK)$
K-3 (enf+san) Oca.02-Nis.04	$KF = \{ [(1+EÖ) \times (1+RF)] - 1 \} + h (EÖ - EH) + g (ÜA_2)$
K-4 (enf+kur+san) Oca.02-Nis.04	$KF = \{ [(1+EÖ) \times (1+RF)] - 1 \} + h (EÖ - EH) + k (RK) + g (ÜA_2)$
Dönüşüm formülü	$KK = \{ [ (1+KF)^{1/360} ] - 1 \} \times (1-VS) \times 360$

**Tablo 2: Kural Formülleri**

Tepki katsayılar belirlenince, hedef reel faiz haddi **RF** için iki ayrı yol seçilebilir. Birincisi, eldeki katsayılardan hareketle hedef reel faiz haddi **RF**'i tahmin etmektir. Basit bir yöntemle başvurduk: analiz dönemi için formülden çıkan kotasyon **KK** ile fiili kotasyon **KO** arasındaki fark toplamını sıfırlayan **RF** değerini aradık. Bulguları değerlendirirken bazı noktalara dikkat etmek gerekiyor. Basit formüller Ağu.01-Nis.04 döneminin tümünü, kurallar ise Oca.02-Nis.04 dönemini kapsamaktadır; karşılaştırma ona göre yapılmalıdır. Dönem içinde büyük bir mali krizin yer alması kullanılan tepki katsayılarının normal dönemlerde geçerliliğine gölge düşürebilir; 2004 sonrası için formüllerin geçerliliği ayrıca kontrol edilmelidir. Tablo 3'de hesaplanan hedef reel faiz hadleri verilmektedir. Son sütun her kural için farklı enflasyon ölçüleri ile, son sıra ise her enflasyon ölçüsü için farklı kurallarla elde edilen reel faiz oranlarının basit ortalamalarını göstermektedir<sup>19</sup>.

Sonuçları değerlendirmeye bir para politikası kuralı olmadığı yukarıda belirtilen B-1 ile başlayalım: Merkez Bankası hedef reel faiz haddi % 9,0 çıkıyor; bir gecelik TL riskine ödenen reel faizin yüksekliği para politikasının dönem boyunca çok sıkı tutulduğu anlamına gelmektedir. Basit kurala döviz kurundaki değişimin eklenmesi (B-2), bekleneceği gibi hedef reel faizin 0.8 puanlık artışla % 9.8'e yükselmesine neden oluyor. İlk para politikası kuralı (K-1) sadece enflasyona duyarlıdır: hedef reel faiz haddi % 9.4 -4,5 aralığında (ort. % 7.0) çıkıyor. İkinci para politikası kuralında (K-2) enflasyona döviz kuru eklenince reel faiz haddi dört enflasyon ölçüsü için de gene yükseliyor: % 9.9 – 5.1 aralığı (ort. % 7.5). Üçüncü kural (K-3) Taylor'un enflasyon ve üretim açığı ile çalışan kendi kuralı ile özdeşdir: K-1'e kıyasla büyük bir

<sup>18</sup> Türkiye'de bu konuda bildiğim tek araştırma, Kesriyeli, M., Yalçın.C.: "Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü** Tartışma Tebliği, No:9802, Ankara Ekim 1998, 1987-1998 dönemi için tepki katsayılarını hesaplıyor. Bekleneceği gibi fazla anlamlı sonuçlar bulamıyor.

<sup>19</sup> E.Yazgan ile birlikte yaptığımız çalışmada ekonometrik yöntemlerle Merkez Bankası hedef reel faiz haddini benzer düzeylerde hesaplamıştık: Akat, A.S, Yazgan, E, **a.g.e.**

