

Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler*

K. Azim Özdemir

*Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Araştırma ve Para Politikası
Genel Müdürlüğü
İstiklal Caddesi No: 10
06100-Ankara, Türkiye
azim.ozdemir@tcmb.gov.tr*

Özet

Bu çalışmada, parasal büyüklüklerin para politikasındaki rolüne dair yaşanan teorik ve ampirik tartışmalara ışık tutulmaya çalışılmaktadır. Küresel mali kriz sonrası gelişmeler de bu kapsamda değerlendirilerek bu tartışmadaki önemi vurgulanmaktadır. Diğer yandan parasal büyüklükleri para politikaları stratejilerine entegre edebilmiş ülkerin para politikaları incelenerek, Türkiye’de parasal büyüklüklerden daha fazla faydalanabilmenin yolları aranmaktadır. Yaptığımız analizler, Türkiye’de geniş para kullanılarak (M2Y) hesaplanan gelir dolanım hızının uzun vadeli eğiliminin tahmin edilebilir olduğunu göstermektedir. Parasal büyüme oranı ve enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin varlığına işaret eden bu bulgu, Türkiye için fiyat istikrarıyla tutarlı parasal büyüme oranının hesaplanmasına imkan vermesi nedeniyle önemlidir. Aynı zamanda elde ettiğimiz sonuçlar, parasal büyüme dinamiklerinin bu orandan sapmalarının kalıcı olmasının ekonomide oluşmakta olan mali dengesizliklere ve enflasyonist risklere işaret edebileceğini göstermektedir.

JEL Sınıflandırma Kodları: E40, E51, E52, E58.

Anahtar Kelimeler: Parasal büyüklükler, Mali kriz, Miktar genişletmesi, Paranın dolanım hızı.

Abstract

Monetary Policy, Monetary Aggregates and Developments in the Aftermath of the Global Financial Crisis

In this study we attempt to shed some light on the theoretical and empirical discussions regarding the role of monetary aggregates in monetary policy formulations. We also assess the developments in the aftermath of the global financial crisis and emphasize the role of monetary aggregates in this new economic environment. On the other hand, by analyzing monetary policies of the countries, where the monetary aggregates are given prominent roles in the decision-making processes, we investigate how monetary aggregates can be best utilized in the current design of the monetary policy in Turkey. Our main finding is that the velocity of circulation calculated by using M2Y is predictable. This finding is important because it allow us to calculate a reference growth rate for M2Y that is consistent with the inflation targets set by the Central Bank of Turkey. At the same time our findings suggest that the persistent deviations of the growth rate of M2Y from this reference rate signal the growing financial imbalances and inflationary risks in the economy.

JEL Classification: E40, E51, E52, E58.

Keywords: Monetary aggregates, Financial crisis, Quantitative easing, Velocity of money.

* Yüksel Görmez’e, Mustafa Kılınc’a, Ferhan Salman’a ve anonim hakeme yorum ve önerilerinden dolayı teşekkür ederim. Çalışmada sunulan görüşler yazara ait olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın resmi görüşleri olarak değerlendirilemez.

1. Giriş

Parasal büyüklüklerin ekonomik analizlerde gerekliliği konusu ekonomistler arasında üzerinde uzlaşamayan konuların başında gelmektedir (Woodford, 2007; Nelson, 2008, Meyer, 2001). Her ne kadar bazı ülkelerde paranın gelir dolanım hızının oynak yapısı, standart para talebi fonksiyonlarının istikrarsızlığı gibi bulgular parasal büyüklüklerden elde edilen bilgilerin ihtiyatla kullanılması gerektiği tezini desteklese de, diğer ülkelerde parasal büyüme ve enflasyon arasında gözlenen uzun vadeli güçlü ilişki (Benati, 2005), uzun süreli likidite fazlalığı dönemlerinin varlık fiyatlarında balon yaratarak finansal istikrarsızlık dönemlerini öncülemesi (Issing, 2007 ve 2002; Borio ve Lowe, 2004) parasal otoritenin uzun vadede etkileyebildiği tek değişkenin aslında paranın miktarı olması gibi bulgular da parasal büyüklüklerin merkez bankaları içinde önemli bir araştırma programı olmaya devam etmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda Avrupa Merkez Bankası (AMB) gibi parasal büyüklükleri para politikası stratejilerinin bir parçası haline getirebilmiş merkez bankaları yanında, diğer bir çok gelişmiş ülke merkez bankası da hernekadar parasal büyüklüklere para politikaları stratejilerinde doğrudan rol vermediklerini belirtse de bu büyüklüklerle ilgili araştırma programlarına önem vermeye devam ettiklerini açıklamaktadırlar (Bernanke, 2006; King, 2007). Parasal büyüklüklerle ilgili araştırmalar, özellikle 2008 yılının Eylül ayında derinleşen krizle birlikte faiz oranlarının gelişmiş ülkelerde teknik olarak gelebilecekleri en alt sınırlara ulaşmış olmaları ve bunun sonucunda geleneksel olmayan bir takım para politikası yöntemlerine başvurulması nedeniyle daha da önem kazanmıştır.¹

¹ Geleneksel olmayan para politikası yöntemleri temelde para tabanlarının genişletilmesine hizmet etse de, ülkelere göre çeşitli isimler altında adlandırılabilirler. Bu farklılıklar genelde problemin kaynağını ve amaç farklılıklarını da yansıtmaktadır. Örneğin geleneksel olmayan para politikası yöntemleri, Japonya'da amaçlanın deflasyon riskini savuşturmak ve ekonomiyi canlandırmak olması nedeniyle "Miktar Genişletmesi" (Quantitative Easing), Amerika'da para ve kredi piyasalarındaki problemleri çözmeye yönelik olması nedeniyle "Kredi Genişletmesi" (Credit Easing), Avrupa'da bankacılık kesiminin likidite problemini çözmek ve böylelikle bankaların kredi mekanizmalarını sağlıklı bir şekilde devam ettirmelerinin amaçlanması nedeniyle "Genişletilmiş Kredi Yardımı" (Enhanced Credit Support), İngiltere'de ise finansal piyasaların istikrara kavuşturulması için bankalardan önceden açıklanan bir program dahilinde doğrudan varlık alımına yoğunlaşılması nedeniyle Varlık Alım Programı (Asset Purchase Program) olarak bilinmektedir.

Parasal analiz, enflasyon hedeflemesi yapan bir çok merkez bankasında parasal büyüklüklerin gelecekteki enflasyon ve milli gelire ilişkin içerdiği bilgilerle sınırlı kalmakta, doğrudan para politikası oluşturma sürecine dahil edilmemektedir. Ancak parasalcı görüşe sahip ekonomistler, bir önceki paragrafta belirtilen ampirik bulgular nedeniyle bunu yeterli bulmamaktadırlar. Özellikle fiyat istikrarının günümüz merkez bankacılığındaki önemi nedeniyle parasal büyüme ve enflasyon arasında uzun vadeli oransal ilişkinin, bu ilişkinin tespit edildiği ülke merkez bankaları tarafından göz ardı edilmemesi gerektiğini ileri sürmektedirler (Assenmacher-Wesche ve Gerlach, 2008, 2007). Bu çalışmada parasal büyüklüklerin önemine dair farklı ülkelerde edinilen farklı sonuçlara Türkiye verileri eklenerek ışık tutulmaya çalışılmaktadır. Aynı zamanda parasal büyüklükleri para politikaları stratejilerine entegre edebilmiş ülkelerin para politikaları incelenerek, Türkiye’de parasal büyüklüklerden daha fazla faydalanabilmenin yolları aranmaktadır.

Makalenin genel çerçevesini kısaca özetlemek gerekirse, ikinci bölüm sunuşun teorik çerçevesiyle ilgilidir. Bu bölümde Keynesyen ve parasalcı ekonomistlerin parasal büyüklüklere bakış açısı anlatılmaya çalışılacaktır. Üçüncü bölüm ise daha çok son dönem gelişmelerinin yer aldığı bir bölümdür. Para politikalarının küresel krize verdikleri tepkiler ve bu politikaların parasal büyüklükler üzerindeki etkileri hem gelişmiş ülkeler, hem de Türkiye bazında tartışılacaktır. Dördüncü bölümde “Para politikası oluşturma sürecinde parasal büyüklüklerden nasıl faydalanır?” sorusuna cevap aranmaktadır. Bu soruya özellikle Avrupa Merkez Bankası para politikası stratejisi incelenerek cevap verilecektir. Çalışmanın beşinci ve belki bizim için en önemli olan bölümünde, Türkiye’de parasal büyüklüklere daha yakından bakılacaktır. “Türkiye’de parasal büyüklüklerden nasıl faydalanılabilir?” “Bu büyüklükler para politikası sürecinde daha etkin bir şekilde kullanılabilir mi?” “Parasal büyüklüklerden nasıl bilgiler çıkarabiliriz?” gibi soruların cevapları bu bölümde verilecektir. Sonuç bölümünde ise çalışmanın bulguları özetlenmeye çalışılacaktır.

2. Parasal Büyüklükler: Teorik Yaklaşım

Para politikasının uzun vadede nominal faizler aracılığıyla mı, yoksa paranın miktarını etkileyerek mi yürütüldüğü sorusu, Yeni Keynesyen ve Parasalcı ekonomistler arasında parasal büyüklüklerin rolüyle ilgili olarak yaşanan tartışmanın özünü oluşturmaktadır. Bu bölümde bu tartışmaya biraz daha detaylı

bakılacak ve “Para olmadan da uzun vadede enflasyon, milli gelir ve nominal faizler belirlenebilir mi?” sorusu üzerinde yoğunlaşılacaktır. Teorik alanda gözlenen bu görüş ayrılığının, Merkez Bankacılığı uygulamasına da yansdığı görülmektedir. Uygulamada da parasal büyüklüklerden nasıl faydalanılması gerektiği yeterince açık değildir. AMB başta olmak üzere bazı Merkez Bankaları parasal büyüklükleri para politikaları stratejilerinin bir parçası haline getirirken, diğer Merkez Bankaları parasal büyüklüklerle, gelecekteki enflasyona ve üretime ilişkin içerdiği bilgiler nedeniyle ilgilenmektedirler.

