T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
PARA VE BANKA PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE ENFLASYON İLİŞKİSİ: KIRGIZİSTAN ÖRNEĞİ

Zhainakul TURDUBEKOVA

Danışman

Yrd. Doç. Dr. Nilgün ACAR BALAYLAR

İZMİR - 2012

YÜKSEK LİSANS
TEZ/ PROJE ONAY SAYFASI

2009801359

Üniversite : Dokuz Eylül Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı ve Soyadı : Zhainakul TURDUBEKOVA
Tez Başlığı : Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon İlişkisi: Kırgızistan Örneği

Savunma Tarihi : 17.12.2012
Danışmanı : Yrd.Doç.Dr.Nilgün ACAR BALAYLAR

JÜRİ ÜYELERİ

Ünvanı, Adı, Soyadı	Üniversitesi	İmza
Yrd.Doç.Dr.Nilgün ACAR BALAYLAR	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	.....
Doç.Dr.İsmail MAZGİT	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	.....
Yrd.Doç.Dr.Hamdi EMEÇ	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	.....

Oybirliği (X)
Oy Çokluğu ( )

Zhainakul TURDUBEKOVA tarafından hazırlanmış ve sunulmuş "**Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon İlişkisi: Kırgızistan Örneği**" başlıklı Tezi(X) / Projesi( ) kabul edilmiştir.

Prof.Dr. Utku UTKULU
Enstitü Müdürü

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum **"Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon İlişkisi: Kırgızistan Örneği"** adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

..../..../.....

Zhainakul TURDUBEKOVA

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

"Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon İlişkisi: Kırgızistan Örneği"

Zhainakul TURDUBEKOVA

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Para ve Banka Programı

Fiyatlar genel düzeyinin sürekli ve önemli bir şekilde yükselmesi veya paranın sürekli olarak satın alma gücünü kaybetmesi olarak tanımlanan enflasyon neden olduğu ekonomik, sosyal ve siyasi olumsuz etkilerinden dolayı ekonomide istenmeyen bir olgu olarak bilinmektedir. Bu nedenle günümüzde enflasyonu önlemek ve fiyat istikrarını sağlamak para politikasının temel amacı haline gelmiştir.

Bu çalışmanın amacı, enflasyon ve para politikası uygulamaları arasındaki ilişki bağlamında Kırgızistan'da gerçekleşen enflasyon dinamiklerini ve merkez bankasının uyguladığı politikalarını analiz etmektir.

'Sovyetler Birliğinin' dağılması sonucunda bağımsızlığına kavuşan Kırgız Cumhuriyeti diğer Sovyet ülkelerinin de yöneldiği merkezi planlı sistemden piyasa ekonomisine geçmiştir. Geçiş durgunluğu olarak da adlandırılan dönemde Kırgızistan ciddi ekonomik durgunluk ve yüksek enflasyonla yüz yüze kalmıştır. Piyasa ekonomisine yönelik yapılan reformlar sonuçlarını 2000 yılından sonra göstermeye başlamış ve istikrarlı büyüme ve daha düşük enflasyon oranlarına ulaşılmıştır. Ancak ülkede son yıllarda yine enflasyon oranlarının yükselmesi enflasyon dinamiklerini ve enflasyonu önlemeye yönelik uygulanan para politikalarını daha iyi değerlendirmeyi gerektirmektedir.

Genel olarak Kırgız Cumhuriyeti merkez bankası (KCMB) enflasyona neden olan faktörleri üçe ayırmakta: parasal faktörler, parasal olmayan faktörler ve enflasyon beklentileri. Merkez bankası (MB) elinde bulundurduğu

araçlarla enflasyonun parasal faktörlerden kaynaklanan kısmını kontrol etmeye çalışmaktadır. Ancak ülkede gerçekleşen enflasyonun nedenleri daha çok parasal olmayan nedenlerden kaynaklanmaktadır.

2000:01-2011:06 dönemleri aylık verileri kullanılarak enflasyon dinamikleri parasal faktörler ile enflasyon arasındaki uzun dönem ilişki Engle-Granger iki aşamalı koentegrasyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Ekonometrik test sonuçlarına göre parasal değişkenler enflasyonun küçük bir kısmını açıklamakta ve döviz kurları enflasyonu etkileyen temel değişken olmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon, Para Politikası, Merkez Bankası, Kırgızistan.

Abstract

Master's Degree Thesis

"Monetary Policy Implementations and Inflation Relationship: The Case of Kyrgyzstan"

Zhainakul TURDUBEKOVA

Dokuz Eylül University

Graduate School of Social Sciences

Department of Economics

Money and Banking Program

Inflation which is defined as continuous and significant increase in the general level of prices or a loss of purchasing power of money is an unwanted phenomenon because of economical, social and political negative effects. So nowadays to prevent inflation and maintain price stability became the main target of monetary policy.

The purpose of this study is to analyze the dynamics of inflation and monetary policy implementations in Kyrgyz Republic in context of relationship between inflation and monetary policy.

Kyrgyz Republic that gained its independence after dissolving of Soviet Union moved towards marked based economy from centrally planned system like other former Soviet countries. In the first period referred to as transition recession Kyrgyz Republic faced a serious economic recession and the inflation level had reached to notably dimensions. Reforms that has realized towards a market economy began to show results after the year 2000 and in this period stable growth and low inflation have reached. However, inflation which increased again in recent years requires analyzing inflation dynamics and implementation of monetary policy.

The Central Bank of Kyrgyz Republic (CBKR) divides the factors that lead to inflation into three groups: monetary factors, non-monetary factors and inflation expectations. The Central Bank primarily is trying to deal with the

inflation which caused by monetary factors. But mostly inflations are caused by non-monetary factors.

Using 2000:01-2011:06 period monthly data and the Engle-Granger two-step cointegration method long-term relationship between inflation and monetary factors were analyzed. According to the results monetary factors explain only a small proportion of inflation and exchange rates are key variables that affect inflation.

Keywords: Inflation, Monetary Policy, The Central Bank, Kyrgyzstan.

PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE ENFLASYON İLİŞKİSİ: KIRGIZİSTAN ÖRNEĞİ

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI ii
YEMİN METNİ iii
ÖZET iv
ABSTRACT vi
İÇİNDEKİLER viii
KISALTMALAR xi
TABLOLAR LİSTESİ xii
ŞEKİLLER LİSTESİ xiii

GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM
ENFLASYONUN TANIMI, MALİYETLERİ VE FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAMAYA YÖNELİK PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ

1.1. ENFLASYONUN TANIMI VE TÜRLERİ 3
1.1.1. Fiyat Artış Hızlarına Göre Enflasyon Türleri 4
1.1.1.1. Sinsi (Sürünen, Ilımlı) Enflasyon 4
1.1.1.2. Yüksek Enflasyon 4
1.1.1.3. Hiperenflasyon 5
1.1.2. Nedenlerine Göre Enflasyon Türleri 6
1.1.2.1. Talep Enflasyonu 7
1.1.2.2.Maliyet Enflasyonu 8
1.1.2.3.İthal Edilmiş Enflasyon 9
1.1.3. Enflasyonun Maliyetleri 9
1.1.3.1. Beklenen Enflasyon Durumu 9
1.1.3.2. Beklenmeyen Enflasyon Durumu 12

1.2. PARA POLİTİKASI VE ENFLASYONLA MÜCADELE 15
1.2.1. Para Politikasının Tanımı, Amaç ve Araçları 16
1.2.1.1. Para Politikasının Amaçları 21
1.2.1.1.1. Fiyat İstikrarı 21
1.2.1.1.2. Ekonomik Büyüme 23
1.2.1.1.3. Tam İstihdam 24
1.2.1.1.4. Ödemeler Bilançosu Dengesi 25
1.2.1.1.5. Finansal İstikrar 25
1.2.1.2. Para Politikası Araçları 26
1.2.1.2.1. Açık Piyasa İşlemleri 28
1.2.1.2.2. Zorunlu Karşılıklar Politikası 30
1.2.1.2.3. Reeskont Politikası 31
1.2.1.2.4. Döviz – Efektif İşlemleri 32
1.2.2. Para Politikası Stratejileri 33
1.2.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi 34
1.2.2.2. Parasal Hedefleme 37
1.2.2.3. Enflasyon Hedeflemesi 40
1.2.3. Aktarım Mekanizmaları 47
1.2.3.1. Faiz Oranları Kanalı 49
1.2.3.2 Döviz Kuru Kanalı 51
1.2.3.3 Diğer Varlık Fiyatları Kanalı 53
1.2.3.4 Kredi Kanalı 54

İKİNCİ BÖLÜM

KIRGIZİSTAN'DA PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE ENFLASYON GELİŞMELERİ

2.1.KIRGIZİSTAN EKONOMİSİNİİN GENEL BİR DEĞERLENDİRİLMESİ 58
2.1.1. Büyüme 60
2.1.2. Dış Ticaret 62
2.1.3. Bütçe Dengesi 66
2.1.4. Dış Borç 67

2.1.5. Yatırımlar 69
2.1.6. Finansal Sistem 70
2.2. KIRGIZİSTAN MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI 74
2.2.1. Merkez Bankasının Temel Görevleri ve Yetkileri 74
2.2.2. Para Politikası Araçları 77
2.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri 78
2.2.2.2. Faiz Politikası 79
2.2.2.3. Kredilendirme Mekanizmaları 80
2.2.2.4. Zorunlu Karşılık Oranı 81
2.2.2.5. Döviz Kuru Politikası 83
2.2.3. Kırgızistan'da Para Politikası ve Enflasyon Dinamikleri 85

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KIRGIZİSTAN'DA ENFLASYONU BELİRLEYEN FAKTÖRLER: EKONOMETRİK BİR ANALİZ

3.1.PARA POLİTİKASI VE ENFLASYON İLİŞKİSİ ÜZERİNE LİTERATÜR106
3.2. EKONOMETRİK YÖNTEM 113
3.3. İNCELEME DÖNEMİ VE VERİLER 116
3.4. UYGULAMA SONUÇLARI VE BULGULAR 120

SONUÇ 137
KAYNAKÇA 146

KISALTMALAR

ADF	Augmented Dickey-Fuller
APİ	Açık Piyasa İşlemleri
BDT	Bağımsız Devletler Topluluğu
bkz	Bakınız
BM	Birleşmiş Milletler
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DTÖ	Dünya Ticaret Örgütü
EKKY	En Küçük Kareler Yöntemi
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülke
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GÜ	Gelişmiş Ülke
İMF	Uluslar Arası Para Fonu
KCMB	Kırgızistan Cumhuriyeti Merkez Bankası
KMİK	Kırgızistan Milli İstatistik Kurumu
MB	Merkez Bankası
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
PP	Phillips- Perron
SSCB	Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi
ÜFE	Üretici Fiyatları Endeksi

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Para Politikası Uygulama Süreci s. 20
Tablo 2: Dış Ticaret Göstergeleri s. 64
Tablo 3: Dış Borç Göstergeleri s. 68
Tablo 4: Finansal Derinlik Göstergeleri s. 71
Tablo 5: Zorunlu Karşılık Oranları s. 82
Tablo 6: Kırgızistan'da Enflasyon Gelişmeleri s. 86
Tablo 7: Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (TÜFE) ve Enflasyonu Etkileyen Faktörler s. 90
Tablo 8: Ana Harcama Gruplarına Göre TÜFE s. 92
Tablo 9: Parasal Büyüklükler s. 94
Tablo 10: KCMB Para Politikası Araçlarının Kullanımı (%) s. 100
Tablo 11: Faiz Oranı Gelişmeleri s. 101
Tablo 12. Döviz Kuru Gelişmeleri s. 103
Tablo 13. ADF Test İstatistiği Sonuçları s. 120
Tablo 14. Phillips-Peron Test Sonuçları s. 121
Tablo 15: Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları s. 122
Tablo 16: Koentegrasyon Denklemleri ve ADF Koentegrasyon Test Sonuçları s.123
Tablo 17: Kısa Dönem Denkleminde Hata Düzeltme Katsayıları s. 124
Tablo 18: Denklem 2 İçin Tanısal Test Sonuçları s. 126
Tablo 19: Denklem 8 İçin Tanısal Test Sonuçları s. 127
Tablo 20: Denklem 8(a) İçin Tanısal Test Sonuçları s. 128
Tablo 21: Denklem 10 İçin Tanısal Test Sonuçları s. 130
Tablo 22: Denklem 10(a) İçin Tanısal Test Sonuçları s. 131
Tablo 23: Denklem 10(b) İçin Tanısal Test Sonuçları s. 132
Tablo 24: Denklem 5 İçin Tanısal Test Sonuçları s. 133
Tablo 25: Denklem 5(a) İçin Tanısal Test Sonuçları s. 134