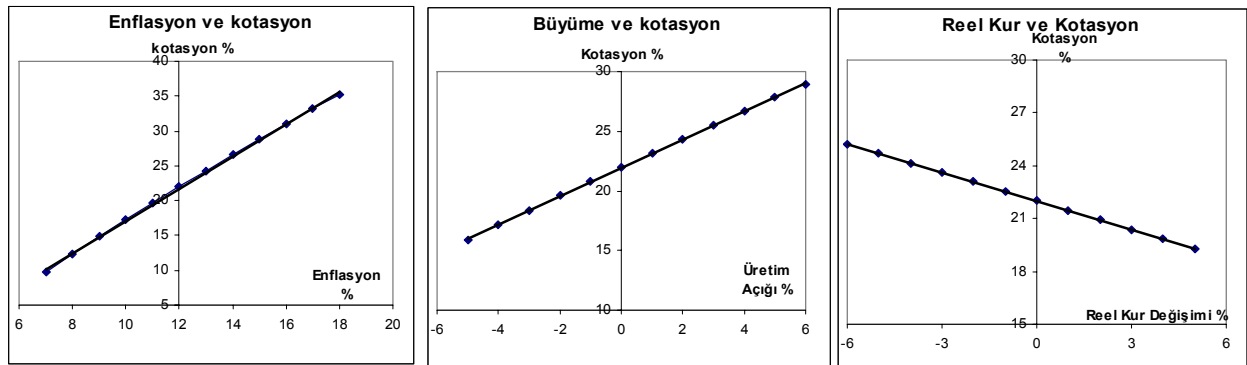
değişme görülüyor: % 4.7- 9.3 aralığı (ort. % 6.9). En kapsamlı kural olan K-4'de reel faiz haddinde belirgin bir yükselme görülüyor: % 5.0 – 9.8 aralığı (ort. % 10.7).

2002 yılı Hedef Reel Faiz Haddi	Geometrik ortalama (12 ay)	Geometrik ortalama (yıl sonu)	Beklenen enflasyon (12 ay)	Beklenen enflasyon (Yıl Sonu)	Ortalama Hedef Reel Faiz
Basit 1	9,0	-	-	-	
Basit 2	9,9	-	-	-	-
Kural 1	7,8	9,4	6,1	4,5	7,0
Kural 2	8,4	9,9	6,7	5,1	7,5
Kural 3	7,7	9,3	6,1	4,4	6,9
Kural 4	8,2	9,8	6,7	5,0	7,4
Ortalama Hedef Reel Faiz	8,0	9,6	6,4	4,8	7,2

Tablo 3: Hedef Reel Faiz Haddi Tahminleri

Sonuçları farklı enflasyon ölçüleri açısından değerlendirince ilginç ipuçları elde ediyoruz. En düşük hedef reel faiz haddi sadece yıl sonu enflasyon beklentilerini kullanan formülde çıkmaktadır: % 4.4 – 5.1 aralığı (ortalama % 4.8). Sadece 12 aylık enflasyon beklentilerinin kullanılması halinde ile hedef reel faiz haddinde anlamlı bir yükselme görülmektedir: % 6.1 – 6.7 aralığı (ortalama % 6.4). Yıl sonu enflasyon beklentilerindeki sistematik karamsarlığa yukarıda değinmiştik. 12 aylık enflasyon beklentileri ile enflasyon eğiliminin geometrik ortalaması kullanınca hedef reel faiz tekrar yükselmektedir: % 7.7 – 8.4 (ortalama % 8.0). En yüksek hedef reel faiz yıl sonu enflasyon beklentileri ile enflasyon eğiliminin geometrik ortalaması kullanınca elde edilmektedir: % 9.3 – 9.9 aralığı (ortalama % 9.6).

Şimdi, para politikası formüllerini kullanarak, enflasyonun hedeften sapması, kur hareketleri ve reel konjonktür karşısında para politikasının tepkisini grafik üzerinde izleyebiliriz. Dört kuralda tepki katsayıları aynı olduğundan, üç değişkenin de yer aldığı Kural 4'e bakmak yeterli olacaktır. Şekil 3'de kural tarafından öngörülen (nominal) kotasyonun, *ceteris paribus*, enflasyon, reel kur ve üretim açığı ile ilişkisi görülmektedir. Her üç eğrinin eğimi tepki katsayısı tarafında belirlenir; seçilen hedef reel faiz düzeyi **RF**'den (şekillerde % 6) bağımsızdır. Hedef enflasyon olarak 2004 yılı hedefi % 12 alınmıştır. Dikkat edilirse, hedef enflasyonun tutturulduğu, reel kurun değişmediği ve üretim açığının mevcut olmadığı durumda (ekonominin uzun dönem dengesi), kotasyon formüldeki ilk sabit terime eşit yani % 22 olmaktadır<sup>20</sup>. Hedef reel faizin yada hedef enflasyonun değişmesi sadece eğrilerin dikey eksenle keşiştiği noktayı etkileyecek, eğimler sabit kalacaktır.



