

PARASAL ANALİZE BİR BAKIŞ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

K. Azim Özdemir*

ABSTRACT The primary goal of this study is to introduce monetary analysis for the Turkish economy in the light of empirical evidences that demonstrate the importance of this analysis for the economy. In the study we also focus on the implication of persistent money supply shocks, particularly shocks that are emanating from fiscal policies, on the Turkish economy by using a monetary disequilibrium model. Results show that if the government adopts a fiscal rule, as it is detailed in the study, instead of the current fiscal policies, then the Turkish economy attains a lower budget deficit, inflation and interest rates, but appreciated Turkish lira in the long-run. Additionally, this fiscal move may cause reductions in the real output growth in the short run, but the contractionary effects seem to be very limited over the long-run.

A SURVEY ON MONETARY ANALYSIS: TURKISH EXAMPLE

JEL E51, E52, E58, E40, E31, C50

Keywords Monetary Aggregates, Monetary Indicators, Monetary Disequilibrium Models, Fiscal Rule

öz Çalışmamızda öncelikle parasal büyüklüklerin bilgi içeriğinin ortaya çıkarılmasını amaçlayan parasal analiz genel hatlarıyla tanıtarak, Türkiye ekonomisi için bu analizi önemli kılan bazı ampirik bulgulara yer verilmektedir. Bir sonraki aşamada ise, para arzı şoklarının ekonomi üzerindeki etkilerini izlemek için parasal dengesizliğe dayanan makroekonometrik bir model tanıtılmakta ve süregelen para arzı şoklarının önemli bir kaynağı olan maliye politikasının makroekonomik dengeler üzerindeki etkileri oluşturulan bu modelin varsayımları altında incelenmektedir. Elde edilen sonuçlar, mevcut maliye politikasının terk edilerek detayları çalışmamızda belirtilen mali kurala geçilmesi durumunda, Türkiye ekonomisinin uzun vadede daha düşük bir bütçe açığına, enflasyona, faiz oranına ve daha güçlü bir Türk lirasına sahip olacağını göstermektedir. Ayrıca bu politika değişikliğinin reel milli gelir büyümesi üzerinde kısa vadede bir miktar düşüş yarattığı, ancak uzun vadede daraltıcı etkinin sınırlı kaldığı gözlenmektedir.

JEL E51, E52, E58, E40, E31, C50

Anahtar Kelimeler Parasal Büyüklükler, Parasal Göstergeler, Parasal Dengesizlik Modelleri, Mali Kural

* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, İstiklal Cad.10, 06100-Ankara, Türkiye ▪ **ÖZDEMİR:** azim.ozdemir@tcmb.gov.tr ▪ Çalışmada sunulan görüşler yazara ait olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nı veya çalışanlarını bağlayıcı nitelik taşımaz.

1. Giriş

Türkiye’de üzerinde yeterince araştırma yapılmayan konuların başında parasal büyüklükler gelmektedir. Bu nedenle doğrudan enflasyon hedeflemesinin ön plana çıkarıldığı günümüz para politikaları uygulamaları içinde paranın ekonomideki rolüyle ilgili birçok sorunun cevabı yeterince tartışılmamaktadır. Bu soruların bazılarını şöyle sıralamak mümkündür: “Türkiye için var olan ampirik bulgular politika yapımcıların parasal büyüklüklerden faydalanması gerektiğine işaret etmekte midir? Türkiye’de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejimi içinde parasal büyüklüklerin yeri ne olmalıdır? Parasal büyüklüklerin bilgi içeriğini ortaya çıkarmak için yapılabilecek analizler nelerdir? Türkiye’de parasal büyüklükler makroekonometrik modellere entegre edilmeli midir?” Literatürdeki bu boşluktan hareketle çalışmamızda, bu ve buna benzer soruların cevapları miktar teorisinin varsayımları ışığında araştırılmaktadır. Ayrıca parasal büyüklüklere gelen şokları talep kaynaklı varsayan Yeni Keynesyen paradigmanın aksine, Türkiye gibi bankacılık sisteminin finansal aracılık faaliyetlerinde ağırlıklı olduğu ve kamunun finansman açığınının önemli bir kısmının bankalar aracılığıyla karşılandığı ülkelerde şokların daha çok arz yönlü ve süregelen olabileceğine, dolayısıyla parasal büyüklüklerdeki bilgilerin gözardı edilmesinin orta ve uzun vadede ekonomiyi istikrarsızlaştırabileceğine dikkat çekilmektedir.

Bilindiği üzere Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2006 yılı başından itibaren, para politikasını yönlendirmek için Açık Enflasyon Hedeflemesi stratejisini benimsemiştir. Bu rejim içinde parasal büyüklükler, politika kararlarının belirlenmesinde doğrudan bir rol almamaktadır. Ancak, enflasyon hedeflemesi rejiminin bir özelliği de her türlü kaynaktan elde edilen bilgileri kapsayıcı (information inclusive) olmasıdır. Bu nedenle, gelecekteki enflasyon gelişmeleri hakkında bilgi üretme potansiyeli olan bütün analizler, bu rejim içinde kendisine yer bulabilmektedir. Bu çerçeveden bakıldığında parasal analizin dolaylı bir şekilde de olsa TCMB’nin karar alma sürecini etkileyebilme potansiyeli taşıdığını iddia etmek yanlış olmayacaktır.

Diğer yandan enflasyonda gözlenen orta ve uzun vadeli eğilimlerin parasal genişlemedeki eğilimlerle ilişkili olduğu tezi birçok ülke ve farklı zaman dilimleri kullanılarak tek bir ülke için yapılan çalışmalar tarafından desteklenmektedir (McCandless ve Weber, 1995; Lothian ve McCarthy,

2009; Lucas, 1980; Sargent ve Surico, 2008; Benati, 2009). Ekonomistler arasında üzerinde uzlaşa olan bu bulgunun yanı sıra para ve kredi genişlemelerinin orta ve uzun vadede genel fiyat seviyesine yansımada önce varlık fiyatlarını istikrarsızlaştırabileceği de iddia edilmektedir (Adalid ve Detken, 2007; Adrian and Shin, 2008). Ayrıca paranın ekonomideki rolüne dair yapılan bazı çalışmalar, parasal büyüklüklerin toplam talebi belirleyen faktörleri özetleyen bir endeks gibi algılanabilmesinin mümkün olduğunu göstermektedir (Leeper ve Roush, 2003; Assenmacher-Wesche ve Gerlach, 2007). Bu tür çalışmalardan çıkarılabilecek en önemli sonuç, para politikaları stratejilerinin parasal gelişmelerin bilgi içeriğinden faydalanacak şekilde oluşturulması gerektiğidir.

İleriki bölümlerde tartışılacağı üzere, Türkiye’de parasal analizi önemli kılan bazı ampirik bulgular vardır. Özellikle geniş parasal büyüklük tanımları kullanılarak hesaplanan gelir dolanım hızlarının istikrarlı bir şekilde azaldığı görülmektedir. Diğer yandan para talebiyle ilgili yapılan çalışmalar, makroekonomik belirsizliklerin para tutma davranışları üzerindeki etkisi dikkate alındığında, M2Y ve Avrupa Merkez Bankası tanımlı M3 (M3-AMB) gibi geniş parasal büyüklüklerle milli gelir ve faizler arasında istikrarlı bir ilişkinin elde edilebileceğini göstermektedir.¹ Parasal analizi Türkiye’de ön plana çıkarabilecek diğer bir faktör ise, bankacılık sektörünün yapısı, mali politikalarla ilgili endişeler ve uluslararası sermaye akımları gibi nedenlerle ekonominin süregelen para arzı şoklarına maruz kalma riskinin günümüzde de gerçek bir risk olarak karşımızda durmasıdır.

Bir sonraki bölümde parasal analizi Türkiye için önemli kılan ampirik bulgulara yer verilmektedir. Üçüncü bölümde içinde parasal büyüklüklerin rol aldığı makroekonomik bir model tanıtılarak, süregelen para arzı şoklarının önemli bir kaynağı olan maliye politikası, mevcut politikalarla mali kural karşılaştırılması yapılarak parasal bir bakış açısından irdelenmektedir. Çalışmanın bulguları sonuç bölümde özetlenmektedir.