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Kırgızistan'da GSYİH Büyüme Oranı s. 61
Şekil 2: Cari İşlemler Hesabı Bileşenleri s. 66
Şekil 3: Bütçe Dengesi s. 67
Şekil 4: Döviz Kuru Gelişmeleri (Som/ABD doları, 1993-2011) s. 84
Şekil 5: Önemli Dış Ticaret Ortakları Olan Ülkelerdeki Enflasyon Oranları s. 93
Şekil 6: Para Arzı Enflasyon İlişkisi s. 95
Şekil 7: MB Bono Faiz Oranları s. 96
Şekil 8: TÜFE (Aylık Yüzde Değişim Oranı) s. 117
Şekil 9: Kümülatif TÜFE Endeksi (2000=100) s. 117
Şekil 10: TÜFE, Tarım Ürünleri Fiyat Endeksi s. 118
Şekil 11: TÜFE, ÜFE s. 118
Şekil 12: Parasal Büyüklükler s. 119
Şekil 13: Döviz Kuru (2000-2011) s. 119
Şekil 14: Faiz Oranları s. 120

GİRİŞ

İktisadi ve sosyal yapıdaki şartlara göre farklı dönemlerde farklı ekonomik amaç ve hedeflerin ön plana çıktığı ve bu hedeflere ulaşmaya yönelik olarak farklı ve yeni yaklaşımların oluşturulmaya çalışıldığı görülmektedir. 1970 yıllarından itibaren gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ekonomide yaşanan yüksek enflasyon oranları para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olmasına yol açmıştır.

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyinin sürekli ve önemli bir şekilde yükselmesi veya paranın sürekli olarak satın alma gücünü kaybetmesi olarak tanımlanmaktadır ve neden olduğu maliyetlerinden dolayı ekonomide olumsuz bir olgu olarak bilinmektedir. Enflasyonun beklenip beklenmemesine bağlı olarak maliyeti değişse de genel olarak yüksek oranda gerçekleşen ve sürüp giden bir enflasyon ekonomiyi tahrip etmektedir. Yüksek enflasyon toplumun ekonomik ve sosyal yapısını bozmakta, kendisini enflasyona uyarlayamayan kesimler için satın alma gücü ve refah kaybına yol açarak, gelir dağılımını, toplumsal adaleti olumsuz etkilemektedir. Ayrıca yarattığı belirsizlik nedeniyle geleceğe yönelik karar almayı zorlaştırması, piyasalarda risk primini yükseltmesi, uzun vadeli yatırımların yapılmasını ve tüketim kalıplarını olumsuz yönde etkilemesi vs. gibi birçok olumsuz sonuçlar ülkelerin enflasyonla mücadelesini zorunlu kılmaktadır. Ayrıca ekonomi için risk yaratmayacak düzeylere çekilen, düşük oranda, istikrarlı bir enflasyon büyüme için gerekli bir ihtiyaç olarak da görülmektedir.

Bu nedenlerden dolayı, enflasyonu bir sorun olmaktan çıkarmak ve istikrarlı bir ekonomiye ulaştırmak için enflasyona yol açan temel kaynakların belirlenmesi, kontrol edilmesi ve sağlıklı ve etkili çözümlerin bulunması büyük önem taşımaktadır.

Para politikalarının uygulanmasından sorumlu olan merkez bankaları, ülkenin ekonomik koşullarına göre temel para politika amaç ve hedeflerini belirlerler. Günümüzde gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak görülmektedir.

Para politikası uygulamalarında temel amaca ulaşmak için MB tarafından çeşitli araçlar, stratejiler kullanılmıştır ve dünyada değişmekte olan ekonomik koşullarda yeni politika arayışları devam etmektedir. MB'ların kullandığı araçlar ve operasyonel yapılar tarihi süreçte değişim gösterse de izlenecek politikaların başarı

şansları problemlerin doğru teşhis edilmesine, doğru kararların alınmasına ve özellikle ülkelerin ekonomik ve finansal sistemin alt yapısına bağlı olarak farklılık göstermektedir.

Para politikası, enflasyon dinamikleri ve enflasyonla mücadele politikalarının gelişmiş piyasa ekonomilerinde uzun bir tarihi süreci vardır. Ancak piyasa ekonomisine yeni geçen ülkeler için bu olgular tamamen farklı olup gösterdiği farklı özellikleri ile de ayrı olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. 1990 yılından sonra piyasa ekonomisine geçen geçiş ekonomisi olarak adlandırılan Kırgız Cumhuriyeti de ekonomi politikalarında optimal politika arayışı içindedir. Ekonomik gelişme açısından para politikası uygulamaları ve enflasyon özelliklerinin incelenmesi ve uygun politikaların yürütülmesi ekonomi açısından önemli olmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, Kırgızistan'da gerçekleşen enflasyon dinamiklerini incelemek ve merkez bankasının uyguladığı politikalarını analiz etmektir.

Çalışmanın birinci bölümünde, ilk önce enflasyon kavramı açıklanarak, enflasyonun türleri, ortaya çıkış nedenleri ve ekonomide yarattığı olumsuz sonuçları ele alınmaktadır. Daha sonra para politikasının amaç ve araçları açıklanmaya çalışılmıştır ve son olarak enflasyon ile para politikası arasındaki ilişki para politikası stratejileri bakımından incelenmiştir.

Kırgızistan'da bağımsızlık sonrası gerçekleşen genel makroekonomik gelişmeler konuyu daha iyi açıklamak açısından önem taşımaktadır. Dolayısıyla ikinci bölümün başında ekonomik gelişmelerin analizine yer verilmiştir. Daha sonra Kırgızistan Cumhuriyeti merkez bankasının yürüttüğü para politikası açıklanmıştır. Enflasyon dinamikleri ve nedenleri ve MB'nın enflasyonla mücadelede uyguladığı politikalar ayrıntılı olarak incelenmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın son bölümünde ise enflasyonun ekonometrik analizine ve elde edilen bulgulara yer verilmektedir. Analizde 2000:01-2011:06 dönemleri aylık verileri kullanılarak Kırgızistan'da enflasyon ve enflasyonu belirleyen parasal faktörler arasındaki ilişki koentegrasyon yöntemi ile analiz edilmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYONUN TANIMI, MALİYETLERİ VE FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAMAYA YÖNELİK PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ

1.1. ENFLASYONUN TANIMI VE TÜRLERİ

İkinci Dünya savaşından önce iktisat teorisinde geçici ve önemsiz bir sorun olarak görülen enflasyon, savaş sonrası dönemde ve özellikle 1970'lerin başından itibaren ekonomide istikrarsızlık yaratan çok önemli bir olgu haline gelmiştir. Enflasyon ortaya çıkışı, türleri, nedenleri, etkileri konusunda iktisatçılar arasında en çok tartışma yaratan konudur.

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyinin sürekli ve önemli bir şekilde yükselmesi veya paranın sürekli olarak satın alma gücünü kaybetmesi olarak tanımlanmaktadır. Fiyatlardaki bu artış, sadece birkaç malda değil, ekonomideki tüm mallarda ya da en azından ekonomideki malların büyük çoğunluğu için söz konusu olmalıdır[1].

Enflasyon bir ekonomide var olan bir istikrarsızlık sonucu ortaya çıkmakta, bununla birlikte kendisi de istikrarsızlığa (örneğin adaletsiz gelir bölüşümü, yüksek faiz oranları) neden olabilmektedir. Bu yüzden ekonomide enflasyonun var olması istenmemektedir. Deneyimler ekonomide fiyatlar genel düzeyinin sürekli artış içinde olduğunu göstermiştir. Ancak düşük orandaki fiyat artışları ekonomi için zararlı olarak sayılmamaktadır. Gelişmiş ülkelerde (GÜ) yüzde 2-3, gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) ise yüzde 5-6, hatta bazı ülkelerde yüzde 10'a varan fiyat artışlarının gerekli olduğu ve ekonomik büyüme için olumlu olduğu düşünülmektedir.

Enflasyon nedeniyle aynı para ile daha az mal satın alınabilmekte ya da aynı miktar mal alabilmek için daha fazla para ödemek gerekmektedir.

Genel olarak bakıldığında enflasyon nedenine, artış hızına, beklentilere göre sınıflandırılmaktadır. Bununla birlikte enflasyonun maliyetleri de en çok ele alınan konulardan olmaktadır.

---

[1] Zeynel Dinler, **İktisada Giriş**, Ekin Kitapevi Yayınları, Bursa, 1995, s. 398.

1.1.1. Fiyat Artış Hızlarına Göre Enflasyon Türleri

Artış hızına göre üç tür enflasyonist süreçten bahsedilmektedir. Bunlar: Sürünen Enflasyon, Yüksek Enflasyon ve Hiperenflasyon. Enflasyon artış hızına göre sınıflandırılırken her bir enflasyon türünün hangi sınır değerinden başladığı konusunda kesin ve değişmez bir ayırım yapmak zordur.

1.1.1.1. Sinsi (Sürünen, Ilımlı) Enflasyon

Sürünen enflasyon diye de adlandırılan ılımlı enflasyon fiyatlardaki artışların çok düşük oranlarda kaldığı ve enflasyon beklentilerinin istikrarlı olduğu enflasyon süreci olarak tanımlanmaktadır. Sürünen enflasyon için kesin bir oran söylenmese de, enflasyon oranının yıllık olarak tek rakamlı, yani yüzde 10'un altında kalan bir enflasyon oranından söz edilir[2]. Zaman ve mekana bağlı olarak şiddeti değişse de ekonomide zararlı etkiler yapmayan bir orandaki enflasyondur. Her ülkenin yapısına göre normal sayılabilecek tek rakamlı bir ılımlı enflasyon oranı vardır. Bu oran GOÜ'ler için yüzde 6, GÜ'ler için yüzde 2-3'tür.

Bu türden bir enflasyonun olumlu sonuçlarından dahi söz edilir[3]. Ilımlı fiyat artışları, girişimcilerin üretim şevkini arttırır. Fiyatlar ılımlı düzeyde seyrettiğinde, geleceğe ilişkin tahminler daha net olacaktır. Bu enflasyonun en önemli özelliği gruplar arsında sert bölüşüm çatışmaların yaşanmamasıdır.

1.1.1.2. Yüksek Enflasyon

Yüksek veya dötnala enflasyon ya da Latin enflasyonu olarak da adlandırılan bu enflasyon ekonomiyi zarara uğratan, piyasaların işleyişini bozan, gelecek hakkında belirsizliği arttıran ve paranın değer ölçüsü ve tasarruf aracı olma özelliklerini zayıflatan oranda bir enflasyondur. Yüksek enflasyon durumunda para likit olarak elde tutulamaz, tasarruflar enflasyon oranından daha fazla faiz veren bankalara, tahvillere, dövize, arsa ve dayanıklı tüketim mallarına yatırılır.[4]

---

[2] Faruk Çolak (Ed.), **İktisadın İlkeleri**, Alkım Kitapçılık Yayıncılık, Ankara, 1996, s. 598.
[3] Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, Murat Taşdemir, **Makroekonomi,** 7.baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2008, s. 364.
[4] Ersan Bocutoğlu, **Makro İktistat, Keynesyen Teori ve Politikalar**, 2.baskı, Derya Kitapevi, Trabzon, 2001, s. 72.

Aylık fiyat artışları yüzde 6'yı aştığında yüksek enflasyondan söz edilse de, yüksek enflasyon için tam bir oran belirlemek mümkün değildir. Genellikle iki haneli oranlar olarak ifade edilen enflasyon yüzde 100'lere kadar çıkabilmektedir. Buna göre yüksek oranlı enflasyon da kendi içinde yüksek oranlı enflasyon ve düşük oranlı yüksek enflasyon olarak ikiye ayrılmaktadır[5].

Yüksek enflasyonun en önemli göstergesi, bütün iktisadi birimlerin, üretim, tüketim, tasarruf, yatırım vb. kararlarını verirken, en temel değişken olarak fiyat artış oranını hesaba katmalarıdır.