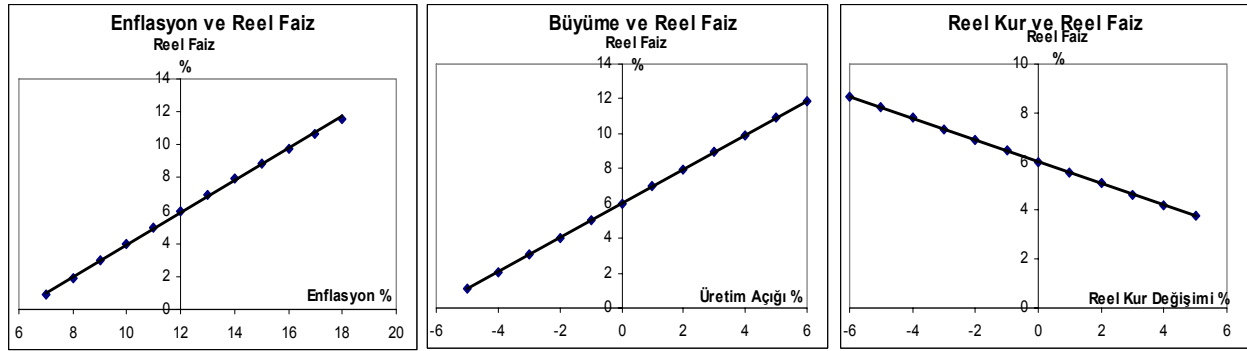
<sup>20</sup> Kurallarda yer alan ilk terim  $\{ [(1 + E\ddot{O}) \times (1 + RF)] - 1 \}$  Taylor kuralındaki  $(r^f + \pi)$  terimine eşdeğerdir; tek fark yüksek enflasyon nedeni ile toplama yerine çarpma işleminin kullanılmasıdır.



### Şekil 3: Nominal Tepki Fonksiyonları

Enflasyon tepki katsayısının ( $h = 1.1$ ) anlamı şudur: reel kur ve üretim açığı sabit iken, hedef enflasyondan bir puanlık sapma halinde faiz haddi kuralı kotasyonda aynı yönde 2.1 puan değişikliğe yol açmaktadır: bunun 1 puanı enflasyondaki sapmanın kendinden, 1.1 puanı ise hedeften sapma çarpı enflasyon tepki katsayısından gelmektedir. Kur tepki katsayısının ( $k = -0.5$ ) anlamı, enflasyon ve üretim açığı veri iken reel kurda bir puanlık oynamanın kotasyonda ters yönde 0.5 puan değişime neden olduğudur. Büyüme tepki katsayısı ( $g = 1.1$ ) ise, enflasyon ve reel kur sabit iken, üretim açığında bir puanlık değişimin kotasyonda 1.1 puan aynı yönde harekete neden olduğunu söylemektedir.

Yukarıdaki ilişkiyi nominal kotasyonun içerdiği reel faiz haddi aracılığı ile izlemek özellikle yararlıdır<sup>21</sup>. Enflasyon, kur ve üretim açığındaki hareketlerin reel faizde yol açtığı değişim Merkez Bankası tepki fonksiyonunun ve dolayısı ile para politikasının temel parametrelerinin daha iyi görülmesini temin eder. Üç tepki katsayısının reel faiz ilişkisi Şekil 4'de gösterilmektedir. Nominal eğriler için söylenenler reel eğriler için geçerlidir. Nitekim, üç eğri dikey eksen hedef reel faiz **RF** olarak alınan % 6'da kesmektedir. Gene, hedef reel faiz **RF**'in değişmesi eğrileri yukarı ve aşağı kaydıracak ama tepki katsayıları tarafından belirlenen eğimler sabit kalacaktır. Şekilden, kullanılan para politikası kuralında Merkez Bankası tepki fonksiyonunun öncelikle kararlı bir enflasyon-karşıtı tutuma tekabül ettiği fakat üretim açığını da önemseydiği anlaşılmaktadır. Buna karşılık döviz kuru değişimine tepkisi daha yumuşaktır.