2. Türkiye İçin Ampirik Bulgular

2.1. Orta ve Uzun Vadeli Yönelimler

Grafik 1a’da görüleceği üzere parasallaşma evreleriyle enflasyonist süreçler birbirleriyle örtüşmektedir. Bu tespit bize, parasal gelişmelerin altında yatan süregelen dinamikler ortaya çıkarıldığı takdirde enflasyondaki

¹ Bu çalışmada geniş parasal büyüklük tanımları olarak M2Y ve Avrupa Merkez Bankası para arzı tanımları dikkate alınarak 2005 yılı sonundan itibaren “Yeni Para Arzı Sunumları” başlığı altında TCMB tarafından kamuoyuna açıklanan Avrupa Merkez Bankası tanımlı M3 (çalışmamızda M3-AMB şeklinde kısaltılmıştır) kullanılmaktadır. M3-AMB’nin M2Y’den farkı, M2Y’ye ek olarak Katılım Bankaları Mevduatını, Repoyu, B Tipi Likit Fonlarını ve TCMB’deki Vadesiz YP Mevduatını içermesidir. Çalışmamızda açık bir şekilde belirtilmediği Geniş Para deyimini ile 2005 yılına kadar M2Y, 2005 yılından sonra M3-AMB kullanılmıştır.

uzun vadeli dinamiklerin de anlaşılacağını söylemektedir Diğer yandan Grafik 1b’de görüleceği üzere uzun vadeli çevrimler kadar sıkı olmasa da, parasal büyüme ve enflasyon serilerinden elde edilen 1-5 yıl arasındaki kısa vadeli çevrimler de beraber hareket etmektedirler. Finansal koşullar, iş çevrimleri ve para politikasının gidişatıyla ilişkilendirilebilmesi mümkün olan kısa vadedeki bu eşgüdümsel hareketlilikler de en az orta vadeli enflasyon dinamikleri kadar para politikası açısından önem arz etmektedir. Örneğin, 1994 yılında yaşanan kur krizde ekonominin parasallaştığı ve ortaya çıkan parasal dengesizliğin ağırlıklı olarak fiyat artışları tarafından giderildiği anlaşılmaktadır. Dolayısıyla yaratılan parasallaşmanın kalıcı olabileceği endişesi sonucunda enflasyon beklentilerinin bozulması, kriz dönemlerinde para politikasına duyulan güvenin kırılmasına işaret etmektedir.

2.2. Paranın Gelir Dolanım Hızı ve Parasal Göstergeler

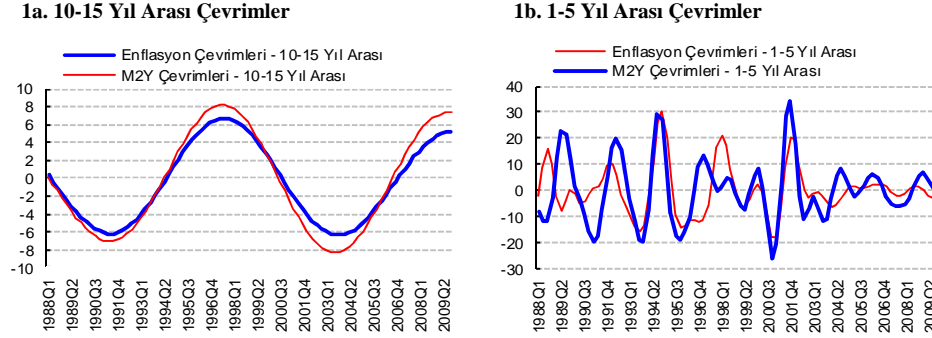
Geniş parasal büyüklükler (M2Y ve M3) kullanılarak hesaplanan ve Grafik 2’de gösterilen gelir dolanım hızlarının orta vadeli bir yönelim etrafında azaldığı görülmektedir.² Bu grafiklerde dikkati çeken diğer bir nokta ise, özellikle 1999-2002 arasında gelir dolanım hızında aşağı doğru gözlenen kayma olgusudur. Ekonomideki hızlı parasallaşmanın bir göstergesi olan bu kayma, o dönemde ortaya çıkan ekonomik ve politik belirsizlikler sonucu hane halklarının harcamalarını erteleyerek yüksek getirisi olan, likit ve daha güvenli kısa vadeli banka mevduatlarına yönelmesinden kaynaklanmış olduğu anlaşılmaktadır. Ancak ekonominin 2002 yılından sonra daha istikrarlı bir yapıya kavuşmasıyla birlikte geçici nitelikte olduğu anlaşılan bu parasallaşma, enflasyonist dinamikleri harekete geçirmeden tersine dönmüş ve nominal gelir ile geniş parasal büyüklükler arasında 1999 yılı öncesinde gözlenen ilişkinin ima ettiği parasal büyüme oranıyla tutarlı hale gelmiştir.

Paranın gelir dolanım hızındaki söz konusu gelişmeyi, dikkate alırsak, 1990 yılı başından günümüze kadar gelir dolanım hızının her yıl ortalama M2Y için yüzde 5, AMB tanımlı M3 için yüzde 6 civarında azaldığı anlaşılmaktadır. Gelir dolanım hızını 1990’lı yıllar ve 2000’li yıllar olarak ikiye ayırdığımızda da ortalama küçülme oranının anlamlı bir şekilde farklılaşmadığı görülmektedir. Bu bulgu özellikle ekonominin orta vadede potansiyel büyüme ve fiyat istikrarı hedefine eşlik etmesi gereken geniş para artışı hakkında güvenilir bilgi vermesi açısından önemlidir. Şöyleki paranın

² Dar para tanımları kullanılarak hesaplanan gelir dolanım hızları M2Y ve M3 tanımlarına göre daha oynak bir yapıya sahiptir. Bu nedenle dar parasal büyüklüklerle enflasyon arasındaki ilişkinin para politikası açısından önemi, göreceli olarak daha azdır.

miktar teorisinin varsayımlarından hareketle söz konusu geniş para büyümesini, değişim denklemini kullanarak aşağıdaki gibi ifade edebiliriz,

Grafik 1. Geniş Parasal Büyüklükler ve Enflasyon Çevrimleri (Yıllık Yüzde)



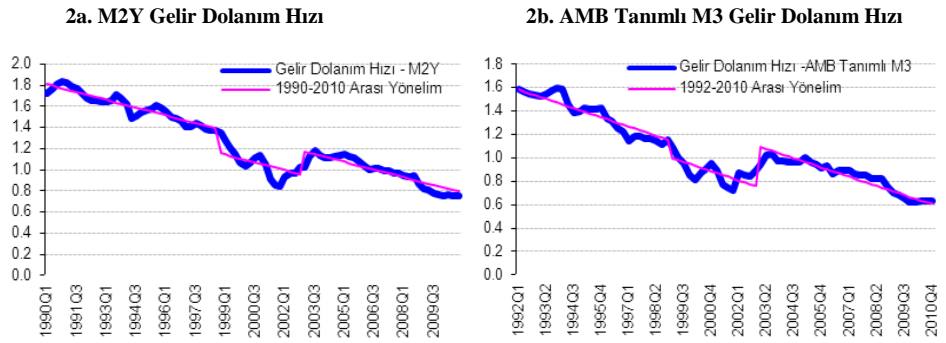
Christiano-Fitzgerald tarafından önerilen asimetrik filtreleme yöntemi kullanılmıştır.

$$\Delta m^{Re f} = \Delta p^{Hedef} + \Delta y^{Pot} - \Delta v^{Trend} \quad (1)$$

Bu denklemde ($\Delta m^{Re f}$) fiyat istikrarını tanımlayan enflasyon hedefiyle tutarlı geniş paradaki (M2Y veya M3) yıllık yüzde değişim oranını, (Δp^{Hedef}) fiyat istikrarını tanımlayan enflasyon hedefini, (Δy^{Pot}) potansiyel büyüme oranını, (Δv^{Trend}) ise paranın gelir dolanım hızındaki uzun vadeli yıllık ortalama değişim oranını göstermektedir. Türkiye için fiyat istikrarı tanımını yüzde 5, ekonominin potansiyel büyüme oranını yüzde 5 ve gelir dolanım hızının orata vadeli yıllık değişimini yukarıda da gösterildiği üzere M2Y için eksi yüzde 5, AMB tanımlı M3 (M3-AMB) için eksi yüzde 6 olarak kabul edersek, orta vadeli makro ekonomik dengelerle tutarlı geniş parasal büyüme oranlarının yüzde 15-16 civarında gerçekleşmesi gerektiği bulunmaktadır.

Fiyat istikrarı hedefiyle tutarlı geniş parasal büyüme oranını hesaplamamızın diğer bir yöntemi ise istikrarlı bir para talebi fonksiyonundan hareket etmektir. Bu iki yöntemin, enflasyonla parasal genişleme arasında istikrarlı bir ilişki olması durumunda bir birine çok yakın sonuçlar üretmesi beklenmektedir. Bu argümanı test etmek için Türkiye’de yapılan para talebi çalışmalarına bakmamız gerekmektedir. Türkiye için son zamanlarda Merkez Bankası bünyesinde yapılan çalışmalar Tablo 1’de özetlenmektedir. Daha istikrarlı olduğu gösterilen ve diğer modelleri de kapsayan tablonun birinci satırındaki uzun vadeli para talebi modelini kullanacak olursak,

Grafik 2. Geniş Para Büyüklükleri İçin Hesaplanan Gelir Dolanım Hızları (Yıllık GSYİH/Geniş Para – Logaritmik Ölçek)



- Avrupa Merkez Bankası tanımlı M3 (M3-AMB) serisinin 2006 yılı öncesi verileri yazarın kendi hesaplamasıdır.