Gerçekte Keynesyen ekonomistlerle parasalcı ekonomistler arasında bir çok noktada uzlaşma vardır. Uzlaşılan noktalardan biri enflasyonla ilgilidir. Hem Keynesyen ekonomistler, hemde parasalcı ekonomistler enflasyonun uzun vadede para politikası tarafından belirlendiğini kabul etmektedirler. Burada para politikasını çok dar bir çerçevede düşünmemek gerekmektedir. Para politikası stratejisinin parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi, kur hedeflemesi veya başka herhangi bir çerçeve içinde de belirlenmesi mümkündür. Ancak para politikası stratejisi ne olursa olsun, uzun vadede enflasyonu para politikası kararları belirlemektedir. Diğer bir uzlaşma noktası ise beklentiler üzerinedir. Artık bütün ekonomistler enflasyon beklentilerinin, enflasyon dinamiklerini belirleyen önemli bir değişken olduğunu kabul etmektedirler. Üçüncü uzlaşma noktası para politikası kararlarının ekonomiye tek bir varlık fiyatı üzerinden değil, bir çok varlık fiyatını etkileyerek aktarıldığıdır. Bu nedenle para politikası kararlarının ekonomi üzerindeki tam etkisini görebilmek için sözkonusu varlık fiyatlarındaki değişimi özetleyen ve böylelikle de bu değişimlerin toplam talep üzerindeki etkisini yansıtan bir gösterge değişkene ihtiyaç olduğu kabul edilmektir. Bu bağlamda aslında kısa vadeli politika faiz oranının varlık fiyatlarındaki değişimi özetleyen iyi bir gösterge olmadığı bilinmektedir. Ancak parasalcı ekonomistler parasal büyüklüklerin iyi bir gösterge olduğunu iddia etseler de, bu tezin mikro temellerinin yeterince güçlü oluşturulmadığını da kabul etmektedirler. Son olarak ekonomistler, parayı makroekonometrik modellere entegre etmenin güç olduğunu ileri sürmektedirler. Uygulamada bunun bir yansıması olarak parasal büyüklüklere önem veren AMB gibi merkez bankalarının, parasal analizi ayrı bir başlık altında yürüttükleri görülmektedir.

Yeni Keynesyen ekonomistlerle parasalcı ekonomistlerin parasal büyüklüklere yaklaşım farklılıklarını, uzlaşma modeli olarak bilinen toplam arz, toplam talep ve para politikası kuralıyla özetlenen ekonomik sistemin uzun vadeli çözümüne bakarak gösterebiliriz.² Aşağıda bu sistemin Yeni Keynesyen ekonomistlerin varsayımı altında uzun vadeli çözümü gösterilmektedir.

$$\begin{aligned} E[\pi_t] &= \pi^* && \text{(Phillips Eğrisi)} \\ E[\log y_t] &= E[\log y_t^n] && \text{(IS Eğrisi)} \\ E[i_t] &= E[r_t^n] + \pi^* && \text{(Para Politikası Kuralı)} \end{aligned}$$

Bu denklem sisteminde (E) beklenti operatörünü, (π) enflasyonu, (π^*) enflasyon hedefini, (y_t) sabit fiyatlarla yurtiçi gayri safi hasılayı, (y_t^n) sabit fiyatlarla potansiyel yurtiçi gayri safi hasılayı, (i_t) nominal faizi ve (r_t^n) denge reel faiz oranını göstermektedir. Keynesyen ekonomistler enflasyon beklentilerinin uzun vadede enflasyon hedefi tarafından çözüldüğünü ileri sürmektedirler. Bu nedenle enflasyon uzun vadede enflasyon hedefine eşittir. Bu sonuca ulaşmada Keynesyen ekonomistlerin yaptıkları temel varsayım, enflasyon hedefinin uzun vadede merkez bankasının politika enstrümanı olduğunu kabul etmeleridir. Yani enflasyon hedefi bu modelde dışsaldır. Bu varsayım altında para politikası kuralı da uzun vadede kendini koruduğundan nominal faizler merkez bankası tarafından belirlenebilmektedir. Milli gelir ise uzun vadede potansiyel gelire eşittir. Bu modelin kısa vadeli kurgusunda olduğu gibi uzun vadeli çözümünde de paraya ihtiyaç yoktur. Çünkü para talebi sisteme bir bilinmeyen ve bir denklem eklemektedir. Bu nedenle var olan bilgilerden başka bir bilgi içermemektedir. Diğer bir deyişle enflasyon, milli gelir ve nominal faiz oranları parasal büyüklüklerden bağımsız olarak belirlenmeye devam etmekte, para miktarı gerekirse içsel olarak elde edilebilmektedir.

Parasalcı ekonomistler ise enflasyon hedefinin uzun vadede politika enstrümanı olduğu varsayımını çok güçlü bulmaktadırlar. Böyle bir varsayımın gerçekçi olabilmesi için Merkez Bankasının uzun vadede enflasyon hedefini nasıl dışsal olarak belirleyebildiğini de açıklaması gerektiğini savunmaktadırlar. Parasal modellerin uzun vadeli çözümüne bakacak olursak,³

² Uzlaşma modelleriyle ilgili detaylı bilgi Wodford (2003), Clarida, Gali ve Gertler(1999) maktelelerinde bulunabilir.

³ Bu modellerle ilgili daha detaylı bilgi Nelson (2003) makalesinde bulunabilir.

$$\begin{aligned}
E[\pi_t] &= \pi^* && \text{(Phillips Eğrisi)} \\
E[\log y_t] &= E[\log y_t^n] && \text{(IS Eğrisi)} \\
E[i_t] &= E[r_t^n] + \pi^* && \text{(Para Politikası Kuralı)} \\
E[\mu_t] - cE[\Delta \log y_t^n] &= E[\pi_t] && \text{(Para Talebi)}^4
\end{aligned}$$

Bu denklem sisteminde öncekilerine ek olarak (Δ) fark operatörünü, (μ_t) para arzının büyüme oranını ve (c) katsayısıda para talebinin gelir esnekliğini göstermektedir. Parasalcı ekonomistlere göre uzun vadede Merkez Bankasının tek etkileyebildiği şey paranın miktarıdır. Ne enflasyon hedefi, ne de nominal faizler doğrudan merkez bankasının kontrolü altındır. Bu nedenle enflasyon beklentileri uzun vadede ancak parasal büyüme oranı tarafından çıpalanabilmektedir. Eğer merkez bankası enflasyon hedefiyle veya fiyat istikrarıyla tutarlı bir şekilde parasal büyümeye izin verirse bu durumda Phillips denklemiyle gösterildiği gibi enflasyon, enflasyon hedefi kadar artacaktır. Bu sistemde milli gelir, yine para politikasının yansızlığının (neutrality of money) bir ifadesi olarak uzun vadede potansiyel gelir tarafından belirlenmektedir. Keynesyen modelde para politikası kuralı olarak varsayılan denklem parasalcı modellerde artık yerini Fischer denklemine bırakmıştır. Çünkü uzun vadede Merkez Bankası doğrudan nominal faiz oranlarını kontrol etmesi mümkün olmamaktadır. Nominal faiz oranları parasal büyüme tarafından belirlenen enflasyon hedefi ve denge reel faiz oranı tarafından belirlenmektedir.

Ampirik bulgular model seçimi konusunda çelişkili sonuçlar vermektedir. Keynesyen modellere göre parasal büyüklükler bir bilgi içerse de, bu bilgi zaten enflasyon, nominal faizler ve milli gelir içinde olan bilgiden ibarettir. Bunun dışında parasal büyüklüklerdeki hareketler tamamen rastlantısal talep şoklarıdır ve gelecekteki gelir ve enflasyona dair hiç bir bilgi içermemesi gerekmektedir. Smets ve Wouters (2007), bu tip modellerden elde ettikleri öngörü sonuçların en az VAR (Vector Auto Regression) ve BVAR (Bayesian Vector Auto Regression) sistemlerinden elde edilen sonuçlar kadar başarılı olduğunu iddia etmektedirler. Ancak diğer bazı çalışmalar ise (Leeper ve Roush, 2003; Reynard, 2006; Assenmacher-Wesche ve Gerlach, 2007) parasal büyüklüklerdeki gelişmelerin,

⁴ Nelson (2008) makalesinde olduğu gibi uzun vadeli para talebi fonksiyonu elde edilirken nominal faiz oranları uzun vadede sabit kabul edilmiştir. Bu nedenle faiz oranları değişimi sıfır olduğundan burada gösterilen uzun vadeli para talebi denkleminde yer almamaktadır.

enflasyon, milli gelir ve faiz oranlarındaki gelişmeleri kontrol ettikten sonra da gelecekteki enflasyon ve milli geliri açıklayabildiğini göstermektedir. Türkiye verileri kullanılarak yapılan bu çalışmanın, Keynesyen ve parasalcı modellerin ampirik alandaki başarısı ile ilgili oluşan bu literatüre katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

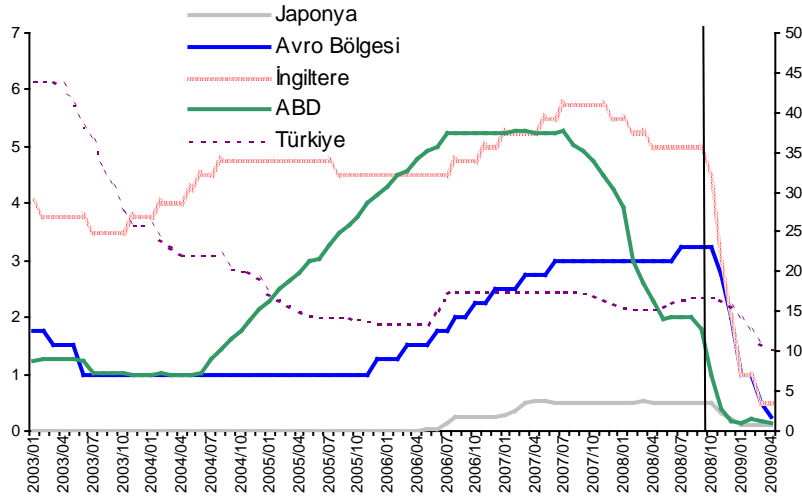
3. Küresel Kriz ve Parasal Büyüklüklerdeki Gelişmeler