Şekil 4: Reel Tepki Fonksiyonları

Böylece Türkiye için geliştirilen para politikası kuralını tanımladığımız ve yapısal özelliklerinin açıklandığımız bölüm sona eriyor. Sıra, geliştirilen para politikası kuralı aracılığı ile 2002 yılında uygulanan para politikasının analizine geldi.

#### 4. Dalgalı kur rejiminde para politikası

Bir önceki bölümde, tepki katsayılarını saptadıktan sonra hedef reel faiz haddine iki farklı yaklaşım olabileceğini söyledik. İlk yaklaşımda fiili kotasyonla kuraldan bulunan kotasyon arasındaki fark toplamını sıfırlayarak hedef reel faiz haddini tahmin ettik. İkinci yaklaşım, makul bir hedef reel faiz haddi **RF** saptayıp, o reel faiz haddinde formüllerden elde edilen kotasyonu fiili kotasyonla karşılaştırmaktır. Bu yaklaşımın bir mahzuru bir de yararı vardır. Mahzuru, zaten *a priori* saptanmış tepki katsayılarına bir de *a priori* hedef reel faiz haddinin eklenmesinin para kuralı formülünü tümü ile *normatif* (sübjektif) hale getirmesidir. Kaçınılmaz olarak, “Türkiye ekonomisi için para politikasına temel teşkil edecek hangi reel faiz haddi makuldür?” sorusu, inanç ve çıkar çatışmalarının tam göbeğinde yer alacaktır; bu durum

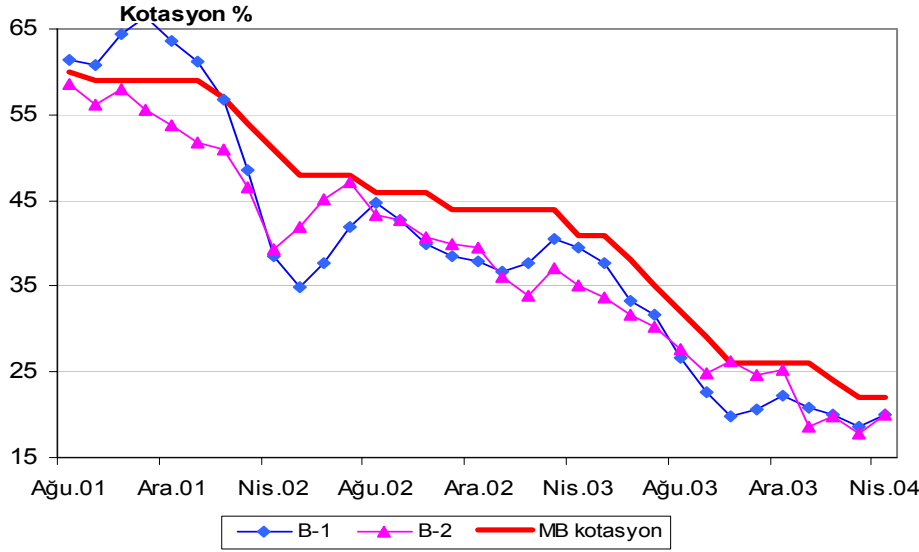
<sup>21</sup> Reel faiz haddi, nominal kotasyona tekabül eden vergi stopajı sonrası yıllık bileşik faizin formüldeki enflasyon değeri ile bölünmesi ile hesaplanmaktadır.



## Para Politikası Kuralı

tüm ekonomiler için geçerlidir. Aynı zamanda, gözlem sayısındaki yetersizliğin getirdiği kısıtlama kahramanca varsayımlar yapmayı göze alıp bu yaklaşımı da denemeyi gerektirmektedir.