Tablo 1. Uzun Vadeli Geniş Para (M2Y) Talebi Fonksiyonu Katsayıları

Model	Metodoloji	Değişkenler					
		Milli Gelir	Faiz Farkı	Hazine Gösterge Faizi	1 Aylık Mevduata Verilen Faiz	Bütçe Oynaklığı	Milli Gelir Oynaklığı
ÖS-2010	ML-Johansen	-1.6657 (0.744)	0.3664 (0.0451)			2.1809 (0.2024)	-
ÖS-2010	ML-Johansen	-1.7249 (0.1627)	0.5519 (0.0845)			-	-0.1250 (0.0292)
ÖS-2009	OLS	1.9974 (0.0680)	-	-0.3800 (0.0810)	0.6000 (0.1493)	-	-
ÖS-2009	DOLS-Hamilton	2.0573 (0.0667)	-	-0.7800 (0.0918)	1.2500 (0.1753)	-	-
ÖS-2009	DOLS-S-W	2.0993 (0.1198)	-	-0.6800 (0.1368)	1.0900 (0.2489)	-	-
ÖS-2009	KF	1.9625 (0.0662)	-	-0.1300 (0.1757)	0.3900 (0.2600)	-	-

- Faiz farkı Hazine Gösterge faizi ile 1 aylık mevduata verilen faiz arasındaki farkı işaret etmektedir.

- ÖS kısaltması Özdemir ve Saygılı tarafından yapılan çalışmaları göstermektedir.

- ML, DOLS ve KL kısaltmaları sırasıyla Maximum Likelihood, Dynamic Ordinary Least Square ve Kalman Filter tahmin metodolojilerine işaret etmektedir.

- Bütçe oynaklığı bütçe dengesinin milli gelire oranından hesaplanmıştır. Milli Gelir oynaklığı ise çeyreklik milli gelir büyümesinden hesaplanmıştır. Hesaplama yöntemleriyle ilgili detaylı bilgi Özdemir ve Saygılı (2010) çalışmasında mevcuttur.

$$m_t - p_t = c + \beta_y y_t + \beta_{sr} ifark + \beta_{vol} EkoBel \quad (2)$$

Bu denklemde (m) nominal değerlerle logaritmik geniş parayı (M2Y veya M3-AMB), (p) ortalama fiyat seviyesinin logaritmasını, (y) logaritmik reel milli geliri, ($ifark$) hazine faizi ile 1 aylık mevduat faizi arasındaki farkı ve ($EkoBel$) ise ekonomideki belirsizlik düzeyini göstermektedir. Yukarıdaki para talebi fonksiyonunu değişim olarak ifade edip, değişkenlerle ilgili orta vadeli eğilimleri kullanırsak,

$$\Delta m_t^{Ref} - \Delta p_t^{Hedef} = \Delta c + \beta_y \Delta y_t^{Pot} + \beta_{sr} \Delta ifark^{Trend} + \beta_{vol} \Delta EkoBel^{Normal} \quad (3)$$

Ekonomideki bütün dengelerin yerine oturduğu orta ve uzun vadede, (c) sabit katsayısı ile (*ifark*) ve (*EkoBel*) değişkenlerindeki değişimin sıfır olması gerektiği öngörülmektedir. Bu durumda söz konusu değişkenleri yukarıdaki denklemden düşürürsek, para talebi fonksiyonundan hesaplanan fiyat istikrarı tanımıyla tutarlı parasal genişleme oranı aşağıdaki gibi ifade edilebilecektir;

$$\Delta m_t^{Ref} = \Delta p_t^{Hedef} + \beta_y \Delta y_t^{Pot} \quad (4)$$

Gelir esnekliği için para talebi çalışmalarından elde edilen ve Tablo 1’de verilen esneklik değerlerinin ortalaması olan 1,9’u, potansiyel büyüme oranı olarak yüzde 5’i ve orta vadeli enflasyon oranı olarak da yine yüzde 5 oranını alırsak, bu denklemden fiyat istikrarı hedefi için referans teşkil edecek geniş para büyüme oranının yüzde 14,5 olması gerektiği hesaplanacaktır. Ancak gerek potansiyel büyüme oranında, gerekse gelir esnekliği katsayılarındaki belirsizlikler dikkate alındığında, bu referans oranın Türkiye için aralık şeklinde belirlenmesinin daha isabetli olacağı düşünülmektedir. Bu nedenle referans büyüme oranına artı ve eksi yönde 1,5 puan eklersek, geniş para büyümesinin orta vadede yüzde 13-16 aralığında büyümesinin fiyat istikrarı hedefiyle tutarlı olacağı anlaşılmaktadır. Bu aralığın da, Grafik 2’de gösterilen paranın gelir dolanım hızınlardaki yönelimlerin ima ettiği yüzde 15 ve 16 oranlarını da içerdiği görülmektedir.

Referans geniş para büyüme aralığı olarak da adlandırabileceğimiz fiyat istikrarı hedefiyle tutarlı aralık, enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönem esas alınarak Grafik 3’de çizdirilmiştir. Aynı grafikte TÜFE enflasyon oranı, enerji kalemleri hariç TÜFE enflasyon oranları ve geniş para büyüme oranlarına da yer verilmektedir. Görüleceği üzere, 2004 yılından itibaren gözlenen parasal büyüme oranı ortalama referans büyüme oranının üzerinde kalmıştır. Benzer şekilde enflasyon oranları da gerek TÜFE, gerekse enerji hariç TÜFE’de yüzde 5 fiyat istikrarı tanımının üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gözlem her ne kadar son yıllarda orta vadeli enflasyon oranında önemli bir düşüş olsa da, neden enflasyon oranının halen TCMB’nin yüzde 4-5 olan orta-uzun vadeli enflasyon hedefinin üstünde kaldığını açıklayabilen bir bulgudur.

Parasal dinamiklerin gelecekte yaratacağı enflasyonist baskıları daha iyi anlamak için, büyüme oranları yerine stok değerlerin ima ettiği parasal dengesizliklerin de analiz edilmesi gerekmektedir. Bu amaç doğrultusunda öncelikle uzun dönemli makroekonomik dengeler dikkate alınarak ekonominin ihtiyaç duyacağı para miktarının hesaplanmasına ihtiyaç duyulmaktadır. İstikrarlı bir para talebi fonksiyonundan hesaplanması

mümkün olan bu değer bir baz oluşturacağından, mevcut para miktarıyla karşılaştırılarak gelecekte enflasyona dönüşme potansiyeli olan çeşitli parasal göstergeler elde edilebilmektedir. Parasal fazlalık (monetary overhang), reel para açığı (real money gap), ve fiyat açığı (price gap) gibi likidite göstergeleri bunlardan bazılarıdır.

Bu göstergeleri daha yakından inceleyecek olursak, parasal fazlalığı uzun vadeli para talebi fonksiyonunun ima ettiği hata terimi şeklinde algılamak mümkündür. Diğer bir ifadeyle parasal fazlalık, ekonominin gerçekleşen reel gelir ve faiz oranlarında ihtiyaç duyacağı para miktarı ile mevcut para stoku arasındaki fark olarak tarif edilmektedir.

$$m_t - p_t = c + \beta_y y_t + \beta_{sr} ifark + \beta_{vol} EkoBel + u_t \quad (5)$$

$$m_t - p_t = (m_t - p_t)^* + u_t$$

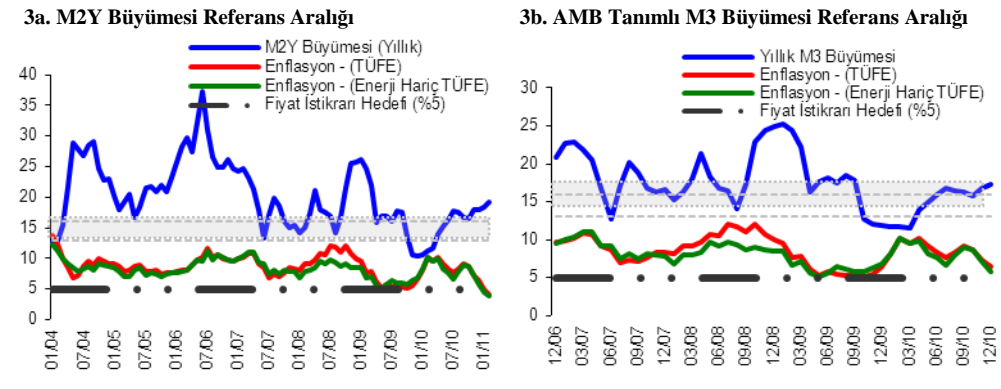
Bu denklemde önceki değişkenlere ek olarak (u) parasal fazlalık için kullanılan hata terimini göstermektedir. Reel para açığı veya reel para açığının negatifi olarak ifade edilen fiyat açığı ise yukarıdaki denklemin sağ tarafındaki değişkenlerin uzun vadeli yönelimlerinin ima ettiği denge para miktarından hesaplanmaktadır. Söz konusu yönelimleri kullanarak reel para açığını aşağıdaki şekilde ifade edebiliriz,

$$m_t - p_t = c + \beta_y y_t^{Pot} + \beta_{sr} ifark^{Trend} + \beta_{vol} EkoBel^{Normal} + ru_t \quad (6)$$

$$m_t - p_t = \overline{(m_t - p_t)}^* + ru_t$$

Bu denklemde de yine ötekilerden farklı olarak (ru) reel para açığını göstermektedir.