Bir ülkede uzun yıllar boyunca yaşanan yüksek enflasyona, kronik enflasyon denilmektedir[6]. Bazıları da genel olarak yüksek enflasyonu kronik enflasyon olarak nitelemektedirler. Bu enflasyon kendi kendince sürüp gittiği için 'enflasyonun kendi kendini beslemesi' ve 'enflasyon ataleti' olarak tanımlanmaktadır[7].

1.1.1.3. Hiperenflasyon

Hiperenflasyon konusunda iktisatçıların üzerinde uzlaştığı bir oran belirlemek zor olsa da, genel olarak aylık fiyat artışlarının yüzde 20'yi aşması durumunda hiperenflasyonun varlığından söz edilmektedir. Hiperenflasyona yol açan iki temel sebep vardır:

i) Aşırı kamusal harcamalarını finanse etmek amacıyla para arzının ekonominin üretken kapasitesinin üzerinden arttırılması durumunda ortaya çıkabilir. Bu duruma özellikle savaş ve doğal afetler gibi ortamlarda rastlanmıştır. Para arzının üretimden daha çok arttırılması fiyat artışlarını hızlandırır.

ii) Para arzının sürekli artması, fiyat artışlarının sürekli olacağı yönünde beklentileri kuvvetlendirir.

Hiperenflasyon, ekonomideki bütün parasal işlemlerin yıkılmasına, yaşam standartlarında çok keskin düşüşlerin yaşanmasına yol açar. Fiyatların çok hızlı ve

---

[5] Çolak, s. 598.
[6] Osman Z. Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, 4.baskı, Yazıt Yayın Dağıtım, Ankara, 2007, s. 261.
[7] M. İlker Parasız, **Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar/ Dünyada ve Ülkemizde Kalkınma Makro Ekonomisi Sorunları**, Ezgi Kitapevi, İstanbul, 2001, (Kriz) s. 10.

yüksek oranlarda artmasından dolayı bireyler ellerindeki bütün fonları kısa sürede harcamaya çalışırlar[8].

Hiperenflasyon yaşayan ekonomiler büyük bütçe açıklarıyla karşı karşıya kaldıkları için hızlı para basımına yönelirler. Büyük bütçe açıklarının finansmanı için para basımını hızlandırarak hızlı bir enflasyona neden olurken, yüksek enflasyon da vergi sitemini tahrip ederek bütçe açıklarının artmasına neden olur. Bir kez başladı mı enflasyon otomatik bir şekilde kendi kendini besler ve daha hızlı artmaktadır[9].

Giderek hızlanan fiyat artışları ekonomide para ikamesini hızlandırır. İnsanlar ellerinde yerli para tutmak istemezler. Ekonomide döviz kullanımı artar. Malların fiyatları dövizle ifade edilmeye başlar. Yerli paranın tüm işlevlerinde çöküş yaşanır, yabancı paralar ve yabancı mevduat ve krediler yerli paranın yerini alır, vergi sistemi tamamen çöker.

Genel olarak 19. yüzyılın başında yaşanan hiperenflasyonların nedeni savaşlar, ihtilallar iken, 1980'li yıllarda yaşanan hiperenflasyonların büyük kısmı borç krizinden kaynaklanmıştır. Dünyada ünlü hiperenflasyonlar arasında 1922-1923 yıllarında yaşanan Alman enflasyonu başta gelir. Bu enflasyon sırasında fiyatlar ayda yüzde 322 artmıştır. Enflasyonun sonunda ise fiyatlar yıllık yüzde 29.000'e yükselmiştir. En hızlı hiperenflasyon ise II Dünya savaşının sonunda Macaristan'da yaşanmıştır. Ağustos 1945'ten Temmuz 1946'ya kadar ortalama enflasyon oranı yüzde 19 800 olmuştur. 1980'li yıllarda Arjantin, Brezilya, Polonya, Bolivya ülkelerinde yaşanan hiperenflasyonların önemli nedeni yüksek kamu borçlarıdır[10].

1.1.2. Nedenlerine Göre Enflasyon Türleri

Nedenlerine göre enflasyon türleri genel olarak üçe ayrılmaktadır. Bunlar: talep enflasyonu, maliyet enflasyonu ve ithal edilmiş enflasyondur. Ancak bu üç enflasyon türü birbirinden tamamen bağımsız değildirdir.

[8] Orhan, Erdoğan, s. 262.
[9] Parasız, Kriz, s. 11.
[10] Parasız, Kriz, ss. 12-13.

1.1.2.1. Talep Enflasyonu

Talep enflasyonunda fiyatlar genel düzeyinde görülen artışların nedeni üretimin pek elastik olmadığı bir durumda mal ve hizmetlere yönelik bir talep fazlalığıdır[11].

Başka bir tanımla talep enflasyonu bir ekonomideki nominal gelirin (parasal gelirin) o ekonomideki reel gelirden (üretilen mal ve hizmetten) daha fazla artması olarak tanımlanmaktadır[12].

Dolayısıyla talep enflasyonu toplam talebin toplam arzdan daha fazla arttığı veya toplam arzın mevcut talebi karşılayamadığı durumlarda ortaya çıkmaktadır. Talep enflasyonunu doğru teşhis edebilmek için ekonomide tüm reel ve nominal değişkenler iyice analiz edilmeli ve talep fazlalığı ve arz yetersizliğinin nedenleri iyi araştırılmalıdır.

Talep enflasyonu para ve kredi hacminin genişlemesi sonucu özel tüketim ve yatırım harcamalarındaki artıştan, kamu harcamalarındaki artıştan veya dış ödemeler bilançosunun getirdiği gelir artışından kaynaklanabilir. Sonuçta harcamalar ve ihracat toplamının ithalat ve üretim miktarını aşması fiyatlar genel seviyesini yükseltir[13]. Ülkede üretim potansiyel düzeyine yaklaştıkça, toplam talepteki artışlar üretimden çok fiyat artışlarına neden olacaktır[14].

Yukarıda da belirtildiği gibi talep enflasyonu moneter (parasal) karakterli olabilir veya olmayabilir. Para ve kredi hacminin genişlemesi harcamalarda artışa ve fiyatlarda artışa sebep olmuşsa, talep enflasyonu parasal karakterlidir.

Parasal olmayan nedenlerden kaynaklanan talep enflasyonun nedeni mevcut talep düzeyinde arzın yetersiz hale gelmesidir. Arz yetersizliği olumsuz iklim koşulları, deprem, sel gibi doğal sebeplerden veya devletin ya da dış faktörlerin ekonomiye müdahalesi neticesinde işletmeler üzerinde oluşan yüklerden kaynaklanmaktadır.

---

[11] Osman Z.Orhan, **Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları**, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1995, s. 43.
[12] Tevfik Pekin, **Makro İktisat**, Zeus Kitapevi, İzmir, 2005, s.52.
[13] Sadun Aren, **İstihdam, Para ve İktisadi Politika**, 11.baskı, Savaş Yayınları, Ankara, 1998, ss. 216-217.
[14] Zafer Tunca, "Türkiye'de Enflasyon", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 49, 1998, s. 203.

1.1.2.2. Maliyet Enflasyonu

Maliyet enflasyonu toplam talepte bir değişiklik olmadığı halde üretim maliyetlerindeki artışlar nedeniyle fiyatlar genel seviyesinin yükselmesi olarak tanımlanabilir[15]. Maliyet enflasyonu enflasyonun arz yönünden kaynaklanan türüdür. Maliyeti arttıran etmenler fiyatları arttırdığı için, üretim maliyetini oluşturan faktörlerin incelenmesi kaçınılmaz olmaktadır. Bilindiği gibi üretim emek, sermaye ve doğal kaynakların girişimci tarafından bir araya getirilmesi ile gerçekleşmektedir. Dolayısıyla bu dört üretim faktörünün hepsinin veya bir ya da bir kaçının fiyatlarındaki artış ürünlerin fiyatlarını arttırmaktadır. Bu dört üretim faktörünün üretimden aldığı pay sırasıyla: ücret, faiz, rant ve kar'dır. Günümüzde kurulan her firmanın temel amacı karını maksimize etmek, maksimum seviyeyi sürdürmek ve dolayısıyla büyümektir. Bu nedenle, eğer bir firma bulunduğu pazarda tekel gücüne sahipse ürün fiyatlarını istediği gibi belirleyebilecektir. Hatta oligopol piyasalarda bile firmalar bir araya gelerek tek bir fiyat politikası izleyebilmektedir[16]. Diğer yandan, işçiler de işverenlere baskı yaparak ücretlerini yükseltebileceklerdir. Eğer işçiler ve işçi sendikaları verimlilikte artış olmaksızın ücret artışını sağlayabiliyorsa, üretimin maliyeti de yükselecektir[17]. Dolayısıyla satıcılar kar marjlarını korumak amacıyla fiyatları arttırmaya zorlanır. Aynı şekilde doğal kaynaklara veya hammadde gibi üretim girdilerine sahip olan kesim de pazarlık güçleri ölçüsünde üretimden daha fazla pay talep edebileceklerdir. Üretimde kullanılan girdi fiyatlarındaki artışlar üretim maliyetini en çok etkileyen faktör olmaktadır. Üretimden daha fazla pay almak isteyen sermayedarlar da mümkün olan en yüksek faiz oranından borç vermeyi tercih edeceklerdir.

Bütün bu üretimden daha fazla pay alma çabaları sonucu, mevcut olan denge başlangıçta bir taraf lehine bozulsa bile, diğer üretim faktörlerinin sahipleri de yeni dengeyi kendi lehlerine bozmak için uğraşacak ve sonuçta fiyatlar genel düzeyinde bir artış olacaktır. Bu mücadele sürdüğü müddetçe de fiyat artışları devam edecektir[18].

---

[15] A. Baki Pirimoğlu, **Para Politikası**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 1990, s. 92.
[16] Mehmet H. Eken, **Enflasyonun Bankacılık Üzerine Etkilerinin Risk ve Karlılık Açısından Değerlendirilmesi**, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara, 1994, s. 12.
[17] Parasız, s. 207.
[18] Eken, s. 12.

1.1.2.3. İthal Edilmiş Enflasyon

İthal enflasyon fiyatlar genel düzeyindeki artışın hızlanmasının büyük oranda dış ekonomik ilişkilerden kaynaklanması demektir. Günümüz dünyasında bir ülkenin tek başına yaşamını sürdürmesi zordur. Dolayısıyla her ülkenin farklı düzeylerde olmak üzere dış ekonomilerle ilişkisi vardır. Mal ithal etmek zorunda olan ülkeler ve özellikle gelişmekte olan ülkeler büyük ölçüde dış fiyat etkilerine maruz kalmaktadır. Önemli ithal mallarının fiyatlarının yükselmesi ülkedeki fiyat düzeyinin yükselmesine neden olmaktadır.

İthal edilmiş enflasyon yerine göre talep enflasyonu, yerine göre de maliyet enflasyonu olarak değerlendirilebilmektedir. Eğer bir ekonomide bir nihai ürün; örneğin otomobil, üretilmiyorsa, dış piyasadaki bu ürüne olan talep artışı bu ürünün fiyatını arttıracak ve sonuçta uluslar arası pazarlarda oluşan bu fiyat yerel tüketiciler için bir veri fiyat olacaktır. Dolayısıyla, global düzeyde bir talep enflasyonundan söz edilebilecektir. Öte yandan, eğer bir ekonomideki üretim büyük bir payla ithal hammaddeler, örneğin petrole dayanıyorsa, bu hammaddelerin fiyatındaki bir artış yerel ekonomide bir maliyet enflasyonuna neden olabilecektir[19].

1.1.3. Enflasyonun Maliyetleri

Enflasyon geleneksel deneyimlere bağlı olarak genellikle olumsuz bir olgu olarak bilinmektedir. Enflasyonun etkileri ile ilgili kesin analizler, bu etkilerin enflasyonun şekline ve milli ekonomideki durumuna bağlı olduğunu göstermiştir.

Enflasyonun genel ekonomi üzerindeki maliyetleri enflasyonun beklenip beklenmemesine göre ayrı ayrı değerlendirilmektedir.