Gene sade bir mantığa başvurduk. Yukarıda hesaplanan ortalama % 7.2 hedef reel faizin yüksek, Taylor'un ABD için kullandığı % 2 ise düşük olduğu açıktı; *makul* hedef reel faiz haddi olarak % 6'yı aldık. Denge koşullarında gecelik TL riski karşılığında % 6 reel faiz aslında gene çok yüksektir<sup>22</sup>; ama ele alınan dönemin özgül koşulları ve Türkiye'nin nereden geldiği de unutulmamalıdır. Bu yöntemin en belirgin yararı, aylık bazda kuraldan elde edilen kotasyonla fiili kotasyon farkının hesaplanabilmesi ve böylece para politikasının zaman içinde seyrinin görsel açıdan işimizi kolaylaştıran grafikler aracılığı ile izlenebilmesidir.

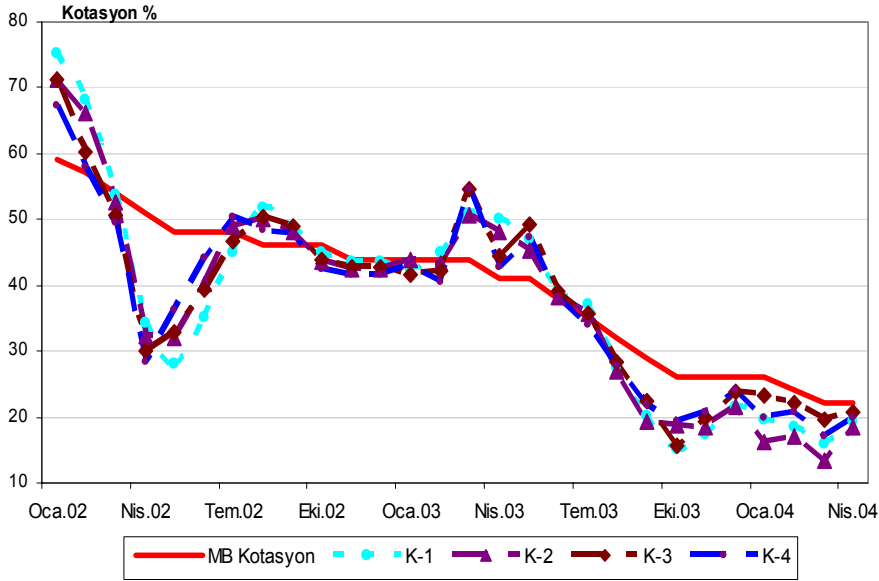


**Grafik 1: Basit Formül ve Para Politikası**

Kısmen basit kuralla para kuralı arasındaki metodolojik farkı düşünerek, kısmen de görsel mülahazalarla, sunuş dört ayrı grafik kullanıyoruz. *Grafik 1*'de Ağu.01-Nis.04 dönemi için iki basit kuraldan elde edilen ve fiili MB kotasyonları izleniyor. Bu basit formülün bile tek başına para politikasının seyrini anlamak ve öngörmek için yeterli olduğuna dikkat çekmek isterim. *Grafik 2*'de EÖ-12 (enflasyon eğilimi ve oniki aylık beklentinin geometrik ortalaması) enflasyon ölçüsü ile Oca.02-Nis.04 döneminde dört para kuralından elde edilen kotasyonları ve Merkez Bankası fiili kotasyonu gösteriliyor. Bazı gözlemleri kolayca yapabiliriz. Bir: 2002 ilkbaharında piyasaların TL'nin nominal değer kazanması çok hazırlıksız yakalandığı açıktır. İki: Irak savaşı beklentileri bozmuştur. Üç: 2003 ilkbaharından itibaren kotasyondaki hızlı düşüş para politikasında bir gevşemeye tekabül etmemektedir. Dört: döviz kurunun dahil edilmesi halinde kuraldan belirlenen kotasyonunun volatilitesi artmaktadır.