Parasal büyüklüklerin öneminin daha iyi anlaşılabilmesi için 2008 Eylül ayından sonra derinleşmeye başlayan küresel mali kriz sonrası gelişmelere daha yakından bakmak gerekmektedir. Bunun bir nedeni kriz sonrası yaşanan gelişmelerin enflasyon hedeflerinin dışsal olarak tek başına enflasyon beklentilerini çıpalayamadığını göstermesidir. Bu bağlamda bir çok gelişmiş ülke merkez bankası, güvensizlik nedeniyle para ve kredi piyasalarında oluşan likidite problemini çözmek yanında parasal modellerin öngördüğü gibi faiz oranları dışında geleneksel olmayan politika enstrümanları (Miktar Genişletmesi, Kredi Genişletmesi, Genişletilmiş Kredi Yardımı, Varlık Alım Programları) kullanarak para arzlarını istikrara kavuşturmaya çalışmakta ve deflasyon riskini savuşturmak istemektedirler. Diğer yandan Grafik 1'den de görüleceği üzere kriz sonrası gelişmiş ülkelerin parasal otoriteleri faiz oranlarını teknik olarak düşürebilecekleri en alt sınıra kadar düşürmüşlerdir. Bu nedenle faiz oranları artık bir politika enstrümanı olmaktan çıkmıştır. Ancak faiz oranlarının bu düşük seviyesinin bile, bu ekonomilerin canlanması ve deflasyon riskinin savuşturulması için yeterli olmadığı anlaşılmıştır.

3.a. Geleneksel Olmayan Para Politikası Yöntemleri : Gelişmiş Ülkeler

Geleneksel olmayan para politikası yöntemleri (Miktar Genişletmesi, Kredi Genişletmesi, Kredi Yardım Programı, Varlık Alım Programı), aslında faiz oranlarının etkinliğini kaybettiği zamanlarda gündeme gelen politika enstrümanlarıdır. Bu yöntemlerin özünde Merkez Bankalarının menkul kıymet karşılığı piyasalara yüklü miktarda para vermesi yatmaktadır. Burada menkul kıymetler geleneksel olarak açık piyasa işlemlerinde kullanılan kağıtların dışına çıkabilmekte ve ticari bonolar, uzun vadeli devlet kağıtları, hisse senetleri gibi daha riskli varlıkları da kapsayabilmektedir. Bu yöntemlerle, özellikle mali kriz dönemleri gibi güvensizliklerin arttığı dönemlerde para ve kredi piyasalarında oluşan problemlerin çözülerek para arzlarının istikrarsızlaşması önlenmeye çalışılmaktadır.

Grafik 1. Politika Faiz Oranları

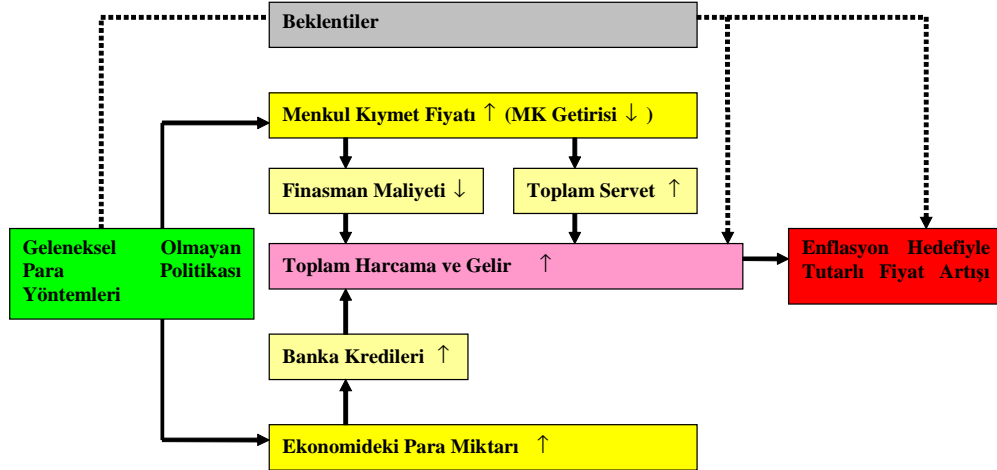


Bunun yapılamaması, 1929 yılında Amerika’da ortaya çıkan “Büyük Buhran”da olduğu gibi bir kısım banka varlıklarının yok olması ve bunun sonucunda para arzının küçülerek para politikasının daha da sıkı hale gelmesi riskini beraberinde getirmektedir. Özellikle kredi piyasalarındaki problemler nedeniyle para politikasının daha da sıkı hale gelmesi bu piyasaların çökmesine (credit crunch) ve krizin derinleşmesi yol açabilecektir. Diğer yandan geleneksel olmayan bu yöntemlere başvurulması para politikasının etkinliğini, beklentiler, fonlama maliyetlerinin düşmesi ve toplam servetin artması gibi kanallarla da artırdığı için, ekonominin bir an önce canlanmasına ve deflasyon riskinin azaltılmasına yardımcı olacağı düşünülmektedir.

Para tabanının genişletilmesine hizmet eden geleneksel olmayan para politikası yöntemlerinin aktarım mekanizmasını Şema 1’i kullanarak daha detaylı göstermek mümkündür. Öncelikle bu yöntemlerin, beklentiler üzerinde doğrudan yaratacağı olumlu bir haber etkisinin olması öngörülmektedir. Bu nedenle Merkez Bankalarının geleneksel olmayan para politikası yöntemlerine başvurmaları doğrudan ekonomik canlanmaya ve enflasyonist beklentilerin oluşmasına yardımcı olmaktadır. Diğer bir aktarım mekanizması ise menkul kıymet piyasaları aracılığıyla işlemektedir. Merkez Bankasının menkul kıymet almaya başlaması, o menkul kıymetin fiyatının artmasına ve getirisinin düşmesine yol açmaktadır. Bu etki sadece o menkul kıymet piyasasında sınırlı kalmayıp, menkul kıymeti satıp

likiditeyi elinde bulunduran kişi ve kuruluşların, ellerindeki parayla diğer menkul kıymetlere karşı talep yaratmasından da kaynaklanabilmektedir. Böylelikle bütün piyasalarda menkul kıymetlerin fiyatlarının artması ve getirililerinin düşmesi beklenmektedir. Bu etkinin ortaya çıkması, bir yandan ekonomik birimlerin servetleri ve harcama eğilimleri artırmakta, diğer yandan faiz oranlarını düşürdüğü için firmaların harcamalarını fonlama maliyetlerini düşürmektedir. Üçüncü bir aktarım kanalı ise, ekonomideki para miktarının bollaşmasının kredi arzı üzerinde yarattığı olumlu etki yoluyla çalışmaktadır. Bunun bir nedeni bankalar bilançolarında oluşan aşırı likiditeyi zamanla daha karlı projelerin finansmanına kaydırmalarının öngörülmesidir. Bu üç aktarım kanalı sonucu, geleneksel olmayan para politikası yöntemleri ekonominin canlanmasını ve enflasyon beklentilerinin fiyat istikrarıyla tutarlı hale gelmesini sağlamaktadır.

Şema 1
Aktarım Mekanizması

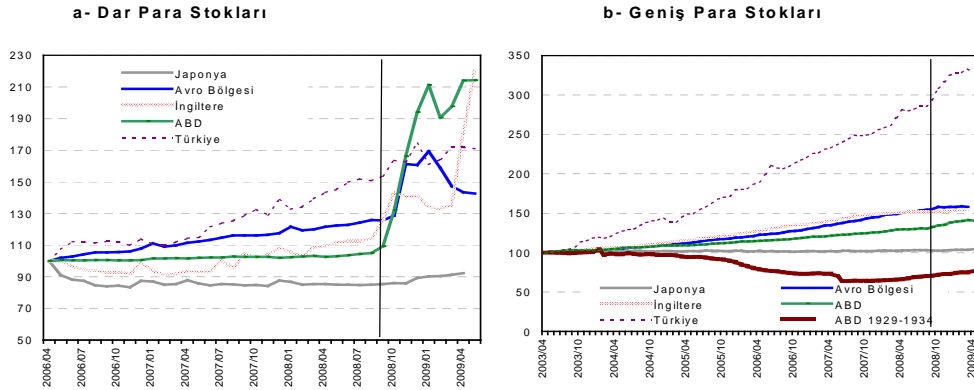


Kaynak: İngiltere Merkez Bankası, Mayıs ayı Enflasyon Raporu.

Ancak bu yöntemlerin bir takım riskleri de mevcuttur. İlk olarak bankalara verilen rezerv paranın krediye dönüşmemesi ve bu nedenle banka kasalarında birikmesi mümkündür. Bu durum aslında problemin likidite probleminden çok, Japonya'da 1990'lı yıllarda olduğu gibi bankaların sermaye yapılarının kredi vererek daha fazla risk almalarına müsait olmaması, ekonomide finanse edilebilecek karlı projelerin

bulunmaması gibi daha derin problemlere işaret etmektedir.⁵ Diğer bir hassasiyet noktası olarak uzun vadeli kamu kağıtlarının alınmasından kaynaklanabilecek problemleri göstermek mümkündür. Kamu harcamalarının Merkez Bankası tarafından fonlanması anlamına gelebilecek böyle bir gelişme, piyasa tarafından karşılıksız para basma şeklinde algılanabilecektir. Böyle bir algı mali disiplinin bozulduğunu düşündüreceğinden para politikalarının güvenilirliğinin olumsuz etkilenmesine yol açacaktır. Üçüncü bir risk faktörü ise merkez bankasının geleneksel olmayan yöntemler sonucu uzun vadeli kağıtları, ticari bonoları ve diğer bir takım faiz ve kredi riski içeren kağıtları portföyüne eklemesinden kaynaklanmaktadır. Böyle bir bilanço yapısı ise faizlerin yükselmesi veya kağıtları alınan şirketlerin batması durumunda Merkez Bankasının önemli zararlar yazmasına neden olacaktır. Son olarak piyasalarda oluşan likidite artışının ve çıkış stratejisinin iyi ayarlanması gerekmektedir. Ayarlanmanın iyi yapılamaması durumunda enflasyonist beklentilerin oluşması mümkündür. Hatta kontrolün kaybedilmesi veya geleneksel olmayan bu politikalarından geç çıkılması durumunda hiperenflasyon riskinin oluşması kaçınılmaz olabilecektir.