1.1.3.1. Beklenen Enflasyon Durumu

Fiyatlar genel seviyesinde meydana gelmesi muhtemel artışların tahmini "beklenen enflasyon" olarak adlandırılır. Bu enflasyon ortaya çıkmadan önce bireyler tarafından beklenmektedir. Fiyatlar genel seviyesindeki artışların tam olarak

[19] Eken, s.12.

doğru tahmin edilmesi haline yani beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyonun birbirine eşit olması durumuna "tam olarak beklenen enflasyon" denir[20].

Beklenen enflasyonun maliyeti analizinde tam olarak beklenen enflasyon ele alınır. Beklenen enflasyonda halkın enflasyon oranları hakkında bilgiye sahip oldukları kabul edilmektedir.

Eğer enflasyon bekleniyorsa fiyat değişmeleri hiç kimse için süpriz olmayacaktır. Tüm mal ve hizmetlerin fiyatları, ücret ve maaşları ve rantları aynı oranda yükselecek, reel faiz oranı değişmeyecektir. Sözleşmeler beklenen enflasyon oranına göre yapılacaktır. Bu durumda enflasyon reel çıktı, etkinlik ve gelir dağılımı üzerinde büyük etki yaratmayacaktır[21]. Ancak enflasyon tam olarak öngörülse bile kaçınılmaz olarak ortaya çıkacak olan üç maliyetten söz edilmektedir.

a) *Ayakkabı Eskitme Maliyeti*: Enflasyonist bir ortamda ekonomik birimler, reel anlamda ellerinde daha az nakit tutarlar. Enflasyon oranının yükseleceği beklentisi daha yüksek faiz oranlarına yol açmakta ve böylece elde para tutmanın alternatif maliyeti artmaktadır. Ekonomik birimlerin bu duruma tepkisi, daha az nakit tutmak şeleklinde olur. Elinde fazla para tutmayan kişiler, gerektikçe para çekmek için sık sık bankaya gideceklerinden ve dolayısıyla ayakkabılarını eskiteceklerinden mecazi anlamda bu durum literatürde "ayakkabı eskitme maliyeti" olarak adlandırılmıştır.

Menü maliyeti ya da katalog maliyeti: beklenen enflasyonun bir diğer maliyeti menü maliyeti olarak adlandırılmaktadır. Bu kavram enflasyona göre fiyat ayarlamaları yapılırken katlanılması gereken maliyetleri ifade etmektedir. Yüksek enflasyon nedeniyle firmalar ilan ettikleri fiyatları sık sık değiştirmek zorunda kalırlar. Büyük ölçekli firmalar açısından yeni katalog basmak, dağıtmak, değiştirme için personel, zaman harcamak oldukça maliyetli olabilir. Örneğin; restoran sahipleri, katalog üreticileri, süpermarketler ve fiyat ilan eden diğer tüm işletmeler enflasyon nedeniyle fiyatlarını değiştirmek zorunda kaldıkları zaman, bu maliyetleri yüklenmek durumundadırlar.

[20] Erdal Ünsal, **Makro İktisat**, İmaj Yayıncılık, 7.baskı, Ankara, 2007, s. 106.
[21] M. İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar (Para Banka),** 8.baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2005. s. 426.

Vergi Bozulmaları: Beklenen enflasyon ekonomi üzerinde, nominal tabanlı gelir vergisiyle etkileşiminin ortaya çıkardığı büyük bir etkiye sahiptir. Uygulamada vergi sistemleri nadiren enflasyona endekslenmektedir.

Artan oranlı vergi sisteminin yürürlükte olduğu ülkelerde, kişisel gelir vergisi enflasyona göre uyarlanmadığı taktirde, vergi mükellefleri nominal gelirlerindeki artış nedeniyle bir üst vergi dilimine çıkmakta, dolayısıyla reel gelire uygulanan vergi oranı artmaktadır. Vergi öncesi reel gelir aynı iken vergi haddinin daha yüksek olması vergi sonrası reel gelirin azalmasına yol açmaktadır[22]. Böylece reel gelirin bir kısmı bireylerden hükümete transfer edilmiş olur.

Vergi bozulmaların bir başka örneği vergi sisteminin tasarruflardan elde edilen nominal faiz gelirini gelir olarak kabul etmesi ve dolayısıyla nominal faiz gelirinin vergilendirilmesidir[23].

Diğer taraftan verginin doğuşu ile tahsil edilmesi arasında geçen süre uzadıkça enflasyona bağlı olarak devletin vergi gelirlerinde reel azalmalar yaşanır. Bütçe açığındaki artış enflasyonu yükseltebilir, bu da vergi gelirlerini azaltır. Düşük vergi gelirleri ise bütçe açığının daha fazla artmasına yol açar. Bu olumsuz durum literatürde "Olivera-Tanzi Etkisi" olarak bilinir[24].

Enflasyon sonucu vergi sisteminde ortaya çıkan olumsuzluklar kayıt dışı ekonomiyi de tetiklemektedir. Enflasyon kaynaklı fiktif kârların vergilendirilmesi ve elde edilen gelirin enflasyon dolayısıyla daha yüksek vergi dilimlerine dahil olması sonucu vergi mükelleflerinin satın alma gücü düşer. Satın alma gücündeki düşüşü telafi etme yolları arayan mükellefler, bunu gerçek gelirlerini vergi idaresinden gizleyerek sağlamaya çalışırlar. Bu çabanın zincirleme sonuçları ise, vergi hasılatının düşmesi, kamu harcamalarının finansmanı için daha çok borçlanma, faiz oranlarının yükselmesi, reel ekonominin kredi maliyetlerinin artması şeklinde sıralanabilir[25].

---

[22] Jeffrey D.Sachs, Felipe B.Larrain, **Macroeconomics İn The Global Economy**, Prentice-Hall, USA, 1993, s. 348.
[23] Ünsal, s. 107.
[24] Sachs-Larrain, s. 348.
[25] Bayram Çolakoğlu, "T.C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenilirliği", **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl: 40, Sayı 475, 2003, http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/ bayram.doc, (20.09.2011), s. 65.

1.1.3.2. Beklenmeyen Enflasyon Durumu

Fiyatlar genel seviyesindeki artışların kamu için sürpriz bir şekilde ortaya çıkması, ya da en azından insanların bu enflasyon oranına hazırlıksız olması durumunda ortaya çıkan enflasyon beklenmeyen enflasyon olarak adlandırmaktadır[26]. Beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyonun birbirinden farklı olması durumu olarak da tanımlanabilir.

Enflasyon belirsiz bir ortam yaratır ve insanların gelecekteki enflasyonun ne olacağı konusunda öngörüsünü güçleştirir. Enflasyondaki belirsizliğin ilk etkisi, faiz oranlarına bir risk priminin ilave edilmesi olmakta ve böylece faiz oranları artmaktadır. Faiz oranının yükselmesi enflasyonun da beraberinde yükselmesi demektir. Faiz gideri bir maliyet unsuru olduğundan, yüksek faiz oranları tıpkı ücretler gibi fiyatları arttıracaktır. Yüksek faiz oranları maliyetleri yükseltir ve bu nedenle arz kanalından fiyatlar artar. Ayrıca yüksek faiz bunu elde edenlerin gelirlerini arttırdığından, harcamaların artmasına ve dolayısıyla fiyatların artmasına neden olacaktır. Yüksek faiz oranları maliyetleri ve gelirleri arttıracağından maliyet ve talep enflasyonu genişleyecektir[27].

Belirsizlik, tüketicilerin ve üreticilerin toplam fiyat seviyesini ve nispi fiyatların değişkenliğini doğru biçimde algılamalarını zorlaştırarak, fiyat sisteminin işleyişini, dolayısıyla kaynak dağılımının etkinliğini bozmaktadır.

Yüksek enflasyonun bu durumda, ekonomik karar birimleri kaynaklarının büyük kısmını enflasyondan korunma amacına yönlendirecekler ve bunun sonucu olarak üretken faaliyetlere gidecek kaynak miktarı azalacaktır. Enflasyonun gelecekteki patikasına ilişkin belirsizliğin reel ekonomik faaliyetler üzerinde yarattığı olumsuz etkinin bir diğer kaynağı, ekonomik birimlerin "geleceğin ne getireceğini" açık olarak görememeleri nedeniyle, uzun vadeli sözleşmelere girme konusunda isteksiz olmalarıdır. Ekonomide kısa vadeci yaklaşımın ağırlık kazanmasının doğal bir sonucu, kaynakların uzun vadeli sözleşmeleri gerektiren üretken faaliyetlerden

[26] Sachs-Larrain, s. 348.
[27] Türker Susmuş, **Enflasyon Ortamında Maliyetleme**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1999, s. 14.

kısa vadeli finansal faaliyetlere kaydırılmasıdır. Dolayısıyla, enflasyonun bir diğer maliyeti, kaynakların aşırı ölçüde finansal sektörde yoğunlaşmasıdır[28].

Beklenmeyen enflasyonun ekonomi üzerinde olumsuz etkileri oldukça fazladır, kısaca aşağıdaki gibi özetlenebilir:

a) Enflasyonun neden olduğu olumsuz etkilerin basında gelir dağılımının bozulması gelmektedir. Ekonomideki gelir-servet bir gruptan diğerine adil olmayan şekilde transfer edilmektedir[29]. Beklenmeyen enflasyon ücretlerin reel değerini azaltmaktadır. Gelir dağılımı sabit gelirli olan memur ve isçi sınıfı aleyhine bozulur. Bu grubun geliri kısa dönemde arttırılamadığı için satın alma gücü düşer. Diğer taraftan imalatçılar, tüccarlar, esnaflar gibi serbest meslek sahipleri, piyasadaki fiyat hareketlerine göre, arz ettikleri mal ve hizmetin fiyatında istedikleri gibi ayarlama yapabilmektedir. Sabit gelirliler gittikçe fakirleşirken, zengin kesim ise daha da zenginleşmektedir. Dolayısıyla enflasyonun gelir dağılımı üzerindeki en büyük etkisi, zengini daha zengin, fakiri daha fakir yapmasıdır. Enflasyondan kaynaklanan gelir kaybı çalışanlar arasında huzursuzluğa neden olmakta, bunun sonucunda toplumun dengesi bozulmakta ve sosyal adaletsizliğe yol açmaktadır[30].

Enflasyon oranlarındaki beklenmeyen artışlar net alacaklı ve net borçlu durumuna göre de gelir ve serveti etkilemektedir. Enflasyon oranındaki artış borç sözleşmelerinde belirlenen nominal faiz oranı kadar olursa reel faizler sıfır seviyesinde gerçekleşecek, bu durumda ödünç alanlar kazançlı hale gelecekler[31]. Enflasyon oranı nominal faizi aşarsa alacaklı zarara uğrayacak. Ayrıca, borçlu faiz ödemelerini vergiden düşebilirse ilave bir kazanç sağlayacak, borç veren kişi nominal faiz geliri üzerinden vergi vermek zorundaysa kredinin önemli bir kısmını kaybedecektir[32].

b) Ilımlı bir enflasyon toplam tasarrufları artırıcı bir etki yapabilir. Ilımlı bir enflasyon milli gelirin kişiler arasında dağılımını, genellikle, girişimciler sınıfı lehine değiştirir. Bu sınıfın tasarruf eğilimi yüksektir. Bu nedenle tasarruflar yatırımlara dönüşebilir, bu da ekonominin üretken kapasitesini arttırabilir.

---

[28] Cuma Bozkurt, "Enflasyonun Ekonomik ve Sosyal Maliyetleri", **Bütçe Dünyası Dergisi**, Sayı:34, 2010/2, (Enflasyon) s. 177.
[29] Ünsal, s. 104.
[30] Bozkurt, s. 181.
[31] Sachs-Larrain, s. 350.
[32] Erdal Demirhan, **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi,** Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul, 2002, s. 8.

Yüksek enflasyon ise tasarruflar üzerinde de negatif etkileri oluşturmaktadır. Para günden güne değer kaybettiği için kimse parasını saklamaz ve herkes ellerindeki parayla mal veya hizmet almak istemektedir. Bu durum sonucunda talep daha da canlanarak fiyatların yeniden yükselmesine neden olmaktadır[33].