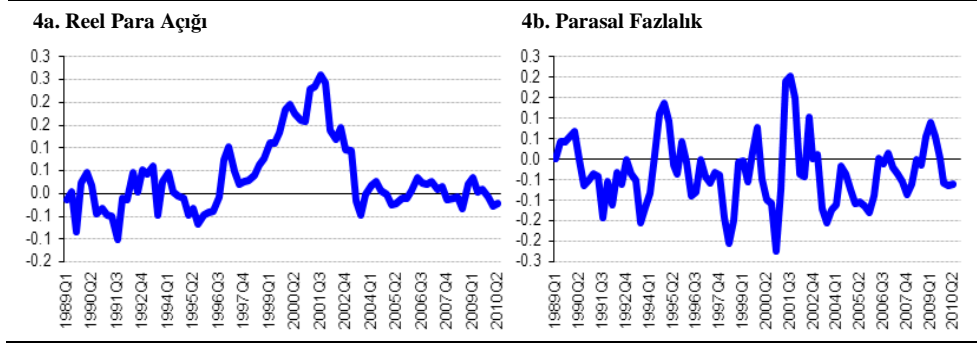
Grafik 3. Geniş Parasal Büyüklükler İçin Öngörülen Referans Aralıkları (Yıllık Yüzde)



Parasal fazlalık ve reel para açıkları, Tablo 1'in ilk satırında verilen Özdemir ve Saygılı (2010) çalışmasının katsayılar kullanılarak Türkiye için

hesaplanmıştır. Hesaplanan bu likidite göstergeleri Grafik 4’de de gösterilmektedir. Bu grafiklerden de görüleceği üzere, reel para açığı 2001 krizinden önce önemli bir artış eğilimine girmiştir. Krizle beraber bir miktar daha artan reel para açığı kısmen orta vadeli enflasyon dinamiklerine yansımış, kısmen de geniş para arzında gözlenen nominal bir düzeltmeyle kriz sonrası hızlı bir şekilde azalmıştır. Reel para açığının bu davranışı, 1990’lı yılların sonuna doğru yaşanan ve 2001 kriziyle beraber somutlaşan finansal problemleri yansıtması açısından önemli görülmektedir. Son dönemde ise ekonomiyi istikrarsızlaştırarak gelecekte enflasyonist dinamikleri harekete geçirebilecek ciddi bir dengesizliğin olmadığı görülmektedir. Diğer yandan parasal fazlalık grafiği kriz yıllarında Türk lirasının değer kaybetmesinden kaynaklı parasallaşma olguları dışında, ele alınan dönem boyunca ekonomide enflasyonist olarak görülebilecek bir parasal gevşemeye işaret etmemektedir. Bu bulgu tahmin metodolojisinin bir gereği olmasının yanısıra, Türkiye’de enflasyonun geçmişte yüksek olmakla birlikte neden kontrol altında tutulabildiğini açıklayabilen bir tespittir.

Grafik 4. Uzun Vadeli M2Y Talep Fonksiyonundan Elde Edilen Likidite Göstergeleri



2.3. Para Arzı Gelişimleri

Para arzı sürecini anlamak için kullanılan yöntemlerden birisi olan bilanço karşılıkları yaklaşımında, para arzı Merkez Bankasının da dahil olduğu bankacılık sisteminin toplulaştırılmış bilançosundan elde edilmektedir. Toplulaştırılmış bilançoyu geniş para büyüklüğünün (M2Y veya AMB tanımlı M3) bir tarafta, diğer tarafta ise Net Dış Varlıklar (*NDV*), Net Kamudan Alacaklar (*NKA*), Özel Sektörden Alacaklar (*OA*) ve içinde sermaye kaleminin ağırlıklı olarak bulunduğu Diğer (*DG*) kalemi şeklinde ifade edecek olursak

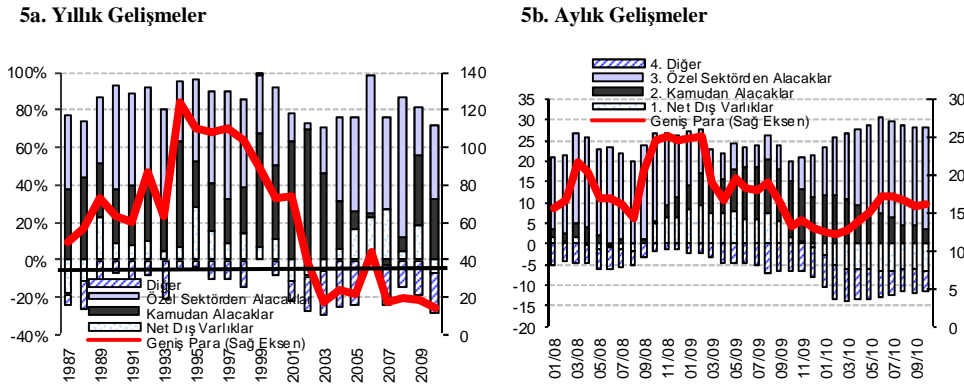
$$M3 = KA + OA + NDV + DG \quad (7)$$

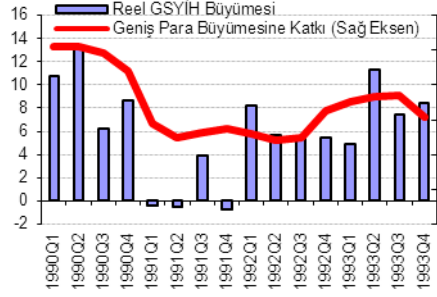
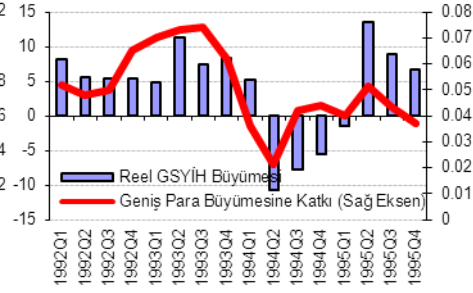
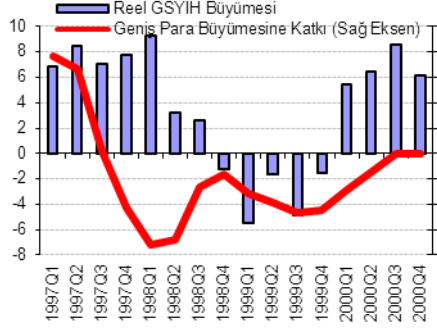
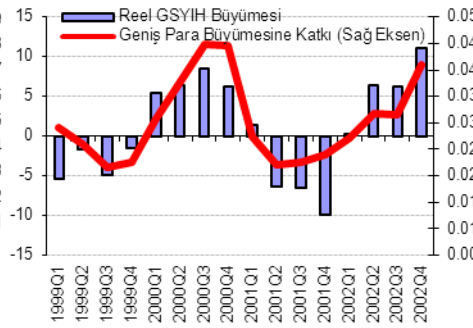
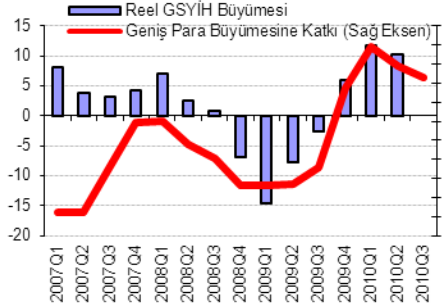
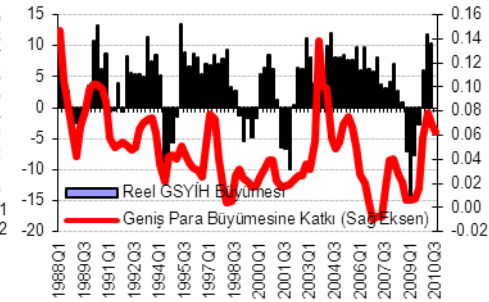
Bu ifadeden parasal gelişmelerin, para politikası kararları yanında maliye politikası, bütçe finansman politikası, kur politikası tarafından da etkilenebileceği anlaşılmaktadır.