Grafik 2. Para Stoklarındaki Gelişmeler



Grafik 2a gelişmiş ülkelerin küresel krize para miktarlarını artırarak nasıl güçlü tepkiler verdiklerini göstermesi açısından önemlidir. Bu grafik ABD, İngiltere, Avro Bölgesi, Japonya ve Türkiye'nin para tabanlarında 2006 yılı başından beri gözlenen nominal artışları göstermektedir. Krizin 2008 yılının Eylül ayında derinleşmesinden itibaren, ilk etapta geleneksel enstrümanlar kullanılarak açık

⁵ Japonya'da 1990'lı yıllarda ortaya çıkan bankacılık krizi ve para politikasının buna tepkisiyle ilgili detaylı bilgi için Okina (1999) makalesine bakılabilir.

piyasa işlemleri kanalıyla piyasalara likidite verilmeye başlanmıştır. Bunun bir yansıması, para tabanlarının hızla artması ve kısa vadeli faiz oranlarının hızla düşmesi olmuştur. Ancak ABD bir adım daha ileri giderek hızlı bir şekilde kredi genişletmesine başlamıştır. Bu kapsamda para tabanını artışıını desteklemek için, geleneksel enstrümanlar dışında enstrümanlar kullanılarak kısa vadeli piyasalardan, diğer uzun vadeli piyasalara ve kredi piyasalarına doğru varlık alım işlemi genişletilmiştir. Bu işlemler sonucu ABD’de para tabanının kısa bir süre içinde iki katına çıktığı görülmektedir. Diğer gelişmiş ülkeler ise ilk aşamada para tabanı genişlemesini geleneksel enstrümanlar kullanarak gerçekleştirmişlerdir. Ancak İngiltere 2009 yılının Mart ayında varlık alımı yapacağı sinyali vererek, bir program dahilinde 75 milyar sterlin tutarında uzun vadeli hazine bonusu ve ticari bonolar alacağını açıklamıştır. Bu miktar daha sonra yapılan açıklamalarla 125 milyar sterline çıkarılmıştır. İngiltere’de açıklanan varlık alım programının para tabanı üzerindeki sert etkisi grafikte çok açık bir şekilde görülmektedir. Avro Bölgesi Merkez Bankası ise 2009 yılının Haziran ayında 60 milyar Avroluk “Teminatl Bono” (Covered Bonds) alacağını açıklayarak “genişletilmiş kredi yardım programı” olarak adlandırılan yöntemle geleneksel olmayan para politikası yöntemlerini kullanarak tepki verebileceğinin ilk adımları atmaya başlamıştır. Son olarak Japonya Merkez Bankası alımı yapılacak kağıtlar listesini genişlettiğini duyurmuştur.

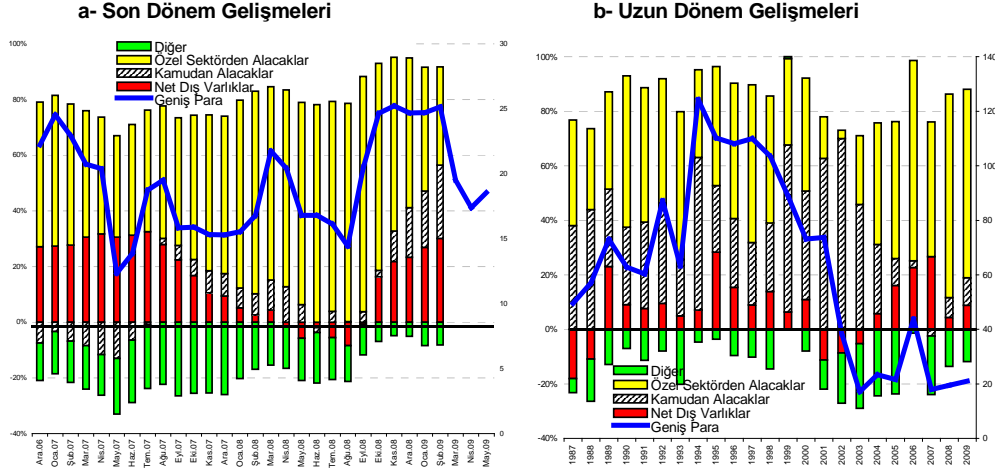
Geleneksel olmayan para politikası yöntemlerinin geniş para büyüklükleri üzerine yansımaları Grafik 2b’de görülmektedir. Bu grafik 2003 yılından itibaren nominal geniş para artışlarını göstermektedir. Geniş para tanımları olarak ABD için M2, Avro Bölgesi için M3, İngiltere için mali sektörde aracılık yapan “Diğer Finansal Kuruluşların” mevduatları çıkartıldıktan sonra açıklanan M4 ve Japonya için M3 büyüklüğüne mevduat sertifikalarının eklenmesiyle bulunan M3+CDs parasal büyüklük tanımları kullanılmıştır. Türkiye için ise karşılaştırma amaçlı olarak, bu grafiğe M2Y serisi eklenmiştir. Ayrıca grafikte 1929 yılında ABD’de orataya çıkan ve daha sonra dünyayı saran “Büyük Buhran” dönemi de bulunmaktadır. Bu dönemdeki para politikası duruşunun bir göstergesi olarak ABD’de M2 gelişmeleri 1929-1934 arası baz alınarak gösterilmeye çalışılmıştır. Ekonomistler büyük buhran döneminde para politikalarının yanlış belirlendiğini, genişletici para politikaları yerine daraltıcı para politikaları izlendiğini iddia etmektedirler. Bunun bir göstergesi olarak grafikten de görüleceği üzere ABD M2 para stoğunun yaklaşık yüzde 40’ını krizin başlamasını takiben iki üç sene içinde

kayıbetmiştir. Bu politika hatasının ise ekonomi üzerine etkisi yıkıcı olmuştur. ABD bu dönemde içene girdiği krizden yıllarca çıkamamış ve üretimi önemli bir ölçüde daralmıştır. Büyük buhran döneminden çıkarılan bir ders olarak, günümüzdeki para politikalarını belirleyen otoriteler bu hatayı bir daha yapmak istememektedirler. Grafikten de görüleceği üzere, küresel finansal kriz sonrası gelişmiş ülkeler tarafından alınan tedbirler para arzlarının “Büyük Buhran”ın aksine istikrarlı bir şekilde artmasına yardımcı olmuştur. Özellikle ABD’de gerek miktar genişletmesinin bankacılık sektörü dışına taşınması ve gerekse bu kararlarla bankacılık sektörüne karşı duyulan güvenin devam etmesi, bu sektörün yarattığı likit ve güvenli yatırım enstrümanlarına olan talebin artmasına, böylelikle de M2 büyüklüğü kriz öncesine göre artış eğilimine girmesine yardımcı olmuştur. Diğer ülkelerde ise alınan para politikası kararları sonucu en azından geniş para arzlarının nominal olarak gerilemesi engellenmiştir. Ancak son dönemlerde geniş para arzlarının artış hızlarında bir azalma olduğu da göze çarpmaktadır.

3.b. Son Dönem Geniş Para Gelişmeleri: Türkiye

Öncelikle “Türkiye’de para politikasının geleneksel olmayan enstrümanlarla yürütülmesine gerek var mı?” sorusuna cevap ararsak, kısa cevabın hayır olduğunu söylemek mümkündür. Bunun en önemli gerekçesi para politikası amaçları doğrultusunda faiz oranlarının halen etkin bir şekilde kullanılabilmesi için esnekliğin devam etmesidir. Diğer bir deyişle faizler henüz teknik olarak düşebilecekleri en alt sınıra ulaşmamıştır. Bu nedenle para arzlarını politika faiz oranlarını düşürmek yoluyla etkilemek olasıdır. Diğer yandan en azından orta vadede Türkiye’de deflasyon riskinin olmaması da miktar genişletmesine gerek olmadığını desteklemektedir. Bu kapsamda yapılan anketler uzun vadeli enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefiyle tutarlı seyrettiğini zaten göstermektedir. Son olarak Merkez Bankasının bu tür bir politika yöntemine başvurmak zorunda kalması durumunda bile, tarihsel nedenlerden dolayı dikkatli olması gerekmektedir. Çünkü Türkiye mali disiplinin oluşturulması konusunda geçmişteki yüksek bütçe açıkları nedeniyle zor bir dönem geçirmiştir. Böyle bir politika opsiyonu, mali disiplinin bozularak tekrar geriye dönüş sinyali verebileceğinden, para politikasına karşı duyulan güveni olumsuz etkilemesi mümkündür.

Grafik 3. Geniş Para Stoğu ve Karşılık Kalemleri
(M2Y Yıllık Artışına % Katkı)



Küresel kriz sonrası Türkiye’de geniş para stoğundaki gelişmelere Grafik 3a yardımıyla biraz daha yakından bakabiliriz. Bu grafikte M2Y’nin bir önceki yılın aynı ayına göre artışı sağ eksen ve kalın çizgiyle gösterilmektedir. M2Y’nin yıllık artış hızının küresel mali krizin derinleştiği Eylül ayıyla birlikte kurların etkisiyle ilk aşama da hızlı bir şekilde arttığı görülmektedir.⁶ Bu artış kurların daha yüksek bir seviyeye oturması ve banka mevduatlarının kriz ortamlarında daha güvenli bulunması nedeniyle belli bir dönem devam etmiştir. Ancak 2009 yılının şubat ayından itibaren faizlerdeki düşüşün etkisiyle TL mevduatlarının yıllık artış oranlarının yavaşlaması kurların etkisini dengelemiş ve bu aydan itibaren grafikten de görüleceği üzere M2Y artışı belirgin bir şekilde yavaşlamıştır. M2Y artışının, kamudan alacaklar, özel sektörden alacaklar, net dışvarlıklar ve daha çok bankacılık sektörünün sermayesini içeren diğer kaleminden oluşan bilanço karşılıklarına bakıldığında, küresel krizle birlikte özel sektöre açılan kredilerin yavaşladığı, buna karşın kamudan alacakların M2Y genişlemesindeki payının arttığı görülmektedir.