Enflasyon dönemlerinde tasarrufların özendirilebilmesi için piyasadaki faiz oranlarının, enflasyonun üzerinde olması gerekmektedir. Faiz oranlarının enflasyonun altında kalması durumunda paranın değer kaybı karşılanamayacağından tasarruflar azalır. Tasarrufların azalışı verimli yatırımların azalması, tüketimin artması demektir. Ekonomi birimleri ellerine geçen tüm parayı hemen harcadıkları gibi, mümkün olduğunca da borçlanmaya yönelirler.

c) Enflasyonun olumsuz etkilerinin görüldüğü bir diğer ekonomik değişken yatırımlardır. Enflasyonun yüksek olması nedeniyle hem bireylerin tasarruf yapmaktan kaçınması hem de yatırım maliyetlerinin yüksek olması sebebiyle, ülkedeki yatırım büyüklüğünde artış olmamaktadır. Ayrıca enflasyonist ortamın yarattığı belirsizlik, bireylerin ve firmaların geleceğe ilişkin endişelerini arttırarak uzun vadeli reel yatırımlardan çok, spekülatif yatırımlara yoğunlaşmalarına yol açar.

Yüksek enflasyon, finans piyasalarının gelecekle ilgili öngörü yapabilmelerini zorlaştırarak kredi piyasasının verimliliğini ve dolayısıyla kullanılabilecek kredi miktarını düşürür. Bu da hem tüketicilerin hem de üreticilerin özellikle uzun vadelerde kredi alabilmelerini engeller.

d) Enflasyonist ortam, yarattığı belirsizlikle ülkenin diğer ülkelerle rekabet edebilme gücünü zayıflatır. Enflasyon nedeniyle iç fiyatların çok yükselmesi yabancı ülkelerden gelen malların yurtiçinde üretilen mallardan daha ucuz olmasına yol açar. Dolayısıyla ithalat yoğunlaşır ve başka bir ekonomik dengesizlik unsuru olan dış ticaret açığı artar[34].

Diğer yandan enflasyon ortamında faiz oranlarının yüksek olması ülkeye gelen yabancı sermayenin ağırlıklı olarak kısa vadeli olmasına yol açar ve ekonomideki kırılganlığı arttırır. Sonuçta, büyümeyi ve istihdamı destekleyecek olan uzun vadeli doğrudan yatırımlar ülkeye gelmez.

e) Enflasyonun ekonomik etkileri sadece makro düzeyde kalmayıp, işletme bazında mikroekonomik etkileri de mevcuttur. Enflasyonun yaşandığı ülkelerde;

[33] Tevfik Pekin, **Makro İktisat**, Zeus Kitapevi, İzmir, 2005, s. 54.
[34] Pekin, s. 54.

işletmelerin aktif yapısı bozulmaktadır, yoğun bir şekilde finans sıkıntısı çekmektedirler, maliyetler sürekli artış göstermektedir, aşırı faiz yüküyle karşı karşıya kalmaktadırlar[35].

Aldatılma duygusu, toplumsal uyumun bozulması, güven unsurunun zarar görmesi, gelecekle ilgili kaygıların artması, bireylerin kendini toplumdan soyutlaması, gelir dağılımındaki bozulmanın ve adaletsizliğin artması, özellikle genç kesimin geleceğe dair umutlarının tükenmesi enflasyonun toplum hayatında yarattığı olumsuzluklardan birkaçıdır[36]. Enflasyonun beklenmeyen maliyetlerinden ücretlerin, kiraların, borçların, vergilerin vb. enflasyona endekslenmesiyle büyük bir oranda kaçınılabileceği düşünülmektedir[37].

1.2. PARA POLİTİKASI VE ENFLASYONLA MÜCADELE

Enflasyon temelde izlenen para ve maliye politikaların bir sonucu olarak ortaya çıkmakla birlikte, enflasyonla mücadele için (enflasyonun yavaşlatılması ya da düşürülmesi için) kamu kesimi yine bu politikalardan yararlanmaktadır[38]. Dolayısıyla ekonomi politikasının iki temel aracı olan maliye ve para politikası en optimal bir şekilde yürütülmeye çalışılmalıdır. Enflasyonla mücadelede para politikası kullanılmaktadır. Ancak maliye politikası ile para politikası amaçlarının tutarlı olması önemlidir.

Bu alt bölümde önce para politikası amaç ve araçları ele alınmakta, daha sonra enflasyonla mücadele aracı olarak kullanılan para politikası stratejileri tanımlanmaktadır.

---

[35] Seval Kardeş Selimoğlu, "Enflasyonun Finansal Tablolar Üzerindeki Etkilerinin Giderilmesi Yönünde Yapılan Ulusal ve Uluslararası Boyuttaki Düzenlemeler", **Muhasebe ve Denetimine Bakış Dergisi**, Sayı: 4, 2001, s. 101.
[36] Bozkurt, Enflasyon, s. 172.
[37] Nevzat Güran, **Makro Ekonomik Analiz**, 3.baskı, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 2002, s. 278.
[38] Güran, s. 280.

1.2.1. Para Politikasının Tanımı, Amaç ve Araçları

Para Politikası birkaç biçimde tanımlanabilir:

a) Para politikası, ekonomide belli amaçlara ulaşmak için paraya ilişkin olarak alınan ve uygulanan tüm önlemler olarak tanımlanabilir[39].

b) Para politikası bir ekonomide para yaratılması (kaydi para), para miktarı ve değeri üzerine etki eden ilkeler ve kararlar bütünüdür.

c) Para politikası, merkez bankasının ülkenin koşullarına göre para ve kredi mekanizmalarının çalışmasını denetleyen bir politikadır.

d) Para politikası, para hacminin ve diğer finansal koşulların, MB tarafından, reel çıktıda sürdürülebilir büyüme, tam istihdam, fiyat istikrarı vb. gibi hedeflere ulaşılabilmesi çabaları ile ilişkili olarak etkilenmesi ve yönlendirilmesidir.[40]

Para politikası yukarıdaki tanımlarda da belirtildiği gibi, pek çok ülkede merkez bankaları tarafından uygulanmaktadır. Para politikalarının uygulanmaya başladığından bugüne kadar pek çok değişiklikler meydana gelmiştir. Para politikaları ülkelerin ekonomik durumu ve merkez bankaların konumlarına göre ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. Para politikası gelişimine bakıldığında kabaca 1970 öncesi, 1970-1980 dönemi ve 1990 sonrası olarak üç önemli sürece ayırabiliriz[41].

1970 öncesi dönem: Ekonomi politikaları büyük ölçüde maliye politikaları çerçevesinde oluşturulurken, para politikası destekleyici unsur olarak görülmüştür.

1970-80 dönemi: Petrol krizinin etkisiyle petrol fiyatları aşırı yükselmiştir ve merkez bankalarının bu dışsal şokun olumsuz etkilerini gidermek amacıyla genişletici para politikaları izlemeleri sonucu birçok ülkede enflasyonist bir süreç yaşanmıştır. Bu dönemde, geniş para politikalarının ekonomik kalkınmaya beklenen destek sağlamadığı ve enflasyona yol açtığı genel kabul görmüştür.

1990 sonrası: Geçmiş dönemlerin deneyimi ışığında, merkez bankalarının üretim ve istihdama katkılarının ancak ve ancak fiyat istikrarını gözeten politikalarla

[39] Pekin, s. 57.
[40] Serdar Öztürk, **Enflasyon Hedeflenmesi**, Derin Yayınları, İstanbul 2003, ss. 5-6.
[41] TCBM, Piyasalar Genel Müdürlüğü, **Merkez Bankası-Para Politikası Uygulamaları**, ÖDTÜ, Ekim 2007, s.4, www.tcmb.gov.tr, (12.10.2011).

olabileceği sonucuna varılmış, merkez bankalarının temel hedefinin fiyat istikrarı olduğu kabul edilmiştir.

Para politikası uygulamalarında para politikasında kullanılan amaç, hedef, araç, strateji, politika gibi kavramlarının para politikası içindeki yerleri iyice anlaşılması lazımdır.

Para politikalarının uygulanmasından sorumlu olan merkez bankaları, ülkenin ekonomik koşullarını ve hükümetin uyguladığı maliye politikalarını veri alarak temel para politikası amaç ve hedeflerini belirlerler, daha sonra temel amaca ulaşmak için hangi para politikası araçlarını kullanacaklarını ve seçilen para politikası araçlarını hangi operasyonel alt yapıda gerçekleştireceklerine karar verirler. Para politikası araçları ile nihai hedef ve amaçları arasındaki bu ilişki aktarım (yansıma) mekanizması olarak bilinmektedir[42]. Diğer bir değişle, para politikası uygulamasının temel makro değişkenleri etkileme mekanizması aktarım mekanizması olarak adlandırılmaktadır.

Aktarım mekanizmasını kullanarak MB temel amacına ulaşmada en etkili araç setini seçebilir. Amaç ve araçların karşılıklı etki ve tepkilerini içeren amaç ve araçların seçimine dayalı kararlar bütünü strateji olarak bilinmektedir[43].

Doğal olarak, kullanılacak amaç, araçlar, operasyonel hedef, ara hedef ülkedeki ekonomik ve finansal sistemin alt yapısına bağlı olarak seçilmektedir.

Para politikasının amaçları iktisat politikası amaçlarından oluşmaktadır. Para politika uygulama süreci açısından nihai amaç sosyal refahın arttırılmasıdır ve bu amaca en uzun dönemde ulaşılmaya çalışılır[44]. Temel amaç ise iktisat politikası amaçlarını da içeren büyüme, tam istihdam, fiyat istikrarı, ödemeler bilançosu dengesi, finansal istikrar değişkenleridir. Pek çok çalışmada temel amaç nihai hedef olarak da adlandırılmaktadır. Para politikasının temel amaçlara ulaşması nihai amacın da gerçekleştirilmesi anlamına gelecektir.

Farklı zamanlarda ve yerlerde yukarıda sayılan amaçların biri ya da birkaçı para politikasının temel amaçları olarak kullanılmıştır. Ancak amaçlar arasında bir

---

[42] Coşkun Can Aktan, Utku Utkulu, Selahattin Togay, **Nasıl Bir Para Sistemi: Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 1998, s. 8.

[43] Aylin Abuk Duygulu, "Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme: Türkiye Örneği", **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 7, Sayı: 4, 2005, s. 3.

[44] Abuk Duygulu, s. 5.

trade-off söz konusu olduğu ortaya çıkmıştır, dolayısıyla merkez bankası bu hedeflerden bir tanesini temel amaç olarak seçmek durumundadır[45]. Son yıllarda para politikasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu genel kabul görmektedir. Bunun nedeni yüksek ve istikrarlı olmayan enflasyonun özel kesimin yatırım, tasarruf ve üretimle ilgili karar vermelerini olumsuz etkilediği ve sonuç olarak yavaş ekonomik büyümeye yol açtığına ilişkin güçlü kanıtlardır.[46]

Para politikası stratejisi seçilen amaca ve bu amaç için kullanacak araç ve hedef setine göre değişmektedir[47]. Para politikasının uygulanmasında iki strateji söz konusudur: tek aşamalı (direkt ve ya doğrudan) ve iki aşamalı (dolaylı) strateji. Tek aşamalı stratejide para politikası doğrudan doğruya nihai hedeflere yönelik olarak uygulanmaktadır. İki aşamalı stratejide ise nihai hedefleri gerçekleştirebilmek için ara hedefler kullanılmaktadır.

Tek aşamalı stratejide, herhangi bir ara hedef söz konusu değildir. Şayet nihai hedeflerden istenmeyen herhangi bir sapma söz konusu olursa o takdirde araçlarda gerekli değişiklikler yapılarak nihai hedefler gerçekleştirilmeye çalışılmaktadır. Ancak, nihai hedefler ve araçlar arasındaki çok dolaylı ilişkiler ile uzun gecikmelerden dolayı, pek çok merkez bankası, araçlar ile nihai hedefler arasında yardımcı olacak başka değişkenleri de kullanmışlardır. Bunlar, ara hedefler, operasyonel hedefler ve bilgi değişkenleri (ya da göstergeler) olarak sınıflandırılabilir.

Ara hedef olarak seçilecek değişken para politikasının araçları ile temel amaç arasında etkileşimi gerçekleştirebilmeli ve aralarında her zaman geçerli olan, zamana ve koşullara göre değişmeyen bir ilişki olmalı; ara hedef, enflasyonu her zaman tahmin edilebilir oranda etkileyebilmelidir.[48] Ara hedef olarak seçilen büyüklük kolaylıkla izlenebilmesi için ilgili veriler güvenilir, anlaşılabilir ve hızlı bir şekilde elde edilebilir olması gerekir. Ayrıca MB dışında hiçbir faktörün ara hedef üzerinde

[45] Aktan ve diğerleri, s. 7.
[46] Mohsin S. Khan, "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy" **Presented at the RBI/IGIDR Fifth Annual Conference on Money and Finance in the Indian Economy,** Mumbai, India, January 30, 2003, s. 2.
[47] Abuk Duygulu, s. 5.
[48] Timur Önder, **"Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması",** Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs, 2005, s. 34.