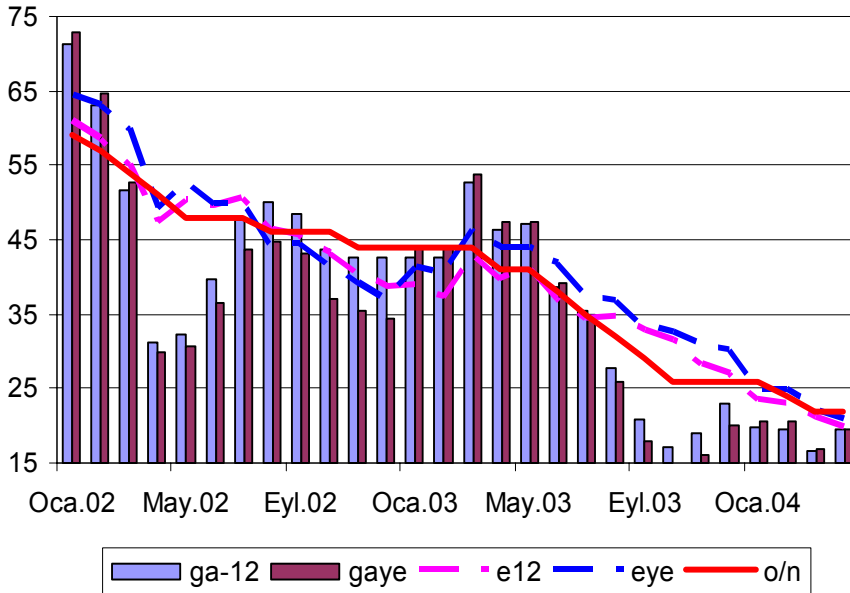
<sup>22</sup> Taylor kuralına göre ABD'de hedef reel faiz haddi % 2 olduğuna göre, bu varsayım Türkiye'nin gecelik vade risk primini 400 baz puana eşitliyor.

## Para Politikası Kuralı



**Grafik 2: Kurallar ve Para Politikası**

*Grafik 3*'de aynı veriler bu kez kullanılan enflasyon ölçüsüne göre sınıflandırılarak gösteriliyor. Enflasyon ölçüsü olarak sadece beklentilerin (e12 - 12 aylık; eye - yıl sonu) alınması halinde dört farklı formülden elde edilen ortalama kotasyonun fiili Merkez Bankası kotasyonuna çok yakın çıktığı net bir şekilde görülmektedir. Merkez Bankası para politikasını geçmiş enflasyon gerçekleşmesinden ziyade gelecek enflasyon beklentilerini göz önünde tutarak saptadığını sık sık söylemektedir. Buna karşılık enflasyon ölçüsüne enflasyon eğiliminin katılması halinde volatilitenin arttığı da belirgindir.