Bu eğilimi tarihsel bir bakış açısı içine yerleştirdiğimiz zaman, Grafik 3b’den de görüleceği üzere, kamu kesiminin M2Y değişimine katkısındaki artışın yurtdışı parasal dengeler açısından riskler içerebileceği anlaşılmaktadır. Bu grafikte bir önceki grafik yıllık bazda 1990 yılından itibaren tekrar çizdirilmiştir. Görüleceği

⁶ M2Y kalemi Dolaşımdaki Para+Mevduat Bankalarının Vadesiz TL ve YP Mevduatı+Mevduat Bankalarının Vadeli TL ve YP mevduatından oluşmaktadır.

üzere yüksek enflasyonun ve büyümenin oynak olduğu 1990'lı yıllardan 2000'li yılların başlarına kadar olan dönemde, kamu kesiminin M2Y büyümesine katkısı önemli olmuştur. Kamu kesimiyle birlikte özel sektörden alacak kaleminin de M2Y büyümesine katkısının yüksek olduğu 1990'lı yıllarda, ekonominin giderek parasallaşması beklentisi enflasyonist beklentileri ve dolayısıyla enflasyonun da yüksek gerçekleşmesine neden olmuştur. 2001 krizinden sonra ise gerek mali disiplin, gerekse bankacılık sektörüyle ilgili alınan tedbirler sonucu kamu kesiminin M2Y büyümesine katkısı gerilemeye başlamış ve enflasyon da buna paralel olarak düşüş eğilimi içine girmiştir.

Özetlemek gerekirse, Türkiye'de geniş parasal tanımların yabancı para mevduatları içermesi nedeniyle 2008 Eylül ayında küresel mali krizin derinleşmesi sonucu Türk lirasında gözlenen değer kaybıyla birlikte ilk aşamada geniş parasal büyüklüklerin yıllık artış hızı ivmelenmiştir. Bu gelişme aslında Türk lirası kalemlerinden para arzına gelen katkının azaldığı dönemlerde olumlu bir gelişmedir. Böyle bir dönemde para arzındaki artışın otomatik olarak devam etmesi finansal servetin reel olarak artmasını sağlamış ve küresel krizin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmıştır. Ancak küresel krizle birlikte kamu kesiminin para arzı artışına katkısının büyümesi uzun vadede özel sektöre açılan kredilerin ve toplam talebin toparlanması durumunda enflasyonist riskleri de içinde barındırmaktadır. Önümüzdeki dönemlerde özel sektörün para arzı artışına katkısının büyümesi, buna karşın kamu kesiminin katkısının düşürülememesi veya geç kalınması durumunda yüksek enflasyon dönemlerinin tohumlarının atılması mümkündür.

4. Para Politikası ve Parasal Büyüklükler

Parasal büyüklüklerin önemine hem teorik, hem de son dönem gelişmelerine yoğunlaşarak uygulama açısından baktıktan sonra, bu değişkenlerin para politikası stratejisine nasıl entegre edilebileceği sorusuna geçebiliriz. Öncelikle parasal büyüklüklerin para politikası oluşturma sürecinde doğrudan yer alabilmesi için bazı şartların gerçekleşmesi gerekmektedir. Bu şartlardan ilki paranın dolanım hızının uzun vadeli eğiliminin tahmin edilebilir olmasıdır. Dolanım hızının uzun vadeli eğilimin tahmin edilebilir olması istikrarlı bir para talebiyle de yakından ilişkilidir. Ancak istikrarlı bir dolanım hızı standart para talebi modelinin her zaman istikrarlı olması anlamına gelmeyebilmektedir. Bu durumlarda istikrarlı bir para talebi ilişkisi yakalayabilmek için standard para talebi modellerinin, örneğin belirsizlik gibi başka

değişkenlerle genişletilmesi bir çözüm olabilmektedir. Gerek tahmin edilebilir bir dolanım hızı eğilimi, gerekse istikrarlı bir para talebi fonksiyonu, enflasyonla parasal büyüme arasında istikrarlı bir ilişkinin varlığına işaret ettiğinden para politikası açısından önemli bir bulgudur. Ancak enflasyonla parasal büyüme arasında istikrarlı bir ilişkinin varlığı tek başına parasal büyüklüklerin politika süreci içinde doğrudan yer almasına yetmeyebilmektedir. İstikrarlı bir ilişkiyle beraber, parasal göstergelerin gelecekteki enflasyon ve büyümeyi de tahmin edebilmesi gerekmektedir.

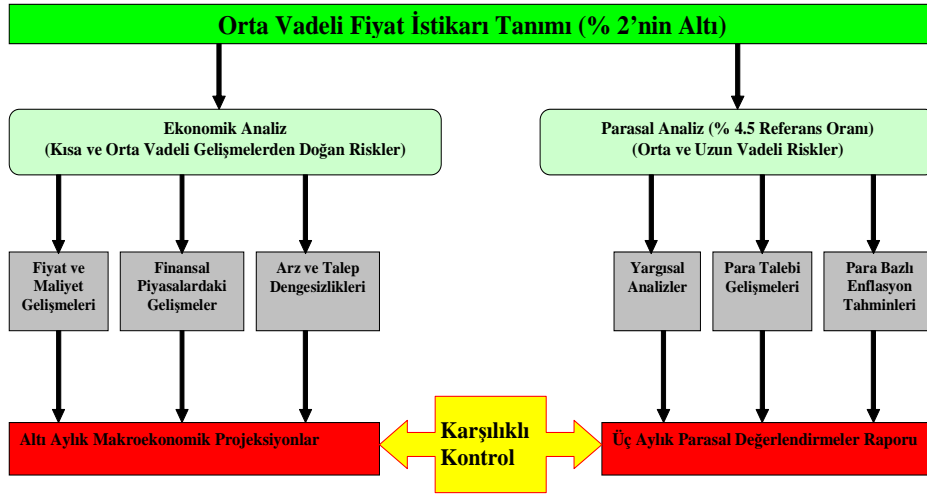
Parasal analizini para politikası sürecine en iyi entegre edebilen merkez bankası olarak Avrupa Merkez Bankasını (AMB) göstermemiz mümkündür.⁷ Bunun bir nedeni Avro Bölgesi için para politikası oluşturma sürecinde yapılan çalışmaların bir önceki paragrafta belirtilen üç şartın da sağlandığını göstermesidir. AMB'nin para politikası stratejisini Şema 2 yardımıyla kısaca özetlemeye çalışırsak, öncelikle bu stratejinin ne bir parasal hedefleme ne de bir enflasyon hedeflemesi olduğunu söylememiz gerekmektedir. AMB para politikası çerçevesini belirlerken fiyat istikrarını tanımlayarak işe başlamıştır. Bu kapsamda AMB fiyat istikrarını yıllık yüzde 2'nin altı fakat sıfırın üstü ve 2'ye yakın bir enflasyon olarak tanımlamıştır. Bu tanım çerçevesinde AMB'nin nihai amacı orta vadede fiyat istikrarını korumaktır. Fiyat istikrarının orta vadeli bir hedef olarak konulmasının nedeni, enflasyonun kısa vadede Merkez Bankası kontrolünde olmadığını ileri sürülmesidir. AMB fiyat istikrarını orta vadeli bir hedef olarak algılayınca, parasal büyüklüklerin bu hedefin tutturulmasında politika kararlarını yönlendirecek önemli bir değişken olarak görülmesinin de doğal karşılanması gerektiği belirtilmiştir.

İki ayaklı para politikası stratejisi (Two Pillar Monetary Policy Strategy) olarak adlandırılan AMB para politikası içinde, fiyat istikrarına yönelik orta ve uzun vadeli riskler parasal analiz ayağı altında incelenmektedir. Parasal büyüklüklerin bu analiz içinde önemli bir yer aldığı, M3 olarak adlandırılan geniş para stoğu için fiyat istikrarıyla tutarlı yüzde 4,5 referans büyüme oranı açıklanarak kamuoyuna duyurulmuştur. Ancak bu referans değer bir parasal hedefleme değildir. Bu nedenle M3 büyüklüğünün referans değerden sapmasına para politikası mekanik olarak tepki vermemektedir. Böyle bir gelişme ancak daha detaylı bir araştırma yapılması gerekliliğini tetiklemektedir. Ancak yapılan analiz sonucunda, parasal dinamiklerin orta vadede bu referans değer üzerinde bir parasal büyüme oranına işaret ettiğinin

⁷ Avrupa Merkez Bankası para politikası çerçevesiyle ilgili detaylı bir araştırma Fischer, Lenza, Pill ve Reichlin (2008) makalesinde bulunmaktadır.

anlaşılması durumunda, AMB doğrudan politika faiz oranlarını kullanarak tepki gösterebilmektedir. Parasal analiz uygulamada üç başlık altında toplanmaktadır. Başlıklardan birisi yargısal analizdir. Bu başlıkta M3 gelişmelerinin altında yatan faktörler arz ve talep şokları olarak ayrıştırılmaya çalışılmaktadır. M3'ü geçici olarak etkilediği düşünülen portföy kaymaları gibi talep şokları, bu büyüklükten çıkarılarak düzeltilmiş bir M3 serisi oluşturulmaktadır. Diğer bir başlık olan para talebi bölümünde ise parasal gelişmeler para talebi fonksiyonu kapsamında incelenmektedir. Böylelikle parasal gelişmelerin ne kadar ekonomik faaliyetle veya faiz oranlarındaki gelişmelerle ilgili olduğu anlaşılmaya çalışılmaktadır. Para talebi analizi ayrıca ekonomik analizin de bir sağlamasını yapmaktadır. Ekonomik analiz altında yapılan ekonomik faaliyete ilişkin tahminlerin parasal gelişmelerle ne kadar tutarlı olduğu kontrol edilmektedir. Para talebi analizinin diğer bir kullanım alanı da ekonomideki likidite fazlalığının veya eksikliğinin hesaplanması için bir baz oluşturmasıdır. Dolayısıyla ekonomide fazla para bulunup bulunmadığı ve bunun gelecekteki enflasyona ilişkin içerdiği riskler analiz edilebilmektedir. Parasal analiz altındaki son başlık ise enflasyon öngürüleriyle ilgilidir. Bu kısımda gerek yargısal yöntemlerle oluşturulan parasal göstergeler, gerekse para talebinden oluşturulan parasal göstergeler orta ve uzun vadede enflasyon öngörüsü yapmak için kullanılmaktadır. Parasal analiz ayağı altında yapılan bütün analizler “Üç Aylık Parasal Değerlendirme” raporunda özetlenmektedir.