önemli bir etkisi olmamalıdır.[49] Ara hedefler para politikasının temel amaçlarını etkileyecekse de doğrudan MB tarafından kontrol edilememektedir. Buna karşın, MB'sı operasyonel hedef değişkenlerini, ara hedef değişkenlerine göre, merkez bankası politika araçları ile daha kısa zamanda ve doğrudan etkileyebilmektedir[50]. Buna göre operasyonel hedefler, para politikası araçları ile ara hedefler arasında yer alan merkez bankasının ara hedefleri kontrol edebilmek için kısa dönemde ulaşmayı çalıştığı hedeflerdir[51]. Operasyonel hedef ara hedef değişkenleri ve temel amaçlar üzerinde oldukça anlamlı etkilere sahiptir. Ara hedef uygulama sürecinde bir çıpa olarak kullanılırken operasyonel hedef çıpa olarak kullanılmaz. Operasyonel hedefler bir fiyat değişkeni (kısa dönem faiz oranı) ya da bir miktar değişkeni (parasal taban, banka rezervleri, net uluslar arası rezervler ya da net iç varlıklar) olabilmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunda operasyonel hedef olarak kısa vadeli faiz oranı kullanılmaktadır. Kısa vadeli faiz oranları kolaylıkla izlenebilmektedir. Ancak, bu politikanın etkin bir şekilde uygulanabilmesi için para piyasalarının yeterince gelişmiş olması gerekmektedir. Bir operasyonel hedef olan parasal taban ise, izlenmesi ve anlaşılması zor bir değişken olup, en büyük avantajı etkin ve gelişmiş para piyasaları gerektirmemesidir.

Para politikası araçları operasyonel hedef üzerinde doğrudan etkilidir. Piyasa ekonomilerinde en etkin para politikası araçları, piyasa sisteminin işleyişine en iyi hizmet eden, dolaylı yani piyasaya dayalı araçlardır.

Operasyonel hedefler, parasal aktarım mekanizmasının ilk adımını oluşturmaktadır. Yani, merkez bankası önce para politikası araçlarını kullanarak operasyonel hedefleri etkileyecek, operasyonel hedefler vasıtasıyla da nihai hedeflere ulaşmaya çalışacaktır.

Para politikasının uygulanması için merkez bankası temel amaca ve araçlara sahip olmaya mecburdur. Ancak bir ara hedef ya da bir operasyonel hedefi belirleme zorunluluğu yoktur. Başka bir deyişle merkez bankaları bir ara hedef ve operasyonel hedef kullanmadan da para politikasını uygulayabilmektedir.

Aşağıda para politikası uygulama sürecinde genel olarak bugüne kadar kullanılan değişkenler gösterilmektedir.

---

[49] Aktan ve diğerleri, s.13
[50] Khan, s. 3
[51] Özrtürk, s. 6

Tablo1: Para Politikası Uygulama Süreci

Para Politikası Araçları	**Operasyonel Hedefler**	**Ara Hedef**	**Temel Amaç**	**Nihai Amaç**
APİ Reeskont Politikası Zorunlu Karşılıklar	Parasal Büyüklükler Kısa Vadeli Faiz Oranları	Nominal Gelir Nominal Para Arzı Uzun Vadeli Faiz Oranları Döviz Kuru	Fiyat İstikrarı Milli Gelir Artışı Ödemeler Bilançosu Denkliği	Sosyal Refah Artışı

Kaynak: Aylin Abuk Duygulu

Para politikası uygulamaları ülkeler arasında farklılıklar göstermesine rağmen, günümüzde fiyat istikrarı merkez bankaların nihai hedefi olmayı sürdürmektedir.

Fiyat istikrarının birincil amaç haline gelmesinde etkili olan en önemli unsur, piyasa ekonomisinde göreli fiyatların malların üretim ve tüketimini yönlendiren temel faktör olmasıdır[52].

Merkez bankası fiyat istikrarına ulaşmak için enflasyon oranını belirleyen değişkenleri (para arzı, kısa vadeli faizler ya da döviz kuru gibi değişkenleri) kontrol etmeye ve/veya etkilemeye çalışır. Ancak sermaye hareketlerinin ülkeler arasında serbest olduğu günümüz ortamında merkez bankaları para arzı, faiz oranı ve kur seçeneklerinden sadece birini doğrudan kontrol edebilmektedir. Bu gelişmeye literatürde "imkansız üçlü" denilmektedir.

Para politikasının başarısı için, merkez bankaları temel amaca ulaşmak için uygulayacağı stratejilerini önceden belirlemektedirler. Bununla birlikte MB beklentileri şekillendirmek amacıyla bu stratejisini kamuoyu ile paylaşmak ve para politikası araçlarını bu strateji çerçevesinde tutarlı bir şekilde uygulamak zorundadır.

[52] Erdinç Telatar, **Fiyat İstikrarı, Ne? Nasıl? Kimin İçin?** İmaj Yayınevi, Ankara, 2002, s. 8.

1.2.1.1. Para Politikasının Amaçları

Merkez bankalarının para politikası uygulamalarında ön plana çıkabilecek amaçlar fiyat istikrarı, ekonomik büyüme, finansal istikrar, tam istihdam, ödemeler dengesidir.

1.2.1.1.1. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı için en çok Greenspan'ın tanımı kullanılmaktadır. Buna göre fiyat istikrarı bütün iktisadi birimlerin, her türlü iktisadi aktivitelerini yürütürken ya da planlarken, fiyat düzeyindeki değişmeleri temel belirleyici değişken olarak dikkate almadıkları durum olarak tanımlanmaktadır[53]. Diğer bir deyişle bir ekonomide enflasyonun (fiyatların sürekli artması) ve deflasyonun (fiyatların sürekli düşmesi) olmadığı durumda fiyat istikrarından söz edilir. Bu durum genellikle tek haneli ve düşük, istikrarlı enflasyon oranları olarak bilinmekte ve dolayısıyla enflasyon riskinin ekonomik aktivitede ihmal edilebilir düzeyde olması anlamına gelmektedir[54]. Bu durumda makro dengeleri sağlayacak, sürdürülebilir büyümeyi destekleyici fiyatlar genel düzeyine ulaşılmış olunacaktır. Fiyat istikrarı fiyat değişmelerinin öngörülebilirliğini ifade etmektedir[55]. Fiyat seviyesindeki istikrarsızlıklar, piyasa mekanizmasının etkinliğini azaltarak hane halkı ve firmaların geleceğe yönelik tahminlerinde hata yapmalarına sebep olmaktadır[56].

Fiyat istikrarı günümüzde merkez bankaların en önemli amaçlarının başında geliyor. II. Dünya savaşından sonra ve özellikle 1970 yılından sonra yaşanan yüksek enflasyonun dünya genelindeki ekonomik yapıyı tahrip etmesi nedeniyle fiyat istikrarı para politikasının temel amacı haline gelmiştir.

Para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarı olarak kabul edilmesi bir takım gelişmeler sonucunda gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler, para politikasının uzun

---

[53] A. Hakan Kara ve Musa Orak, **Enflasyon Hedeflemesi' Krizler, Para ve İktisatçılar**, 2.baskı, (Ed. Ercan Kumcu), Remzi Kitabevi, İstanbul, 2009, s. 73.
[54] Kara, Orak, s. 73.
[55] Abuk Duygulu, s. 6.
[56] Cuma Bozkurt, "**Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye İçin Uygun Politika Seçimleri",** Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana 2006, (Parasal Hedefleme), s.7, http://www.belgeler.com/blg/12v2.

ve değişken gecikmelere sahip olması, enflasyon ve işsizlik arasındaki "trade off", zaman tutarsızlığı ve enflasyonun ekonomik maliyetleri ile ilgilidir[57].

Enflasyonun yüksek maliyetinden dolayı düşük ve istikrarlı enflasyon oranının ekonomide kullanılan kaynak verimliliğini arttırdığı, hatta ekonomik büyümenin artmasını da olumlu etkilediği görüşü herkes tarafından kabul görmüştür[58].

Fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışların, iktisadi anlamda en olumsuz etkisi, belirsizliğe yol açmasıdır. Fiyatlardaki artışlar, bütün iktisadi birimlerin gelecek ile ilgili sağlıklı kararlar almasını zorlaştırır[59].

Fiyat istikrarı sadece düşük enflasyon oranına ulaşmayı değil, bu düşük enflasyon oranının sürdürebilmesini de kapsar. Ancak düşük enflasyonun sürekliliği durumunda fiyat istikrarından bahsedilebilir[60]. Fiyat istikrarının sağlanmış olması için enflasyon oranının düşük oranlarda gerçekleşip, bu oranların değişim aralığının çok dar bir bantta gerçekleşmesi gerekmektedir.

Fiyat istikrarının faydaları şu şekilde özetlenebilir[61];

- Fiyat istikrarının sürdürülmesi refah ve gelirdeki keyfi dağılımları önler,
- Faiz oranlarındaki risk primini azaltarak ve para politikalarının güvenilirliğini ve yatırım güdüsünü arttırarak ekonomik refaha katkıda bulunur,
- Fiyat istikrarının sürdürülebilirliğinin inanılır olması bireylerin ve firmaların verimli kaynaklarını başka yerlere yönlendirme ihtimalini azaltır,
- Vergi sistemi ve sosyal güvenlik sistemlerindeki çarpıkları azaltır,
- İnsanların nispi fiyatlardaki değişikliklerin farkına varmalarını kolaylaştırır ve firmalar ile tüketicilerin tüketim ile ilgili kararlarını yorumlamalarını kolaylaştırır,

[57] Demirhan, s. 3.
[58] Frederic S. Mishkin, "Monetary Policy Strateji: How We Did Get Here", **NBER Working Paper,** No. 12515, 2006, (How), s. 4.
[59] Z. Orhan ve Erdoğan, s. 69.
60 TCBM, Fiayat İstikrarı, 2002, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/fiyat_istikrar.pdf, (05.10.2011), s. 1.
[61] Bozkurt, s. 170.

- Enflasyon, elde tutulan nakitler için bir vergi olduğundan yüksek işlem maliyetleri ortaya çıkarmaktadır. Bu yüzden fiyat istikrarı nakit tutmanın faydalarını arttırır.

Merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanmaları, üretim düzeyi ya da işsizlik oranı ile ilgilenmedikleri anlamına gelmez. Aksine, üretimin potansiyel düzeyinden ya da işsizlik oranının doğal düzeyinden sapması anlamına gelir.

1.2.1.1.2. Ekonomik Büyüme

Ekonomi politikası araçlarından biri olan büyüme, II. Dünya Savaşından sonra daha çok önem kazanmaya başlamıştır. Daha önceki dönemlerde büyüme, konjonktür olgusundan ayrı olarak düşünülmüyor ve kısa dönemli ekonomik dalgalanmaların hafifletilmesi daha önemli bulunuyordu.

Ekonomik büyüme bir ülkede üretilen mal ve hizmet miktarının belli bir dönem içinde bir önceki döneme oranla artmasıdır. İktisadi büyüme reel GSMH'nın zaman içinde sürekli artması anlamına gelir. İktisadi büyüme ülkede yaşayan insanların yaşam standartlarını arttırdığı için ülkenin temel makroekonomik amaçlarından biridir[62].

İktisadi büyümenin istikrarlı bir düzeyde sürdürülmesi, elverişli finansman olanaklarının sağlanması ile birlikte, parasal genişleme oranının ılımlı bir düzeyde tutulmasını zorunlu kılar. Para politikası uygulamaları ile ya faiz oranlarını etkilemek ya da ılımlı bir parasal genişleme trendini sürdürmek suretiyle büyüme oranlarını etkilemek mümkündür[63].