Geniş para arzının bilanço karşılık kalemleri Grafik-5a ve 5b'de verilmektedir. Grafik 5a parasal gelişmeleri uzun vadeli bir bakış açısından ele alarak yıllık bazda sunmaktadır. Bu grafiğe baktığımızda enflasyonun göreceli olarak yüksek olduğu 1990'lı yıllarda özel sektöre ve kamu sektörüne açılan kredilerin geniş para büyümesine yapmış oldukları katkıların hemen hemen eşit olduğu görülmektedir. Ancak yine aynı grafikten de görüleceği üzere, bu tablo 2001 krizi sonrası değişmiştir. Sağlanan bütçe disiplini sonucunda kamu sektörünün parasal genişlemeye olan katkısı giderek azalmış, 2007 yılında ise eksi değere dönüşmüştür. Maliye politikası cephesinde sağlanan bu başarı daha bağımsız para politikaları izlenmesine olanak sağlayarak enflasyon beklentilerini politika hedefleriyle tutarlı hale getirmiştir.

Son dönem gelişmeleri daha detaylı olarak Grafik 5b'de görülebilmektedir. Bu grafikten de anlaşılacağı üzere geniş parasal büyüklüklerde küresel mali kriz sonrası gözlenen artış, kamu sektöründen alacaklar tarafından beslenmeye başlamıştır. Ancak özel sektöre açılan kredilerin keskin bir şekilde daralması, bu gelişmeyi 1990'lı yıllarda olduğu gibi parasal genişlemeyi artırıcı yönde değil de, kriz esnasında parasal genişlemenin dengeli bir şekilde büyümesini sağlayıcı bir unsur yapmıştır. Ancak önümüzdeki yıllarda parasal genişlemin fiyat istikrarını tehlikeye atmayacak bir şekilde kontrollü olarak devam edebilmesi için, bankacılık sektörü tarafından özel sektöre açılan kredilerde gözlenecek bir canlanmanın, kamu sektöründen alacakların azaltılması yoluyla dengelemesini gerektirecektir.

Grafik 5. Geniş Para ve Bilanço Karşılıkları (Yüzde)



Grafik 6. Vadesiz Ticari Mevduat Gelişmeleri ve Reel Ekonomik Büyüme**6a. 1990ç1-1993ç4 Arası Dönem****6b. 1992ç1-1995ç4 Arası Dönem****6c. 1997ç1-2000ç4 Arası Dönem****6d. 1999ç1-2002ç4 Arası Dönem****6e. 2007ç1-2010ç3 Arası Dönem****6f. 1988ç1-2010ç3 Arası Dönem****2.4. Parasal Büyüklükler ve Reel Ekonomi**

Dar tanımlı (M1, Emisyon, Vadesiz Mevduatlar) parasal büyüklükler daha çok işlem güdüsüyle tutulması nedeniyle iktisadi faaliyet hakkında faydalı bilgiler içerebilmektedirler. Özellikle Vadesiz Ticari Mevduat kalemi, iş çevrimleriyle paralel hareket sergilemesi açısından dikkat çekmektedir. Türkiye ekonomisinde 1990 yılından başından itibaren yaşanan beş

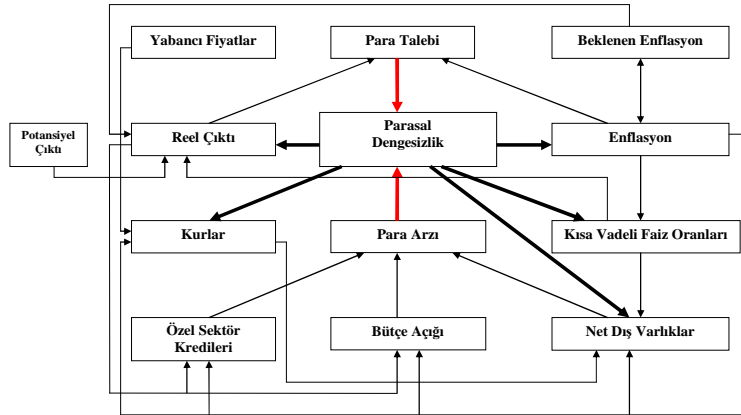
ekonomik daralma dönemiyle birlikte Vadesiz Ticari Mevduat kaleminin M2Y büyümesine verdiği katkının yüzdesel payı Grafik 6a-6e arasında verilmektedir. Ayrıca bütün bir dönem Grafik 6f’de gösterilmektedir. Bu grafiklerde her bir daralma dönemi 4 yıl olarak alınmıştır. Net bir şekilde görüleceği üzere, ekonomik aktivitedeki yavaşlamayla birlikte Vadesiz Ticari Mevduat kaleminin M2Y’ye verdiği katkıda azalmaktadır. Ekonomik aktivitenin tekrar canlanmaya başladığı dönemlerde ise Vadesiz Ticari Mevduat Kaleminin M2Y artışına verdiği katkı artmaktadır. Bu kalemin iki hafta gecikmeyle güncel olarak açıklandığını düşünürsek, ekonomik aktivitenin durumuyla ilgili politika yapıcılara zamanında bilgi üreteceği açıktır. Bu nedenle dar parasal büyüklük tanımlarının, özellikle de Vadesiz Ticari Mevduat kaleminin reel ekonomik aktivitenin gidişatıyla ilgili faydalı olabilecek bazı bilgiler içerdiğini iddia etmek mümkündür.

3. Para ve Yapısal Makroekonometrik Modeller

3.1. Parasal Dengesizlik Modeli

Para politikasının süregelen para arzı şoklarıyla uyumlu olması sonucu ortaya çıkabilecek parasallaşmanın Türk ekonomisini istikrarsızlaştırabileceği, yüksek enflasyon döneminin egemen olduğu 2000 yılı öncesinden beri bilinen bir olgudur (Kara, 2008; Ersel ve Özatay, 2008). Bu anlamda para arzı sürecinin ve makroekonomik etkilerinin, bankacılık, banka dışı özel sektör, kamu ve yabancı sektörler arasındaki fon akımlarını içeren parasal dengesizlik modelleriyle analiz edilmesinin yerinde olacağı düşünülmektedir. Khan ve Knight’ın (1981) öncülük ettiği bu tür modellerin bir versiyonu Şekil 1’de tanıtılmaktadır.

Şekil 1. Parasal Dengesizlik Modelinin Temel Yapısı



Kullandığımız modelin merkezinde para talebi ve para arzı tarafından belirlenen parasal dengesizlik bulunmaktadır. Para talebi, reel gelir ve para tutmanın fırsat maliyeti olarak kabul edilen beklenen enflasyon ile açıklanmaktadır. Beklenen enflasyon ise modelde geçmişe endekslidir. Diğer taraftan konsolide bankacılık sektörü tarafından yaratılan para arzı özel sektör, kamu sektörü ve yabancılar arasında gerçekleşen fon akımları sonucu belirlenmektedir. Dolayısıyla para arzındaki değişim, bankacılık sektörünün özel sektöre açtığı krediler, kamu sektörüne açtığı krediler ve net dış varlıklarındaki değişime denk olmaktadır. Modelde özel sektöre açılan nominal kredi büyümesini belirleyen en önemli faktör kredi talebi ve bunun belirleyicileri olan reel milli gelirdeki büyüme ve enflasyondur. Kamu sektörüne açılan krediler ise bütçe açıkları ve dolayısıyla maliye politikası tarafından belirlenmektedir. Net dış varlıkların değişiminde belirleyici olan unsurlar ise, politika faiz oranı, kurlar, enflasyon ve ekonomide oluşan parasal dengesizliktir.

Para talebi ve para arzının etkileşimi sonucu belirlenen parasal dengesizlik, aynı zamanda ekonomideki fiyatlama ve harcama davranışlarını, kurları ve faiz oranlarını etkilemektedir. P* yaklaşımı (Svensson, 2000) çerçevesinde fiyatlama davranışları parasal dengesizlik yanında modelde denge fiyat seviyesini belirleyen uzun vadeli parasal büyüme tarafından da belirlenmektedir. Kurlar uzun vadede göreceli satınalma gücü paritesi kuramı, kısa vadede ise parasal dengesizliğin de etkin olduğu bir model tarafından açıklanmaktadır. Bu kuramda belirleyici olan unsurlardan olan yabancı fiyat seviyesi dışsal olarak alınmaktadır. Kısa vadeli faiz oranları uzun vadede enflasyon ile oransal bir ilişki içindedir. Ancak kısa vadede parasal dengesizliğin faiz oranlarını etkilediği varsayılmıştır. Ayrıca kısa vadeli faizler uzun vadeli denge değerine zaman içinde kısmi bir şekilde uyarlanmaktadır. Son olarak harcama davranışları dışsal olarak belirlenen potansiyel üretim seviyesi dikkate alınarak modellenmiştir. Milli gelirdeki büyümenin potansiyel büyümeden farklılaşmasına yol açan faktörler ise ekonomideki parasal dengesizlik ve reel faiz oranlarının seviyesidir.