Şema 2
Avrupa Merkez Bankası (AMB) Para Politikası



AMB para politikası stratejisinin diğer bir ayağı ise, ekonomideki kısa dönemli gelişmelerden fiyat istikrarına yönelik doğan risklerin analiz edildiği ekonomik analiz ayağıdır. Bu kısımda temelde ekonomiye gelen şokların orta ve uzun vadeli yansımaları analiz edilmektedir. Bu kapsamda fiyat ve maliyet gelişmeleri, arz ve talep dengesizlikler ve finansal piyasalardaki gelişmeler mercek altına yatırılmaktadır. Yapılan analizler AMB personeli tarafından “Altı Aylık Makroekonomik Projeksiyonlar” altında özetlenmektedir.

Diğer gelişmiş ülkelerde ise parasal büyüklüklerdeki gelişmeler AMB’deki kadar sistematik bir yapıya oturtulmasa da, takip edilmekte olduğu en üst düzey otoriteler tarafından açıklanmaktadır (Bernanke, 2006; King, 2007). Ancak parasal analizin politika oluşturma sürecindeki faydasını ampirik bulgular belirlemektedir. Örneğin ABD’de dolanım hızındaki belirsizlikler parasal büyüklüklerin politika sürecine katkısını sınırlamaktadır. Bu nedenle parasal büyüklükler para politikası kararlarını doğrudan etkileyen bir değişken olmaktan çok, bilgi içeriğine bakılan bir değişken olmaktadır. Yine de ABD’de “Federal Open Market Committee” (FOMC) olarak adlandırılan para politikası kararlarının alındığı kurul, parasal büyüklüklerin önemli rol oynadığı P* modellerini araç çantası içinde bulundurmaktadır. P* modeli temelde mevcut parasal dinamiklerin ima ettiği denge enflasyonunun hesaplanmasında kullanılan bir modeldir. İngiltere’de ABD gibi parasal büyüklüklerin bilgi içeriğine bakılmaktadır. Bu kapsamda parasal büyüklüklerdeki gelişmeler enflasyon raporunda düzenli olarak tartışılmaktadır. İngiltere Merkez Bankası’nda parasal analizin en önemli unsurunu, geniş para tanımlarına gelen şokların arz ve talep olarak ayrıştırılması oluşturmaktadır. İngiltere’de “Kredi Durum Anketi” bu ayrıştırma için kullanılan en önemli araçlardan birisidir. Japonya’ya baktığımızda, para politikası stratejisinin fiyat istikrarına yönelik risklerin analiz edildiği uzun dönemli ayağında para ve kredi gelişmeleri yakından takip edilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere baktığımızda ise, parasal büyüklüklerdeki gelişmelerin incelenmesi için sistematik bir program açıklamadıkları görülmektedir. Ancak enflasyon hedeflemesi yapan bir çok merkez bankasının parasal büyüklüklerin enflasyona dair bilgi içeriğine baktığı anlaşılmaktadır. Bu bağlamda parasal büyüklüklerdeki nominal gelişmeleri enflasyon raporlarında düzenli olarak tartışılmaktadırlar.

5. Türkiye’de Parasal Analiz

Diğer ülkelerde parasal büyüklükleri para politikası kapsamında inceledikten sonra, Türkiye’de acaba parasal büyüklüklerden para politikası sürecinde daha etkin bir şekilde nasıl faydalanılabilir? sorusunu inceleyebiliriz.

5.a. Parasal Büyüklüğün Seçimi

Öncelikle referans alınacak parasal büyüklüğün seçiminin önemli olduğunu belirtmek gerekmektedir. Bu büyüklüğün seçimi temelde ampirik bir problem olsa da, diğer ülke tecrübeleri geniş para stoklarının kapsayıcı olmaları nedeniyle enflasyonla daha istikrarlı bir ilişki içinde olduklarını göstermektedirler. Bu nedenle Türkiye’de de M2Y ve AMB tanımlı M3 serilerinin enflasyonla daha istikrarlı bir ilişki içinde olması beklenmelidir.

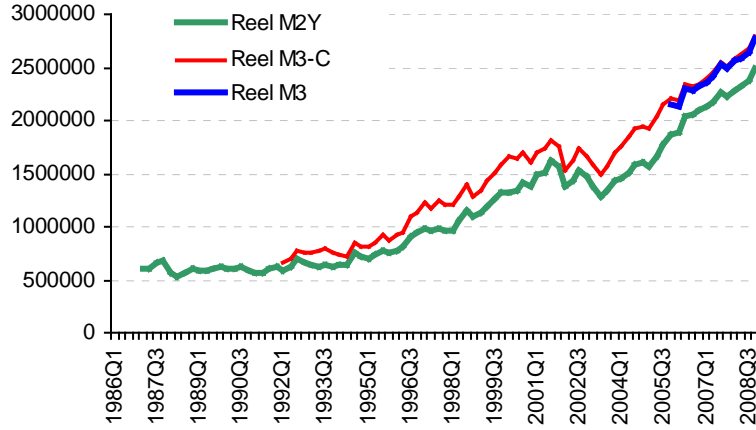
M2Y ve AMB tanımlı M3 serileri arasında dört temel fark vardır. Bunlar AMB tanımlı M3 serisinin M2Y’ye ek olarak aşağıdaki kalemleri içermesinden kaynaklanmaktadır.

1. Katılım Bankaları Mevduatı
2. Repo
3. B Tipi Likit Fonlar
4. Merkez Bankasındaki Vadesiz YP Mevduat

Bu kalemlerin eklenmesi doğru bir yaklaşım olsa da, Merkez Bankasındaki Vadesiz YP Mevduatı hariç diğer kalemlerin tarihsel seriler şeklinde geriye doğru uzatılması mümkün olmamakta veya ancak çok güçlü varsayımlarla uzatılabilmesi mümkün olmaktadır. Bu nedenle M2Y serisinin özellikle uzun vadeli yapılan analizlerde veri kısıtı ve güvenilirliği açısından M3 yerine kullanılması daha doğru bir seçim olacaktır.

Bu noktaya dikkat çektikten sonra Grafik 4’te M3 serisi, belli varsayımlar altında geriye doğru çeyrek dilimler bazında uzatılmaya çalışılmıştır. M3 serisi türetilirken öncelikle 2000-2005 arası Katılım Bankaları bilançolarından, bu bankalardaki TL ve Yabancı Para mevduatlar bulunmuş, bilançoların yıllık açıklanması durumunda ise aradaki boşluklar iki uç arasında doğrusal bir şekilde doldurulmuştur. Herhangi bir bilanço verisi bulunamaması nedeniyle 2000 öncesi dönemde katılım bankalarının toplam mevduatı M2Y’nin yüzde yüzde 2,5’i olarak varsayılmıştır. B tipi likit fon verisinin kaynağı Sermaye Piyasası Kuruludur.

Grafik 4. Tarihsel M2Y ve M3 Serileri



Ancak SPK B tipi fonların ayırımına 2005 yılı öncesinde gitmemektedir. Dolayısıyla M3 serisi oluşturulurken B Tipi Likit Fon yerine, B Tipi Fon'ların tamamı kullanılmıştır. Repo serisi ise 2002 yılından önce resmi olarak açıklanmaktadır. Repo serisinin 2002 öncesi dönemi, Türkiye Bankalar Birliği tarafından açıklanan banka bilançolarından bulunarak oluşturulmaya çalışılmıştır. T.C. Merkez Bankası YP Vadesiz Mevduatı ise Merkez Bankası bilançosunda düzenli olarak açıklanmaktadır. Sonuç olarak oluşturulan nihai M3, açıklanan resmi M3 ve M2Y serileri Grafik 4'te gösterilmektedir. Bu grafiğe baktığımızda zaman zaman, özellikle kısa vadeli faizlerin yüksek olduğu dönemlerde Repo miktarının artması nedeniyle M2Y ve M3 serileri arasındaki farkın arttığı görülmektedir. Ancak bu dönemler hariç tutulduğunda iki serinin de gerek dinamikleri gerekse uzun vadeli eğilimleri çok benzeşmektedir.