Keynesyen iktisatçılara göre para politikası aracılığıyla faiz oranlarında değişiklikler meydana getirilip yatırım düzeyi değiştirilebilir. Monetarist ve yeni Klasik iktisatçılar para politikasının iktisadi büyümeyi yönlendirmek amacıyla kullanabileceği argümanına karşıdırlar. Özellikle Yeni Klasik iktisatçılar para politikası uygulamaları ile kısa dönemde bile reel sonuçlar elde etmenin mümkün olmadığını savunurlar. Monetarist iktisatçılar enflasyonu parasal bir olay olarak değerlendirdiklerinden, sağlıklı bir büyüme trendinin yakalanması için ılımlı bir parasal büyüme oranını tavsiye etmektedirler.

[62] Ünsal, s. 15.
[63] Z. Orhan ve Erdoğan, s. 69.

Büyüme ekonomi politikalarının temel amacı olmaya devam etmekte, ancak günümüzde çoğu ekonomilerin para politikasının temel amacı büyüme ile çakışmamak kaydıyla fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olmaktadır.

1.2.1.1.3. Tam İstihdam

1929 yılında yaşanan Dünya krizinden sonra ekonomide meydana gelen daralma ve artan işsizlik tam istihdamı ekonomi politikasının başlıca hedefleri arasına yerleştirmiştir. Tüm üretim faktörlerinin (emek, sermaye, toprak, girişimci) üretimde etkin kullanılması, atıl üretim faktörünün kalmaması durumudur. Bu üretim faktörleri içinden en çok üzerinde durulan, emek faktörünün tam istihdamıdır[64]. Çünkü emeğin tam istihdam edilememesi çok olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir.

Emek piyasasının istihdam durumu, ekonomideki tüm üretim faktörlerinin değerlendirilmesi için kullanılabilmektedir. Bir ekonomideki işsizlik düzeyinin yüksek oluşu atıl işgücünün yüksek olacağı anlamına gelir. Bundan dolayı üretim sürecinde kullanılacak kaynaklar da atıl kalacağı için çıktı daha az üretilir ve dolayısıyla toplumsal refahın düşük olmasına yol açar.

Para politikası uygulaması açısından tam istihdam amacı, konjonktürel işsizliğin önlenmesini, yapısal, mevsimlik ve arızi işsizlik türlerinin giderilmesini amaçlar. Ancak tam istihdamın ölçülmesinde, arızi ve mevsimlik işsizliğin tamamen ortadan kaldırılmak zor olduğu için, bir minimum işsizlik oranı tam istihdam olarak sayılabilmektedir.

Gelişmiş bir ekonomide ortalama yüzde 3 oranındaki işsizlik normal kabul edilirken, gelişmekte olan ülkelerde bu oranın yüzde 5 olması normal karşılanmaktadır. Bu oranlara ulaşıldığında ülkeler tam istihdama ulaşmış sayılabilirler[65].

Para politikası uygulamaları ile istihdam düzeyini arttırma çabaları pek fazla olumlu karşılanmamaktadır. İstihdamı arttırmak ve atıl üretim faktörlerini çalışır hale getirmek için genişletici para politikası yürütülmekte, ancak genişletici para

[64] İlker M. Parasız, **Para Politikası,** Bursa, Ezgi Kitapevi, 1993, (Para), s. 1.
[65] Parasız, Para Banka, s. 331.

politikası enflasyona yol açabilmekte ve enflasyonun maliyetleri de ciddi refah kayıplarına neden olabilir[66].

Ancak ekonomilerin üretim düzeyleri potansiyel düzeylerinin oldukça altında ise ve işsizlik oranları da belirgin biçimde yükseldiyse, çoğu ülke ekonomilerin kendi dinamiklerinin (ücretlerin ve diğer üretim maliyetlerinin düşerek toplam maliyetin artması) devreye girmesini beklememektedir. Bu durumdaki ülkeler toplam talebi arttırmak ve üretimi canlandırmak, işsizliği azaltmak için ellerinden geleni yapıyorlar[67].

1.2.1.1.4. Ödemeler Bilançosu Dengesi

Ödemeler bilançosu, belli bir zaman döneminde (genellikle bir yıl) iç ve dış ekonomik birimler arasındaki ödemelerin rakamsal durumunu gösteren bir bilançodur. Bilançonun aktifinde dış ülkelerden gelen ödeme girdileri, pasifinde ise diğer ülkelere yapılan ödemeler yer alır.

Uluslar arası ticaretin ve sermaye hareketlerinin büyük boyutlara ulaşması ve GSMH içerisindeki öneminin artması sonucu, dış ödemeler dengesinin sağlanması, iktisat politikasının öncelikleri arasında yer almaya başlamıştır.

Para politikası uygulamaları sonucu para arzı ve faiz oranlarındaki değişiklikler doğrudan veya dolaylı olarak ödemeler dengesini etkilemektedir. Özellikle faiz oranlarındaki değişiklikler sermaye hareketlerinin yönünü etkileyerek ödemeler dengesini belirler[68].

Örneğin; ödemeler bilançosu açık veriyorsa uygulanacak daraltıcı para politikası sonucu faiz oranları yükselmekte, yatırım harcamaları azalmakta ve gelirlerde bir daralma meydana gelmektedir. Bu daralma, toplam taleple birlikte ithal talebinin de azalmasına yol açmaktadır. Diğer taraftan, harcamaların azalması ve gelir düzeyinin düşmesi fiyatları etkilemekte ve ihracatın artmasına imkân sağlamaktadır. Böylece, para arzının daraltılması ödemeler bilançosunda dengeyi

[66] Erdoğan, s. 68.
[67] Fatih Özatay, **Parasal İktisat: Kuram ve Politika**, Elif Yayınevi, 2011, s. 283.
[68] Z. Orhan ve Erdoğan, s. 70.

sağlamaktadır. Bununla birlikte daraltıcı para politikası ile birlikte yükselen faizler sermaye çıkışını önlemekte ve sermaye girişlerini de teşvik edebilmektedir[69].

1.2.1.1.5. Finansal İstikrar

Finansal serbestleşme süreci ile birlikte Merkez bankaları kısa dönemde finansal istikrar amacını da dikkate alırken, orta ve uzun dönemde fiyat istikrarına odaklanmaktaydı. Başka bir deyişle fiyat istikrarı sağlanırsa finansal istikrara ulaşılacağı düşünülüyordu. Ancak küresel finans krizi sonrasında birçok ülkede merkez bankaları, fiyat istikrarına ilave olarak finansal istikrarı da dikkate almaya başlamıştır. Fiyat istikrarı ile finansal istikrar birbirleri için olmazsa olmaz bir unsur olduğu herkes tarafından dile getirilmeye başlanmıştır.

Küresel kriz sonrası fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlamada yetersiz olduğu, bununla birlikte faiz oranı politikasının da finansal istikrarı tek başına sağlayamadığı sonucuna ulaşılmıştır[70].

Finansal istikrar, reel ekonomi ile finansal sistem arasında öngörülebilir bir ilişkiyi ve kurumlarda, piyasalarda ve ödeme sistemlerinde istikrarı ve şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmektedir. Bu alanlardaki istikrar genelde finansal sistemin sağlıklı ve istikrarlı işlemesini, dolayısıyla ekonomideki kaynakların üretken bir şekilde tahsisini ve risklerin uygun bir şekilde yönetim ve dağılımını beraberinde getirmektedir. Finansal istikrarsızlığın ise ekonomide önemli sorunlar yaratacağı bilinen bir olgu olup, yaşanan finansal krizlerin yüksek maliyeti finansal istikrarın önemine işaret etmektedir.

Finansal liberalizasyon, finansal piyasaların derinleşmesi, küreselleşmedeki öncülüğü ve finans piyasalarında son dönemlerde ortaya çıkan gelişmeler, "finansal istikrar" konusunu merkez bankalarının politika gündemlerinde en üst sırada yer almalarına neden olmaktadır.

---

[69] Burcu Bilir, **Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, SBE, 2006, s. 48.

[70] Lars E.O. Svensson, Monetary Policy After the Crisis, **Speech at the Conference** "**Asia's Role in the Post-Crisis Global Economy",** Federal Reserve Bank of San Francisco, 29/11/2011, s. 1, www.riksbank.se. (25.04.2012).

Merkez bankası finansal paniklerin ortaya çıkmasını önlemeye çalışmaktadır. Merkez bankasının son kredi mercii olma işlevi finansal paniklerin önlenmesi için büyük bir etkendir.

1.2.1.2. Para Politikası Araçları

Para politikası araçları, para politikası hedeflerine ulaşabilmek amacıyla kullanılan ve merkez bankasının kontrolü altında olan büyüklükler veya değişkenlerdir[71].

Ekonomik gelişmelere ve para politikalarının uygulanması ile ilgili teorik çerçevedeki değişime bağlı olarak, para politikasının amaçları ve bu amaçlara ulaşmak için kullanılan araçlarda önemli değişiklikler meydana gelmiştir.

Para politikası araçları, doğrudan ve dolaylı para politikası araçları olarak iki grupta sınıflandırılmaktadır. Doğrudan ve dolaylı araçların uygulamasında iki temel ayırım vardır[72]:

1. Doğrudan araçlar yapılan düzenlemelerle ya fiyatları (faiz oranlarını) ya da miktarları (kredi - mevduat) belirleyerek sınırlandırmalar getirirken, dolaylı araçlar piyasadaki arz - talep koşullarını etkileyecek şekilde kullanılmaktadır.

2. Dolaysız araçlar finansal sistemde yer alan kurumların (ticari bankalar) bilançolarını hedef alırken, dolaylı araçlar merkez bankası bilançosunu veya merkez bankası imkânlarının fiyatlarını hedef almaktadır.

Doğrudan para politikası araçları ara hedefleri doğrudan kontrol eden araçlardır veya merkez bankalarının para politikası uygulamalarını piyasanın inisiyatifi yerine, yasal düzenlemeler yoluyla yerine getirmesidir. Diğer bir deyişle, doğrudan kontroller genelde ticari bankalardaki kredi ve mevduatın fiyatının veya miktarının merkez bankası tarafından doğrudan kontrol edilebilmesidir. Miktar kısıtlamalarına örnek olarak banka kredilerinin veya mevduatlarının artışına (büyüme hızlarına) tavanlar konulması gösterilebilir. Dolaylı para politikası araçları ise piyasa mekanizmaları aracılığıyla para politikası hedeflerini etkilemeye çalışır. Diğer bir söylemle, dolaylı para politikası araçları merkez bankalarının piyasalara bir aracı gibi

[71] Önder, s. 59.
[72] Önder, s. 55.

girerek işlem yapmasını sağlayan, inisiyatifi piyasalara bırakan araçlardır[73]. Piyasa ekonomilerinde en etkin para politikası araçları, piyasa sisteminin işleyişine en iyi hizmet eden, dolaylı yani piyasaya dayalı araçlardır.

Merkez bankacılığı tarihinde, 1970'ler öncesi dönemde, sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi, ekonominin genelinde kamu müdahalesinin yoğun olması ve finansal piyasaların gelişmemesi nedeniyle genelde doğrudan para politikası araçları yoğun olarak kullanılmıştır. Ancak, daha sonraki dönemde liberal ekonomi anlayışının ve bu çerçevede piyasa mekanizmasının etkinliğinin artması: finansal piyasaların gelişmeye, sermaye hareketlerinin artmaya başlamasına bağlı olarak, finansal piyasalara doğrudan (direkt) müdahale eden para politikası araçlarının yerine, dolaylı (endirekt) para politikası araçları ön plana çıkmıştır. 1980 sonrası uygulamalarda, gelişmiş ülkelerde piyasa mekanizmasını ön plana çıkaran dolaylı para politikası araçlarından etkilerinin genişliği bakımından APİ ağırlıklı bir araç olarak kullanılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise finansal piyasaların yeterince gelişememesinden dolayı daha çok dolaysız para politikası araçları ve dolaylı para politikası araçlarından zorunlu karşılıklar ve reeskont oranları ağırlıklı olarak kullanılmıştır.

Doğrudan para politikası araçları farklılaştırılmış reeskont oranları, ticari banka kredilerinin, miktar, vade ve faiz oranları açısından selektif kontrolü, bankalar ve banka dışı mali aracılara belli miktarda devlet tahvili, hazine bonosu satın alma zorunluluğunun getirilmesi, finansal aracıların portföylerinin yeniden düzenlenmesi, tüketici kredilerin kontrolü, hisse senedi ve tahvil alımına yönelik kredilerin kontrolü, merkez bankasının moral takviyesi ve beklentileri etkilemesi, iletişim ve resmi olmayan öğütler olarak sıralanabilir.