3.2. Maliye Politikası ve Parasal Dengesizlik

Türkiye’de ekonomik istikrarı tehdit eden önemli risk kaynaklarından birisi maliye politikasıdır (Aktaş, Kaya ve Özlale, 2010; Karasoy, Kunter ve Us, 2005). Maliye politikası ile ilgili merak edilen konuların başında, mevcut politikaların orta ve uzun vadede ekonomik dengeleri bozmadan sürdürülebilir veya makroekonomik hedeflerle uyumlu olup olmadığıdır. Yukarıda ayrıntıları belirtilen parasal dengesizlik modeli kullanılarak bu konunun Türkiye için analiz edilmesi mümkündür. Bir yandan bütçe

açığının önemli bir kısmının bankalar kanalıyla finanse edildiği, diğer yandan bankaların finansman kaynakları arasında mevduatın ağırlıklı bir pay aldığı Türkiye ekonomisinde, para arzı sürecine detaylı bir şekilde yer veren bu modelin, bütçe açıklarının finansmanı ile bankacılık sektörü bilançosu arasındaki ilişkiyi daha iyi yakalayabileceği düşünülmektedir.

Analizimiz iki temel senaryoya dayanmaktadır. Birinci senaryoda maliye politikasının ana hatları tarihsel veriler ışığında toplam kamu harcama ve gelirleri modellenerek tahmin edilmektedir. Kullanılan modellerde nominal kamu harcama ve gelirlerinin nominal milli gelir seviyesiyle oransal bir ilişki içinde olduğu varsayılmıştır. Ancak kısa vadede kısmi bir uyarılama söz konusudur. Bu nedenle kamu harcama ve gelirlerinin bir dönem gecikmeli değerleri de tahmin edilen modellerin içine konulmuştur. Tahmin edilen bu modellerin katsayıları Tablo 2’de verilmektedir. Ayrıca kamu gelir ve giderleri modellenirken maliye politikalarında 2001 krizi sonrası yapılan sıkılaştırma da dikkate alınmaktadır. Kriz sonrası bu değişikliği yakalamak için 2002’ye kadar 0, 2002 yılından sonra 1 değerleri alan kukla değişken kullanılmıştır.

İkinci senaryoda ise, maliye politikasının aşağıdaki denklemde katsayıları verilen ve genel hatları Merkez Bankası’na yayınlanan enflasyon raporunda (2010) tartışılan mali kural çerçevesinde belirlendiği varsayılmıştır.³

$$\Delta a_t = -0.33(a_{t-1} - 1) - 0.33(b_t - 5) \quad (8)$$

Bu denklemde (*a*) bütçe dengesinin nominal milli gelire oranını, sağ tarafta ilk parantez içinde yer alan 1 ise bu değişken için konulan orta vadeli hedefi göstermektedir. (*b*) reel milli gelir büyümesidir. Sağ taraftaki ikinci parantezde yer alan 5 ise yüzde olarak potansiyel büyüme oranıdır. Bu denklemle tarif edilen maliye politikası, bütçe açığının milli gelire oranının yüzde 1’i aşması durumunda ekonominin konjoktürel durumundan kaynaklanan etkiler hariç 3 yıl içinde tekrar yüzde 1’e düşürme sözü vermektedir. Diğer yandan, ekonominin yüzde 5’lik potansiyel büyüme oranından daha fazla büyümesi durumunda oluşacak sapmanın yaklaşık üçte birine denk gelen bir kısmı kadar her yıl bütçede tasarrufa gidilmektedir. Ekonominin potansiyelden daha düşük büyümesi ise tam tersi bir mekanizmayı çalıştırmaktadır.

Modelimiz 1968-2009 yılları arası yıllık veriler kullanılarak tahmin edilmiştir. Tahmin edilen modelin denklemleri ve katsayıları Tablo-3’de verilmektedir. Bu tabloda verilen katsayıları kısaca yorumlamak gerekirse, öncelikle 1,57 olarak bulunan para talebinin gelir esnekliğinin Tablo 1’de

³ Söz konusu mali kuralın katsayıları Devlet Bakanı ve Başbakan Yardımcısı Ali Babacan’ın Hazine Müsteşarlığı’nın internet adresinden verilen 11.05.2010 tarihli konuşmasında açıklanmıştır. Ayrıca 2010 yılı içinde kamuoyunda da yoğun bir şekilde tartışılmıştır. Ancak uygulamaya geçmemiştir.

verilen çalışmaları teyit eder bir şekilde 1'in çok üzerinde olduğu görülmektedir. Fiyat istikrarı tanımımız olan yüzde 5 enflasyon oranı ile tutarlı parasal genişleme oranı, elde edilen bu esneklik değeri kullanılarak hesaplanırsa, yaklaşık yüzde 13 olarak bulunmaktadır. Bu oran ise bir önceki bölümde bahsedilen yüzde 13-16 aralığının alt sınırında yer almaktadır. İkinci olarak P* enflasyon denkleminde enflasyonun uzun vadede bire bir parasal büyüme tarafından belirlenen denge enflasyon oranı ile ilişkili olduğu anlaşılmaktadır. Kısa vadeli faiz denkleminde baktığımızda, faiz oranlarının uzun vadede enflasyonla oransal bir ilişki içinde olduğu görülmektedir. Uzun vadede fiyat istikrarının sağlandığı varsayılırsa, bu oransal ilişki bize fiyat istikrarıyla tutarlı kısa vadeli denge nominal faiz oranının yüzde 6,7, reel faiz oranının ise yüzde 1,7 olması gerektiğini söylemektedir. Ulaşılan bu denge reel faiz oranını üretim denkleminde yerleştirip, uzun vadede parasal fazlalık veya eksikliğin olmayacağını varsayarsak, üretim seviyesinin potansiyel seviyede gerçekleşmesi gerektiği bulunmaktadır. Son olarak kur denklemi Türk lirasının uzun vadede ABD dolarına karşı ortalama yıllık yüzde 1 oranında değer kazanması gerektiğine işaret etmektedir.

Tablo 2. Kamu Gelir ve Giderleri Çerçevesinde Tarihsel Maliye Politikası Tahminleri

Baz Senaryo	
Top. Kamu Harcamaları	$\log(G_t) = -1.03 + 0.54\log(YN_t) + 0.49\log(G_{t-1}) + 0.22D80 - 0.29D82 - 0.33DUM$ (0.14) (0.06) (0.07) (0.07) (0.06) (0.04) Adj R Squared: 0.99 BG-LM: 1.10(0.29) ARCH: 0.10(0.75)
Top. Kamu Gelirleri	$\log(T_t) = -1.44 + 0.69\log(YN_t) + 0.33\log(T_{t-1}) + 0.22D78 - 0.20D82 - 0.17D91 - 0.11DUM$ (0.13) (0.05) (0.05) (0.06) (0.06) (0.05) (0.04) Adj R Squared: 0.99 BG-LM: 0.00(0.99) ARCH: 0.01(0.91)

- G=Toplam Kamunun Harcamaları, T=Toplam Kamunun Gelirleri, YN: Nominal Fiyatlarla Gayri Safi Yurtiçi Hasıla. Y= Sabit Fiyatlarla Gayri Safi Yurt İçi Hasıla, DUM= 1968-2002 Arası 0 Değeri, 2002 Sonrası 1 Değeri Alan Kukla Değişken, D78, D80, D82, D91: İlgili Yıllarda 1 Diğer Yıllarda 0 Değeri Alan Kukla Değişkenler, Δ: Değişim Operatörü

- Denklemler 1968-2009 arası yıllık veriler kullanılarak tahmin edilmiştir.

- Denklem katsayılarının altındaki bulunan parantez içindeki değerler standart hatalardır. BG-LM testi Breusch-Goodfrey tarafından artık terimleri arasında otokorrelasyon için önerilen LM testidir. Bu test için verilen istatistik Chi değeridir. ARCH testi ARCH etkisini ölçmek için uygulanan LM testidir. Bu test için verilen istatistik Chi değeridir.