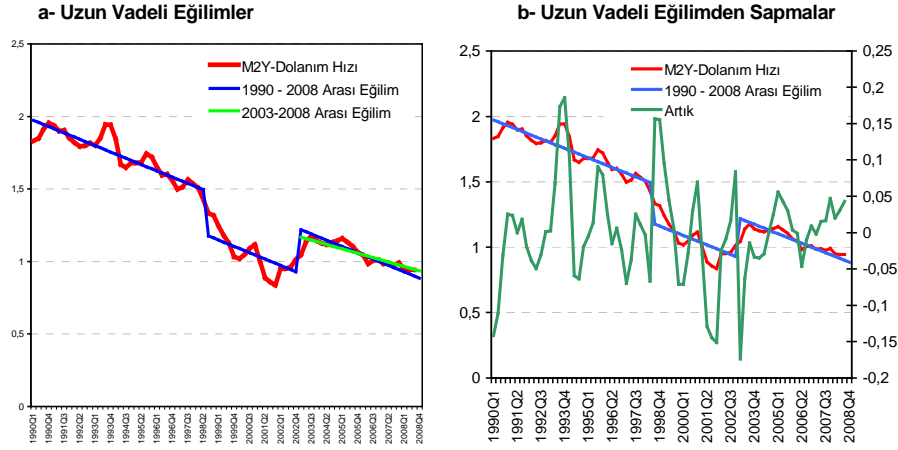
5.b. Paranın Dolanım Hızı

Parasal büyüklükleri para politikası sürecine daha etkin bir şekilde entegre edebilmek için öncelikle paranın dolanım hızının uzun vadeli eğilimlerinin tahmin edilebilir olması gerekmektedir. Böyle bir bulgu önemlidir, çünkü Paranın Miktar Teorisi (PMT) düşünüldüğünde parasal büyüme oranıyla enflasyon arasında uzun vadeli istikrarlı bir ilişkiye işaret etmektedir. Bu bulguyla beraber paranın miktarının kontrol edilebildiği durumlarda, tahmin edilebilir bir dolanım hızı eğilimi merkez bankalarının uzun vadede enflasyon üzerinde kontrol sağlamasına yardımcı olmaktadır. Ancak parasal büyüklüklerin para politikası sürecine daha

etkin bir şekilde entegre edilebilmesi için enflasyon ve parasal büyüme arasında t zamanında gözlenen istikrarlı bir ilişkiye ek olarak parasal büyüklüklerin gelecek zamanlardaki enflasyon ve milli gelirdeki değişimleri öngörme gücünün ampirik olarak da desteklenmesi gerekmektedir. Diğer yandan bu şartlar altında nominal faizler, reel faizler, kurlar gibi diğer değişkenlerin, para politikası tarafından uzun vadede etkilenbilmesi dolaylı bir şekilde paranın miktarının ayarlanması sonucu mümkün olabildiğinden, parasal büyüklükler içindeki bilgi merkez bankaları için daha önemli hale gelebilmektedir.

Paranın gelir dolanım hızının 1990-2009 arası eğilimi Grafik 5'te gösterilmektedir. Bu grafiğe baktığımızda paranın dolanım hızının istikrarlı bir şekilde düştüğünü görmekteyiz. Ancak Rusya krizinin yaşandığı 1998 yılının üçüncü çeyreğinden 2002 yılı dördüncü çeyreğinde genel seçimlerin yapılmasına kadar geçen dönem dikkat çekicidir. Bu döneme biraz daha yakından baktığımız da, Türkiye tarihinde gerek politik, gerekse ekonomik belirsizliklerin ve oynaklıkların en yoğun olarak yaşandığı bir dönem olarak hatırlanmaktadır. Rusya krizi sonrası oluşan yüksek reel ve nominal faizler, kamu dengelerinin iyice bozulması, sabit kur rejiminin uygulanması, bankacılık sektörünün sabit kur rejimiyle birlikte çökmesi, politik istikrarsızlıklar gibi olumsuz gelişmelerin bu dönemde yoğunlaştığı görülmektedir. Bu nedenle artan belirsizliğin etkisiyle, likit ve devlet garantisi altında olan banka mevduatlarına talebin artmasından kaynaklı parasal bir patlama yaşanmış ve dolanım hızının seviyesi aşağı yönlü kaymıştır. Bu belirsizlik ortamının 2002 seçimleri sonrası tekrar azalması, kısa vadeli faizlerin ve enflasyon beklentilerinin düşmesi, gibi gelişmeler mevduatlara karşı oluşan bu talebin tekrar borsa ve devlet kağıtları gibi diğer yatırım enstrümanlarına kaymasına neden olmuştur. Bunun sonucunda paranın dolanım hızının uzun vadeli gelişimi 1998 Rusya krizi öncesi eğiliminin ima ettiği seviyeye geri dönmüştür. Bu tarihten sonra da, sözkonusu uzun vadeli eğilim üzerinde azalmaya devam ettiği görülmektedir. Ancak yaptığımız çalışmalar 2002 sonrasında dolanım hızının uzun vadeli eğiliminin bir miktar azalmış olabileceği ihtimalini de dışlamamaktadır. Bu bulgu grafik üzerinde de gösterilmektedir.

Grafik 5. Paranın Dolanım Hızı (M2Y)

Tablo 1
Durağanlık Testleri

Testler	Örneklem 1990ç1 - 2008ç4		
	Test Değeri	% 5 Kritik Değer	Boş Hipotez
Perron Testi*	-5.4295	-3.80	Seride Birim Kök Var
ADF Testi	-5.4294	-1.9453	Seride Birim Kök Var
PP Testi	-4.4976	-1.9452	Seride Birim Kök Var
KPSS Testi	0.0893	0.4630	Sapmalar Durağan

*Yapısal kaymanın olduğu dönemde 18 gözlem vardır. Bu gözlem sayısı toplam 73 gözlemin yaklaşık yüzde 75'ine denk gelmektedir. Perron testi %5 kritik değeri yüzde 70 ve 80'e göre hesaplanmıştır. Burada verilen değer yüzde 70 değeridir. Yüzde 80 değeri ise -3.752dir.

Bu yaklaşımın ekonometrik açıdan doğru olup olmadığını, uzun vadeli eğilimden sapmaların durağan olup olmaması ve spesifikasyon testlerinin sonuçlarıyla değerlendirmek mümkündür. Sapmaların durağan olup olmadığına dair testler Tablo 1'de verilmektedir. Eğilimdeki yapısal kaymayı da göz önüne alınan Perron testi sapmaların durağan olduğu hipotezini desteklemektedir. Ayrıca ADF, PP ve KPSS gibi diğer durağanlık testleride herhangi bir probleme işaret etmemektedir. Diğer yandan Tablo 2'ye bakıldığında da anlaşılacağı üzere, uzun vadeli eğilimden sapmalar otokorelasyon için düzeltildikten sonra hesaplanan LM testi, Ramsey RESET testi, Jarque-Bera Testi, ARCH testi dikkate değer herhangi bir spesifikasyon probleminin bulunmadığını göstermektedir.

Tablo 2
Paranın Uzun Vadeli Dolanım Hızı Denklemine Tahmini

Değişkenler	Örneklem 1990ç1 - 2008ç4		Örneklem 2003ç1 - 2008ç4	
	Katsayı Değeri	t-istatistiği	Katsayı Değeri	t-istatistiği
Trend	-0.0042	-4.96	-0.0050	-4.34
Dolanım Hızı (1. Gecikme)	1.0476	9.84	0.6117	5.86
Dolanım Hızı (2. Gecikme)	-0.3344	-3.63	-	-
Testler	Değer	Olasılık	Değer	Olasılık
R²	0.9900		0.9117	
LM₁	0.0823	0.77	0.0091	0.92
LM₄	7.3186	0.12	1.5926	0.81
Jarque-Bera	0.8641	0.65	0.3473	0.84
ARCH₁	0.7933	0.37	0.0440	0.83
Ramsey-RESET	0.4230	0.52	1.0847	0.30

- OLS yöntemiyle tahmin edilmiştir.

- Dolanım hızı Gayri Safi Nominal Yurtiçi Hasılanın M2Y büyüklüğüne bölünmesiyle edilmiştir.

5.c. Referans Büyüme Oranı

Paranın dolanım hızının uzun vadeli eğiliminin tahmin edilebilir olması enflasyon hedefleriyle tutarlı parasal büyüme oranlarının ne olması gerektiği konusunda bize yardımcı olmaktadır. Önceden de bahsedildiği üzere, enflasyon hedefiyle tutarlı parasal büyüme oranını PMT'yi kullanarak bulmamız mümkündür. Bu teoriye göre sözkonusu parasal büyüme, enflasyon hedefi ve milli gelir büyümesi toplamından paranın dolanım hızındaki değişimin çıkarılmasıyla bulunmaktadır. Bunu bir eşitlik olarak ifade edersek;

$$\bar{\mu}_t = \pi_t^* + \Delta y_t^n - \Delta v_t^* \quad (\text{PMT})$$

Yukarıdaki eşitlikte ($\bar{\mu}$) enflasyon hedefiyle tutarlı parasal büyüme oranını, (π^*) enflasyon hedefini, (y^n) potansiyel milli geliri, (v^*) paranın dolanım hızındaki uzun vadeli eğilimi ve (Δ) işareti de fark operatörünü göstermektedir. Tablo-3'den de görüleceği üzere enflasyon hedefinin yüzde 7,5, potansiyel büyüme oranının yüzde 5 ve paranın dolanım hızındaki değişimi de 1990-2008 arası eğiliminden hareket ederek yüzde 6 azaldığı kabul edilince, enflasyon hedefiyle tutarlı referans alınabilecek yıllık M2Y büyümesinin yüzde 18,3 olarak bulunmaktadır. Bu oran model otokorelasyon için düzelttikten sonra da değişmemektedir. Ancak 2003-2008 arasında dolanım hızının uzun vadeli eğiliminde gözlenen düşüş dikkate alındığında, enflasyon hedefiyle tutarlı parasal büyüme oranının yüzde 16,6'ya

gerilediğini görülmektedir. Bu tabloda ayrıca 2010 enflasyon hedefiyle birlikte fiyat istikrarının yüzde 4 kabul edildiği durum içinde, M2Y büyüme oranları verilmektedir. Bu oran 1990-2008 arası eğilim baz alındığında yüzde 14,8, 2003-2008 arası eğilim baz alındığında yüzde 13,1 olarak bulunmaktadır.