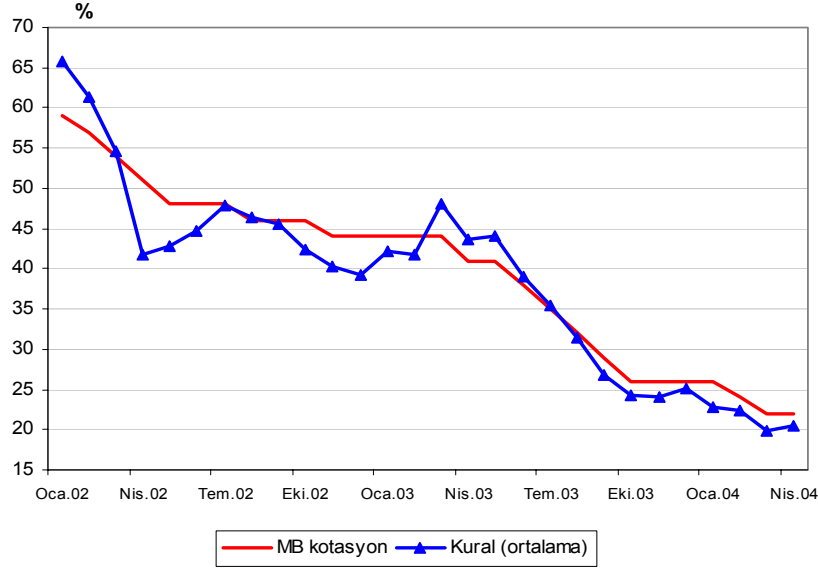


**Grafik 3: Enflasyon Ölçüleri ve Para Politikası**

Kullanılan yöntemin bir sorunu, çok sayıda enflasyon ölçüsü ve para politikası kuralından elde edilen çok sayıda sonucun yarattığı muğlaklık olabilir. Resmi daha netleştirmek için Tablo 4'deki ortalama mantığından yararlanabiliriz. *Grafik 4*'de 2002 yılının her ayı için 16 farklı formülden elde edilen kotasyonların ortalaması Merkez Bankası kotasyonu ile

## Para Politikası Kuralı

karşılaştırılmaktadır. Bekleneceği gibi, bu şekilde oluşan ortalama para politikası kuralında kotasyon volatilitesi tek tek kurallara kıyasla daha azdır. Grafikte, erken seçim kararının alındığı Temmuz-Eylül 2002 ve yeni hükümet artı Irak savaşına denk gelen Ocak-Mayıs 2003 dönemlerinde oluşan siyasi belirsizlik ortamı dışında, özellikle 2002'nin ilkbahar ve sonbahar ayları ile 2003'ün Ağustos ayı sonrasında para politikasının koşulların elverdiğine kıyasla çok daha sıkı tutulduğu açıkça görülmektedir.



**Grafik 4: Ortalama Kural ve Para Politikası**

## Sonuç

Şubat 2001'de kur çapasının terkedilerek dalgalı kur rejimine geçilmesi, bilahare Merkez Bankasına hukuki özerklik verilmesi ve 2002 yılından itibaren hükümet tarafından bağlayıcı enflasyon hedefleri belirlenmesi Türkiye'nin makroekonomik politika ortamında radikal bir dönüşüme tekabül etmektedir. Enflasyonla mücadele programı çerçevesinde maliye politikasının yüksek faiz-dışı fazla hedefleri aracılığı ile sıkılması, para politikasının ekonomik konjonktürdeki rol ve etkinliğinde önemli bir artış anlamına gelmektedir.

Bu koşullarda, Taylor-tipi para politikası kuralları iki farklı amaca hizmet edebilir. Birincisi, para politikası kuralının üçüncü şahıs gözlemciler tarafından kullanılmasıdır. Kural onlara uygulanan para politikasının özelliklerini doğru saptama olanağını sağlayacaktır: daha önce vurgulandığı gibi, burada sunulan para politikası kuralları o amaçla geliştirilmiştir. Dikkat edilirse, ekonomik aktörlerin para politikası kuralından yararlanmaları için Merkez Bankasının para politikasını muadil bir para politikası kuralı ile yürütmesi gerekli değildir.

İkincisi, Taylor-tipi para politikası kuralının bizzat para otoritesi tarafından kullanılması ve bunun ekonomik aktörler tarafından bilinmesidir. Bu durumda para politikası kuralı enflasyonla mücadelenin reel ekonomide üretim açığı şeklinde yaratacağı kaybın (fedakarlık oranı) ciddi şekilde düşürülmesine olanak sağlayacaktır. İki hususun altını çizebiliriz. Kuralın yokluğunda, koşullar daha düşük kotasyona izin verse bile para otoritesi enflasyonla mücadele iradesini kanıtlamak için kotasyonu indirmekte tereddütlü davranabilecektir: daha yüksek faiz hadleri iç talebi kısararak üretim kaybına yol açar. Simetrik bir süreç ekonomik aktörlerin beklentilerinin oluşmasında çalışır. Bir para politikası kuralı gibi, para otoritesinin enflasyonla mücadele kararlılığına kanıt teşkil edecek bir yöntemin yokluğunda, enflasyon beklentileri ve dolayısı ile TL'nin risk primi daha yüksek düzeylerde oluşacaktır: yüksek faiz hadleri gene iç talebi kısararak üretim kaybına yol açar.