Tablo 3. Parasal Dengesizlik Modeli Denklemleri

Tahmin Edilen İlişkiler	
Para Talebi	$\log(BM_t/P_t) = -11.29 + 1.57\log(Y_t) - 0.37\Delta\log(P_t)$ (0.51) (0.03) (0.07) Adj R Squared: 0.98 BG-LM: 4.92(0.03) ARCH: 0.13(0.72)
Pstar-Enflasyonu	$\Delta\log(P_t) = 0.72\Delta\log(P_{EQ}) + 0.26\Delta\log(P_{t-1}) + 0.34RMGAP_t + 0.24D80 + 0.17D94$ (0.07) (0.07) (0.10) (0.04) (0.06) Adj R Squared: 0.94 BG-LM: 0.12(0.73) ARCH: 0.00(0.96)

Tablo 3. Parasal Dengesizlik Modeli Denklemleri (devam)

Tahmin Edilen İlişkiler	
Üretim	$\Delta \log(Y_t/YT_t) = 0.01 + 0.11MVHG_{t-1} - 0.04(i_{t-1} - \Delta \log(P_{t-1})) - 0.08D80 - 0.09D09$ <p>(0.005)(0.05) (0.02) (0.005) (0.01)</p> <p>Adj R Squared: 0.35 BG-LM: 0.57(0.45) ARCH: 0.22(0.64):</p>
Kurlar	$\Delta \log(E_t) - \Delta \log(P_t) = -0.06 + 0.73MVHG_t - 0.63MVHG_{t-1} - 1.89(\Delta(\Delta \log(PF))) + 0.33D80$ <p>(0.01)(0.12) (0.17) (0.39) (0.02)</p> <p>Adj R Squared: 0.91 BG-LM: 0.98(0.32) ARCH: 0.09(0.76)</p>
Kısa Vadeli Faiz	$i_t = 0.5 i_{t-1} + 0.67\Delta \log(P_t) - 21.27MVHG_t - 28.97D89 + 17.87D95 + 141.19D00$ <p>(0.04) (0.08) (11.07) (2.19) (1.32) (1.88)</p> <p>Adj R Squared: 0.98 BG-LM: 1.27(0.26) ARCH: 0.29(0.59)</p>
Net Dış Varlıklar	$\Delta NFA = \Delta \log(P_t) - 0.02\Delta i_{t-1} - 0.88\Delta \log(E) - 4.43 MVHG_{t-1} - 4.43D75 + 2.17D94 - 12.92D05$ <p>(0.005) (0.44) (2.21) (1.01) (1.15) (1.03)</p> <p>Adj R Squared: 0.87 BG-LM: 0.43(0.51) ARCH: 0.21(0.64)</p>
Kredi Talebi	$\Delta \log(PC_t) = 2.08\Delta \log(Y_t) + 0.52\Delta \log(P_t) + 0.35\Delta \log(PC_{t-1})$ <p>(0.43) (0.11) (0.12)</p> <p>Adj R Squared: 0.70 BG-LM: 0.00(0.96) ARCH: 0.001(0.97)</p>
Denklikler	
Geniş Para Arzu	BM=DC+NFA-OTH
Yurt İçi Krediler	$\Delta DC = G - T + \Delta PC$

- BM: M2Y Para Stoğu, P= Tüketici Fiyat Endeksi, Y= Sabit Fiyatlarla Gayri Safi Yurt İçi Hasıla, YT=Potansiyel Üretim, P_{EQ} = Denge Tüketici Fiyat Endeksi, RMGAP= Reel Para Açığı, MVHG=Parasal Fazlalık (Eksiklik), i= Kısa Vadeli Nominal Faiz Oranı, E=ABD Doları, PF= ABD Tüketici Fiyat Endeksi, NFA=Toplulaştırılmış Bankacılık Sisteminin Net Dış Varlıkları, PC= Özel Sektöre Açılan Krediler, DC= Yurtiçine Açılan Krediler, OTH= Toplulaştırılmış Bankacılık Sistemi Bilançosundaki Diğer Kalemler (OTH=BM-DC-NFA), G=Toplam Kamunun Harcamaları, T=Toplam Kamunun Gelirleri, D75, D80, D89, D94, D95, D00, D05, D09: İlgili Yıllarda 1 Değeri Diğer Yıllarda 0 Değeri Alan Kukla Değişkenler, Δ : Değişim Operatörü

- Modeller 1968-2009 arası yıllık veriler kullanılarak EKK (OLS) yöntemiyle tahmin edilmiştir.

- Denklem katsayılarının altındaki bulunan parantez içindeki değerler standart hatalardır. BG-LM testi Breusch-Goodfrey tarafından artık terimleri arasında otokorrelasyon için önerilen LM testidir. Bu test için verilen istatistik Chi değeridir. ARCH testi ARCH etkisini ölçmek için uygulanan LM testidir. Bu test için verilen istatistik Chi değeridir.

Bir sonraki aşamada tahmin edilen model, 8 numaralı denklemde tarif edilen mali kural ve Tablo 2’de tahmin edilen tarihsel maliye politikaları senaryolarının öngördüğü varsayımlar altında 2010-2025 yılları arası için simule edilmiştir.⁴ Modelde önemli gördüğümüz içsel değişkenler için elde edilen sonuçların maliye politikasındaki değişikliklere verdikleri tepkiler mali kural senaryosu ile baz senaryo arasındaki fark alınarak Grafik 7’de verilmektedir.⁵ Bu grafikte verilen değişkenler parasal dengesizlik, bütçe dengesinin milli gelire oranı, enflasyon oranı, milli gelir büyümesi, kısa vadeli faiz oranı ve TL/ABD doları kurundaki yıllık değişim oranıdır.

⁴ Modelin veri seti ve tahmin edilen denklemlerle ilgili detaylı bilgi yazardan talep edilmesi durumunda iletilecektir.

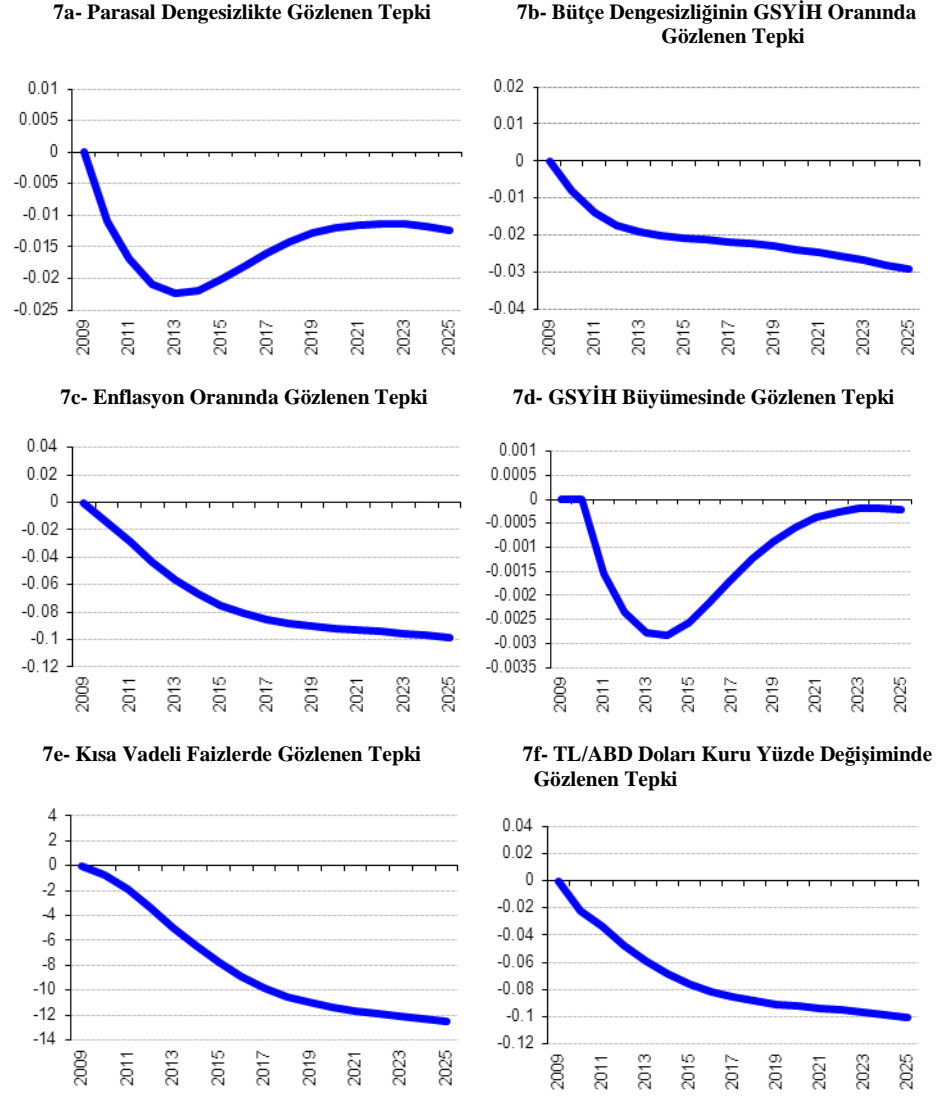
⁵ Baz senaryoda maliye politikası Tablo 2’de tahmin edilen kamu harcama ve gelirleri denklemlerinin katsayıları tarafından belirlenmektedir. Mali kural senaryosu ise denklem 8’de ifade edilmektedir.