Tablo 3
M2Y için Referans Büyüme Oranları (Yıllık % Değişimler)

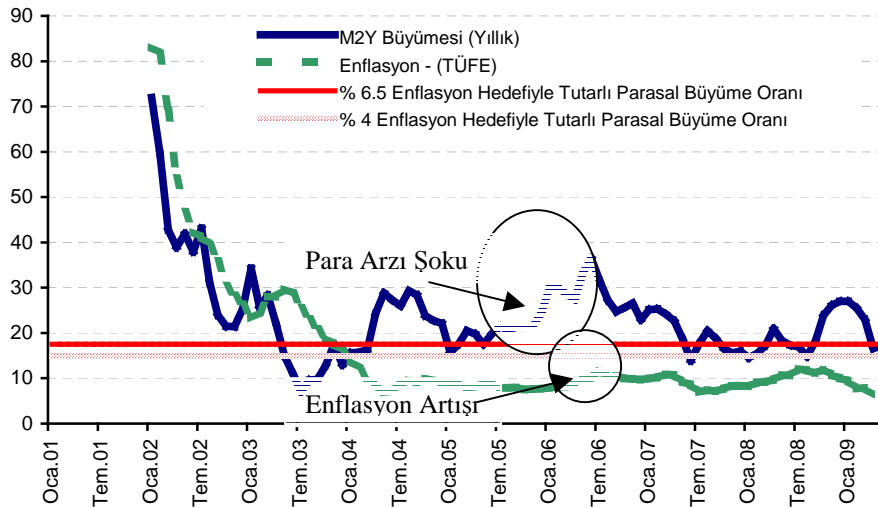
	1990-2008 Arası Eğilim			Kısa Vadeli Model			2003-2008 Arası Eğilim		
	2009	2010	Fiyat İstikarı	2009	2010	Fiyat İstikarı	2009	2010	Fiyat İstikarı
Δy	5	5	5	5	5	5	5	5	5
π_t^*	7.5	6.5	4	7.5	6.5	4	7.5	6.5	4
Δv^*	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8	-4.1	-4.1	-4.1
μ	18.3	17.3	14.8	18.3	17.3	14.8	16.6	15.6	13.1

-Merkez Bankasının 2009 ve 2010 yılları için açıkladığı enflasyon hedefleri için Tüketici Fiyat Endeksi baz alınmıştır.

-Dolanım hızı hesaplanırken M2Y parasal büyüklüğü baz alınmıştır.

-Fiyat istikrarıyla tutarlı enflasyon oranı yüzde 4 olarak varsayılmıştır.

Grafik 6 M2Y Gelişmeleri ve Referans Büyüme Oranı



M2Y büyümesinin son dönem dinamiklerine bakıldığında, 2009 yıl sonu enflasyon hedefiyle tutarlı bir şekilde geliştiği görülmektedir. Diğer yandan M2Y büyümesinin 2007 yılı başından beri ortalamda yüzde 18'ler civarında büyümesi ve önümüzdeki dönemde ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın etkisiyle özel sektörden M2Y büyümesine gelecek katkının sınırlı kalması, M2Y dinamiklerinin

önümüzdeki dönemde de 2010 enflasyon hedefiyle tutarlı seyretme olasılığının yüksek olabileceğini göstermektedir. Ancak bu dönemde parasal dinamikler açısından en önemli risk faktörü, mali disiplindeki bozulmanın mevcut eğilimini sürdürmesiyle beraber özel sektöre açılan kredilerin beklenenden önce toparlanması ve M2Y büyümesi üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaya olacaktır.

M2Y dinamiklerinden fiyat istikrarına karşı oluşabilecek risklerin önceden farkedilmesi, özellikle gelen şokların arz ve talep olarak ayrıştırılabilmesi durumunda mümkündür. Grafik 6'dan da görüleceği üzere, bu ayrıştırmanın Türkiye'de zaman zaman çok önemli sinyaller verebileceği anlaşılmaktadır. Grafikte M2Y büyümesi 2005 yılının başında itibaren yukarı yönlü harekete başlamış ve 2005 yılının sonunda bu eğilim açık bir şekilde belirginleşmiştir. Ancak M2Y büyümesinin, 2006 için yüzde 4 olarak açıklan enflasyon hedefiyle tutarlı olabilmesi için, 1990-2008 arası eğilim baz alındığında ortalama da yüzde 15 büyümesi gerektiğinden, 2005 yılı başından itibaren başlayan yukarı yönlü hareket aslında enflasyonist risklerin yavaş yavaş biriktirildiğini göstermektedir. Nitekim bu gelişme 2006 ortalarından itibaren enflasyonun artmasıyla sonuçlanmıştır. Doğal olarak, her zaman M2Y büyümesinin referans alınacak değerin üzerine çıkması enflasyonist risklere işaret etmesi beklenmemelidir. Önemli olan yukarı yönlü hareketlenmenin para arzı tarafından kaynaklanması ve bunun kalıcı olmasının anlaşılmasıdır. Bu bakış açısıyla 2005 yılı ve 2006 yılı başları, bankaların özel sektöre açtıkları kredilerin yüksek oranlarla arttığı yıllar olmuştur. Grafik 3'ten de görüleceği üzere bu gelişmeyle birlikte para arzı karşılık kalemlerinden olan özel sektörden alacakların M2Y büyümesine verdiği katkı da belirginleşmiştir. Bu nedenle M2Y dinamiklerinin bu dönemde arz kaynaklı artışı iddia etmek mümkündür.

6. Sonuçlar

Uzlaşma modelleri olarak adlandırılan teorik modellerin kurgusu, enflasyon, milli gelir ve nominal faizlerin uzun vadeli belirlenmesinde paranın gereksiz olduğu tezini, ancak enflasyon hedefinin veya nominal faizlerin uzun vadede merkez bankaları tarafından belirlenebildiği ekonomiler için destekleyebilmektedir. Her ne kadar bazı ekonomilerin yapısal özelliklerinden dolayı enflasyon hedefinin uzun vadede merkez bankası tarafından etkilenebilmesi mümkün olsa da, para arzı şoklarının önemli olduğu ekonomilerde bu etki zayıf kalabilmektedir. Diğer yandan yapılan bir çok çalışma parasal büyüklüklerin enflasyon, nominal faizler ve reel

milli geliri kontrol ettikten sonra bile gelecekteki enflasyon ve milli geliri açıklayabildiğini göstermektedir. Ayrıca küresel mali krizin 2008 yılının Eylül ayından itibaren derinleşmesiyle beraber yaşanan gelişmeler de, aslında para arzlarının enflasyonist beklentileri çıpalayarak deflasyonist risklerin savuşturulması için çok önemli bir politika değişkeni olabileceğini göstermektedir. Bu amaç doğrultusunda bir çok gelişmiş ülke merkez bankaları geleneksel olmayan para politikası enstrümanları kanalıyla kredi piyasalarının sağlıklı bir şekilde işlemlerini sağlayarak, geniş para arzının istikrarlı bir şekilde artırılmasına yardımcı olmaktadır.

Bu çalışmada Türkiye verileri kullanarak yaptığımız analizler parasal büyüklüklerin önemli olduğu tezini, Türkiye ekonomisi için desteklemektedir. Bu kapsamda uzun vadeli paranın gelir dolanım hızının Türkiye’de tahmin edilebilir olduğu görülmektedir. Para politikası stratejisinin belirlenmesi açısından bu bulgu önemlidir. Çünkü bu sayede PMT’nin işaret ettiği enflasyon hedefiyle veya fiyat istikrarıyla tutarlı parasal büyüme oranı bulunabilmektedir. Diğer yandan analiz bir adım ileriye götürüldüğünde, parasal büyüklüklerin bu orandan kalıcı sapmalarının arz ve talep şokları şeklinde ayrıştırılabilmesinin para politikası açısından faydalı olduğu anlaşılmaktadır. Bu ayrıştırma sayesinde fiyat istikrarına yönelik riskler hakkında diğer makro ekonomik değişkenlerde içerilmeyen zamanlı bilgilere ulaşılması mümkün olmaktadır.

Kaynakça

- Assenmacher-Wesche, K. ve S. Gerlach (2008) "Money Growth, Output Gaps, and Inflation at Low and High Frequency: Spectral Estimates for Switzerland" *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol.32, pp:411-435.
- (2007) "Money at Low Frequencies" *Journal of European Economic Association*, Vol.5(2-3), pp: 534-542
- Benati, L. (2005) "Long-run Evidence on Money Growth and Inflation" *Bank of England Quarterly Bulletin*, Autumn, pp: 349-55
- Bernanke, B.S. (2006) "Monetary Aggregates and Monetary Policy at the Federal Reserve – A Historical Perspective" *Remarks at the Fourth ECB Central Banking Conference "The Role of Money: Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century"* Frankfurt am Main.
- Borio, C. ve P. Lowe (2004) "Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness?" BIS Working Paper, No: 157
- Clarida, R. J. Gali ve M. Gertler (1999) "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective" *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, No.4, pp: 1661-1707
- Fischer, B, M. Lenza, H. Pill ve L. Reichlin (2008) "Money and monetary policy: the ECB experience 1999-2006" in *Conference Volume of the 4th ECB Central Bank Conference on "The role of money: money and monetary policy in the twentyfirst century"*.
- Issing, O. (2007) "Monetary Policy over Fifty Years" *A Conference to Mark the 50th Anniversary of the Deutsche Bundesbank*, Frankfurt am Main, 21 September 2007
- (2002) "Monetary Policy in a Changing Environment" Contribution to the Symposium on "Rethinking Stabilization Policy" hosted by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 30 August 2002
- King, M. (2007) "The MPC Ten Years on" *Quarterly Bulletin*, No: 2007-Q2
- Leeper, E. M. ve J.E. Roush (2003) "Putting 'M' Back in Monetary Policy" *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.35(6), pp: 1217-1256
- Meyer, L.H. (2001) "Does Money Matter?" *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, September/October.
- Nelson, E. (2008) "Why Money Growth Determines Inflation in the Long Run: Answering the Woodford Critique" *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series*, May, No:2008-13A
- (2003) "The Future of Monetary Aggregates in Monetary Policy Analysis" *Journal of Monetary Economics*, Vol.50(5), pp:1029-1059
- Okina, K. (1999) "Monetary Policy Under Zero Inflation: A Response to Criticisms and Questions Regarding Monetary Policy" *Monetary and Economic Studies*, December, pp:157-181
- Reynard, S. (2006) "Money and the Great Disinflation" *Swiss National Bank Working Paper*, No: 2006-7
- Smets, F. R. ve R. Wouters (2007) "Shocks and Frictions in U.S. Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach" *American Economic Review*, Vol.97, pp: 586-606
- Woodford, M. (2003) "Interest and Prices : Foundations of a Theory of Monetary Policy" *Princeton*: Princeton University Press.
- (2007) "How Important Is Money in the Conduct of Monetary Policy" *NBER Working Paper Series*, No: 13325