Mevcut maliye politikasından vazgeçilerek mali kural çerçevesinin öngördüğü politikalar izlenmesi durumunda, öncelikle bütçe açığının milli gelire oranının kalıcı olarak azaldığını tespit edilmektedir. Parasal dengesizliğe baktığımızda ilk yıllarda azaldığını, yaklaşık 5 yıl sonra en düşük seviyesine geldikten sonra tekrar artmaya başlayarak farkın giderilmeye başlandığı gözlenmektedir. Mali kuralın enflasyon üzerindeki uzun vadeli etkisinin ise, azaltıcı yönde ve kalıcı olduğu görülmektedir. Benzer bir etki faizler ve kurlar üzerinde de gerçekleşmektedir. Son olarak mali kurula geçişin büyüme performansı üzerinde kısa vadede daraltıcı bir etki yaratmasına rağmen, ekonomik büyüme uzun vadede potansiyele geri dönmektedir. Dönem sonu itibarıyla 2010 yılına göre, mali kurula geçilmesinden kaynaklanan milli gelir kaybı yaklaşık yüzde 2 civarındadır. Özetle, mevcut maliye politikaları mali kurulla karşılaştırıldığında uzun vadede daha yüksek bir bütçe açığı, enflasyon, faiz oranı ve daha zayıf bir Türk lirası öngörmektedir. Bu politika değişikliği parasal dengesizlik ve milli gelir üzerinde kısa vadede bir düşüş yaratsa da, uzun vadeli etkisi daha sınırlı kalmaktadır.

4. Sonuçlar

Paranın ekonomideki rolüyle ilgili yapılan çalışmalar, merkez bankalarının parasal büyüklüklerin bilgi içeriğinden faydalanması gerektiğine işaret etmektedir. Buna ışık tutmak için çalışmamızda parasal büyüklüklerin nasıl analiz edilmesi gerektiği genel hatlarıyla tartışılmaya çalışılmıştır. Ayrıca Türkiye’de parasal analizi önemli kılan bazı ampirik bulgulara da yer verilmiştir. Özellikle geniş parasal büyüklük tanımları kullanılarak hesaplanan gelir dolanım hızlarının orta vadede tahmin edilebilir bir seyir izlediği görülmüştür. Diğer yandan para talebiyle ilgili yapılan çalışmalara atıf yapılarak, geniş parasal büyüklüklerle milli gelir ve faizler arasında istikrarlı bir ilişkinin elde edilebileceği gösterilmiştir. Parasal analizi Türkiye’de ön plana çıkarabilecek diğer bir faktörün ise, bankacılık sisteminin yapısı, mali politikalarla ilgili endişeler ve uluslararası sermaye akımları gibi nedenlerle ekonominin süregelen para arzı şoklarına maruz kalma riskinin varlığı olduğu belirtilmiştir.

Grafik 7. Mali Kural Uygulamasına Verilen Tepkiler



Bir ekonominin süregelen para arzı şoklarına maruz kalması finansal piyasaları istikrarsızlaştırarak orta ve uzun vadede fiyat istikrarını tehlikeye atabilecek önemli bir gelişmedir. Bu nedenle çalışmamızın son bölümünde Khan ve Knight'ın öncülük ettiği parasal dengesizliğe dayanan makroekonometrik bir model tanımlanarak, Türkiye'de süregelen para arzı şoklarının önemli bir kaynağı olan maliye politikası iki senaryo altında

analiz edilmiştir. Yapılan simülasyonlar, mevcut maliye politikası uygulamasının devam etmesi durumunda bütçe açığının milli gelire oranının yüzde 3-4 aralığında kaldığı, bunun ise uzun vadede para arzını genişletici yönde etki yarattığı gözlenmiştir. Bunun sonucunda enflasyonun fiyat istikrarı seviyesi olan yüzde 5 oranından daha yüksek bir seviyede gerçekleştiği, kısa vadeli nominal faiz oranlarının ise buna paralel olarak arttığı görülmüştür. Aynı zamanda Türk lirasında da önemli ölçüde değer kaybına uğradığı gözlenmiştir. Ancak mevcut maliye politikasından vazgeçilerek detayları çalışmamızda belirtilen mali kurala geçilmesi durumunda bütçe açığının milli gelire oranının orta ve uzun vadede yüzde 1'e gerilediği görülmektedir. Maliye politikasındaki bu değişiklik sonucu parasal genişleme daha makul bir düzeyde olmuş, enflasyon ve faiz oranları birinci senaryonun altında kalmıştır. Son olarak mali kurala geçilmesinden kaynaklanan milli gelir kaybı simülasyon dönemi sonuna kadar birikimli olarak yaklaşık yüzde 2 oranında hesaplanmıştır.

Kaynakça

- Adalid,R. ve C.Detken, 2007, "Liquidity Shocks and Asset Price Boom/Bust Cycles" ECB Working Paper Series, No: 732
- Adrian,T. ve H.S.Shin, 2008, "Liquidity and Leverage" Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No: 328
- Aktaş,Z., N.Kaya ve Ü.Özlale, 2010, "Coordination Between Monetary Policy and Fiscal Policy for an Inflation Targeting Emerging Market" Journal of International Money and Finance, Cilt 29, Sayı 1, Sayfa: 123-138
- Assenmacher-Wesche, K. ve Gerlach, S., 2007, "Money at Low Frequencies" Journal of the European Economic Association, Cilt 5, Sayı 2-3, Sayfa: 534-542
- Avrupa Merkez Bankası (AMB), 2010, "Enhancing Monetary Analysis" L.D. Papademos ve J. Stark tarafından Edit Edilmiş Kitap, Frankfurt-Almanya
- Benati,L., 2009, "Long-run Evidence on Money Growth and Inflation" ECB Working Paper Series, No:1027
- Deutsche Bundesbank, 2000, "Macro-Econometric Multi-Country Model: MEMMOD" Alman Merkez Bankası Yayını, June, Frankfurt am Main.
- Ersel,H. ve F.Özatay, 2008, "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Turkey", Emerging Markets Finance and Trade, Cilt 44, Sayı 6, Sayfa: 38-51
- Kara,H., 2008, "Turkish Experience With Implicit Inflation Targeting" Central Bank Review, Cilt 8, Sayı 1, Sayfa : 1-16
- Karasoy,A., K.Kunter ve V.Us, 2005, "Monetary Transmission Mechanism in Turkey Under Free Float Using a Small-scale Macroeconomic Model" Economic Modelling, Cilt 22, Sayı 6, Sayfa: 1064-1073
- Khan,M.S. ve M.D.Knight, 1981, "Stabilization Programs in Developing Countries: a Formal Framework" IMF Staff Papers, Cilt 28, Sayfa:1-53

- Leeper,E.M. ve J.E.Roush, 2003, "Putting 'M' Back in Monetary Policy" Journal of Money, Credit and Banking, Cilt 35, Sayı 6, Sayfa: 1217-1256
- Lothian,J.R. ve R.H.McCarthy, 2009, "The Behavior of Money and Other Economic Variables: Two Natural Experiments" Journal of International Money and Finance, Cilt 28, Sayı 7, Sayfa: 1204-1220
- Lucas,R.E., 1980, "Two Illustrations of the Quantity Theory of Money" American Economic Review, Cilt 70, Sayı 5, Sayfa: 1005-1014
- McCandless,G.T. ve W.E.Webe, 1995, "Some Monetary Facts" Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Cilt 19, Sayı 3, Sayfa: 2-11
- Özdemir,K.A. ve M.Saygılı, 2010, "Economic Uncertainty and Money Demand Stability in Turkey" TCMB Working Paper, Ağustos, No:10/15
- Özdemir,K.A. ve M.Saygılı, 2009, "Monetary Pressures and Inflation Dynamics in Turkey: Evidence from P-star Model" Emerging Market Finance and Trade, Cilt 45, Sayı 6, Sayfa: 69-86
- Sargent,T.J. ve P.Surico, 2008, "Monetary Policies and Low Frequency Manifestations of the Quantity Theory" Bank of England Discussion Paper Series, No: 26
- Svensson,L.E.O., 2000, "Does the P* Model Provide Any Rationale for Monetary Targeting" German Economic Review, Cilt 1, Sayı 1, Sayfa: 69-81
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2010, "Mali Kural: Genel Çerçeve ve Türkiye İçin Planlanan Uygulama" Enflasyon Raporu, Sayı II.