Günümüzde en çok dolaylı para politikası araçları kullanılmaktadır. Dolayısıyla aşağıda bu araçların en önemleri ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

1.2.1.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri, merkez bankasının para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla, hazine bono ve tahvilleriyle, özel sektöre ait bazı

[73] Önder, s. 65.

tahvil ve senetleri kesin olarak veya geçici bir süre için alıp satma işlemleridir. Piyasadan bu gibi kıymetlerin merkez bankası tarafından satın alınması, piyasaya para çıkması, satılması piyasadan para çekilmesiyle sonuçlanır.

Merkez bankası tarafından açık piyasa işlemleri hem defansif (savunmaya yönelik), hem de ofansif (hücuma yönelik) amaçlarla yapılır. Parasal tabana etki eden unsurlar, parasal tabanı beklenenin üzerinde etkilediğinde, merkez bankası bu etkiyi dengeleyici yönde hareket eder. Merkez bankasının bu işlemleri, parasal tabanı değiştirmeye yönelik etmenlere karşı sadece savunma niteliğinde olduğundan, bu tür işlemlere defansif işlemler denir. Öte yandan merkez bankası bir dengesizlik durumu olmaksızın, parasal tabanı değiştirmek amacı ile açık piyasa işlemleri yaptığında, bu işlemlere dinamik veya ofansif işlemler denir. Ancak uygulamada bu iki tip işlemi birbirinden ayırmak güçtür[74].

Açık piyasa işlemleri genel olarak iki tür etki yaratır:

Miktar etkisi: APİ sonucu bankaların likiditeleri artar ya da azalır. Buna bağlı olarak bankaların kaydi para ve bu parayı kredi olarak dağıtma politikaları etkilenir. Sonuçta kredi çarpanı yoluyla para arzı etkilenir.

Fiyat etkisi: Merkez bankası senet satım ve senet alım sonucu piyasada oluşmuş denge fiyatını değiştirmektedir. Eğer merkez bankası senet satarsa senedin değeri düşecek (faiz oranı yükselecek), senet satın alırsa senedin değeri yükselecek (faiz oranı düşecektir).

Açık piyasa işlemlerinin yapılışı[75]:

- **Repo**: MB piyasada geçici likidite sıkışıklığı olduğunu düşünüyorsa, piyasa kısa vadede geçici süre için fonlanır. MB ticari bankaların menkul kıymetlerini geri satım şartıyla satın alır.
- **Ters Repo**: MB geçici süre için piyasadan likidite çekmek ister, geri alım vaadiyle bankalara tahvil satar.
- **Doğrudan Alım**: Piyasada kalıcı bir likidite sıkışıklığı varsa, MB bankalardan ve aracı kurumlardan devlet iç borçlanma senetlerini satın alır.
- **Doğrudan Satım**: Piyasada likidite bolluğu kalıcı ise piyasadan para çekmek amacıyla bankalara ve aracı kurumlara doğrudan tahvil satar.

[74] Parasız, Para Banka, s. 349.
[75] Özatay, s. 431.

APİ, bankacılık sisteminin yapısına, finansal sistemin gelişme ve serbestleşme derecesine, yeterli istatistiksel verilere, finansal yapıya ve DİBS veya özel para piyasası araçlarının kullanılmasına bağlı olarak piyasa koşullarında çok çeşitlilik göstermektedir. Ekonomiler büyüdükçe ve piyasalar olgunlaştıkça açık piyasa işlemleri oldukça esnek bir araç olmaktadır. Dolayısıyla gelişmiş ülkelerde daha etkin bir şekilde kullanılmaktadır.

Ekonomide likidite fazlası oluştuğunda talep canlanmakta ve büyüme gerçekleşmekte. Ancak talebin aşırı derecede artması enflasyonun yükselmesine yol açmakta. Bu durumda enflasyona yol açan fazla parayı dolaşımdan çekmek için MB bono ve tahvilleri satarak piyasadan fazla likiditeyi çeker. Piyasada likidite sıkışıklığı var ise ve/ veya toplam talebi canlandırmak ve böylece ekonomik büyümeyi teşvik etmek istediğinde MB piyasaya likidite sağlamakta, bunun için MB piyasadan tahvil ve bono satın almakta. Likiditenin artması ekonomiyi canlandırarak ekonomik büyümeye yol açabilmekte[76].

1.2.1.2.2. Zorunlu Karşılıklar Politikası

Bankalar, topladıkları mevduat ve mevduat benzeri kaynaklar için bu kaynakların yasalarla belirlenen belli bir oranını merkez bankalarında tutmak zorundadır. Bu kanuni karşılık oranının değiştirilmesi bankaların kaydi para oluşturma ve dolayısıyla kredi yaratma olanaklarını daraltmakta ya da genişletmekte, dolayısıyla para arzı etkilenmektedir. Kanuni karşılık oranının arttırılması, mevcut parasal taban ile desteklenebilecek mevduat miktarını azaltacak ve para arzında bir daralmaya yol açacaktır. Kanuni karşılık oranında bir düşüş ise, daha çok mevduat yaratmaya imkân verecek ve para arzı artacaktır.

Zorunlu karşılıklar finansal sistemin sağlıklı çalışması için de bir sigorta işlevi görür. Bununla birlikte paralarını yatırmış olan mevduat sahipleri için de bankanın herhangi bir zorluğa düşmesi durumuna karşı bir garanti yaratılmış olur.

Karşılık oranlarının değişmesi aslında tüm bankaları aynı ölçüde etkilediği ve para arzı üzerinde doğrudan ve güçlü bir etkisi olduğu için avantajlıdır[77]. Ancak, karşılıklar politikasını uygularken çok dikkatli olmak gerekir. Çünkü bazı

[76] Pekin, s. 61.
[77] Mehmet Günal, **Para Banka ve Finansal Sistem**, Nobel Yayınevi, Ankara, 2006, s. 76.

durumlarda karşılık oranlarında yapılan küçük boyutlu bir ayarlama, para arzı üzerinde önemli değişikliklere yol açabilir[78]. Karşılık oranını sık sık değiştirmek zor olduğundan ve bankaların uyum sağlaması zaman gerektirdiğinden, esnek bir para politikası aracı değildir. Zorunlu karşılık oranları farklı vadeli ve farklı para birimleri cinsinden ve farklı oranlarda uygulanması ile de daha esnek hale getirilebilmektedir. Zorunlu karşılıklar politikası dünya genelinde tüm MB'ları tarafından uygulanmaktadır.

1.2.1.2.3. Reeskont Politikası

Reeskont yeniden iskonto etmek anlamına gelmektedir. Ticari bankalar kendilerine iskonto edilmek için bireyler ve firmalarca verilen henüz vadesi gelmemiş senetlerini nakit ihtiyacı durumunda merkez bankasının belirlediği oranda merkez bankasına yeniden iskonto ettirmelerine senetlerin reeskontu denilmektedir. Merkez bankasının belirlediği bu oranlar reeskont oranları şeklinde ifade edilmektedir[79]. Reeskont kredisi bankaların geçici likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacında kullanılmaktadır.

Reeskont politikası esas olarak reeskont oranlarının değiştirilmesi şeklinde uygulanır. Merkez bankası reeskont oranı belirlemekte buna bağlı olarak da ticari bankalar iskonto oranlarını belirler. Bankaların iskonto oranları merkez bankasının reeskont oranından daha yüksek olmakta ve böylece bankalar kar elde edebilmektedir.

Reeskont oranının değiştirilmesi reeskont kredilerinin hacmini ve parasal tabanı etkileyerek para arzının değişmesine neden olmaktadır. Enflasyon döneminde merkez bankası reeskont oranlarını yükselterek, para arzı artışını azaltmaya çalışır, ekonomiyi canlandırmak için de reeskont oranlarını düşürerek piyasaya daha fazla para çıkmasını sağlar[80].

Reeskont kredilerinin artması parasal tabanı genişletmekte ve dolayısıyla para arzını arttırmaktadır. Öte yandan, reeskont kredilerinde azalma ise parasal tabanı daraltmakta ve para arzını azaltmaktadır. Merkez bankaları reeskont oranlarını

[78] Z.Orhan ve Erdoğan, s. 77.
[79] Z. Orhan ve Erdoğan, s. 75.
[80] Pekin, s. 58.

değiştirmenin yanı sıra, reeskont kredilerinin miktarını değiştirerek de para arzını etkileyebilir[81].

Reeskont işlemleri reeskont kredileri ve avanslar olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilmektedir. Reeskont kredileri işlemlerinde, ticari bankalar ellerindeki vadesi dolmamış senetleri merkez bankasına cari faiz oranları üzerinden yeniden iskonto ettirmektedirler. Avans uygulamasında ise iskonto işlemi yapılmadan, maddi bir teminatın rehin veya ipotek edilmesiyle, belli bir faiz karşılığında ilgili bankaya kredi verilmektedir.

Bankacılık sistemine sağlanan reeskont kredileri; mali açıdan zor durumda olan bankalara yardım etmek, para ve kredi koşullarını kontrol etmek ve selektif kredi politikalarını etkilemek gibi üç temel amaç için kullanılmaktadır. Birinci amaç zor durumdaki bankalara yardım etmek, merkez bankasının son likidite kaynağı veya ilk likidite kaynağı fonksiyonuna tekabül etmektedir. İkinci amaç, bankaların bu kaynaktan ödünç alma isteklerini azaltmakta veya arttırmaktadır. Üçüncü amaç ise, merkez bankası, düşük faizli merkez bankası kaynaklarını, reeskont kredisi şeklinde, teşviki öngörülen sektörlere yönelik kullandırılmasıdır[82].

Reeskont politikası finansal piyasaların yeterince gelişmediği dönemlerde etkin bir para politikası aracı olarak kullanılırken, daha sonra önemini yitirmiştir. Ancak küresel kriz sırasında birçok merkez bankası reeskont kredisini tekrar kullanarak kredi piyasasını çalıştırmayı amaçlamıştır.

1.2.1.2.4. Döviz – Efektif İşlemleri

Merkez bankaları, uyguladığı döviz kuru rejimine bağlı olarak döviz piyasasına müdahalede bulunabilmektedir. Tam dalgalı döviz kuru rejiminde rezervleri arttırmak amacıyla döviz alım ve satım ihaleleri yapılabilmekte ve yapılacağı tarih ve alınacak/satılacak döviz miktarı önceden açıklanarak yapılır. Bununla birlikte döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar ülke ekonomisinin istikrarını ve rekabet gücünü olumsuz etkileyecek hızda oynaklık gösterirse, döviz kurlarının aşırı yükseldiği durumlarda merkez bankası piyasaya müdahale ederek döviz satmakta ve böylece döviz arzını arttırarak kurları düşürmeye çalışmakta, kurların

[81] Günal, s. 76.
[82] Önder, s. 81.

çok düştüğü durumlarda döviz satın alarak kurları yükseltmeye çalışmaktadır. Bu işlemler önceden haber verilmeden yapılmaktadır. Döviz kuru rejimi bu durumda tam dalgalı döviz kurundan biraz uzaklaşmaktadır ve merkez bankasının müdahale derecesine göre değişmektedir.

Merkez bankaları döviz ve efektif alış-satışları ile kurları etkilemeyi amaçlasa da bunun yanında piyasadaki yerli para likiditesi üzerinde de doğrudan etkisi bulunmaktadır. Merkez bankası döviz ve efektif sattığında piyasadaki yerli para likiditesi azalırken; aldığında, piyasadaki yerli para likiditesi artacaktır. Dolayısıyla para politikasının uygulama sürecinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. Likidite üzerindeki etkilerine rağmen, çoğu kez, döviz ve efektif alış satışları standart para politikası araçları arasında sayılmaz[83].

1.2.2. Para Politikası Stratejileri

Gerek ihtiyari politikalara karşı ileri sürülen görüşler gerekse enflasyonun ortaya çıkardığı maliyetler, fiyat istikrarının para politikası için uzun dönemde temel amaç olarak kabul edilmesine yol açmıştır.

Fiyat istikrarı amacına en iyi hizmet eden parasal rejimin seçimi yoğun tartışma konusu haline gelmiştir. Bu konuda duruma göre politikalar (discretion) ve politika kuralları (policy rules) olarak adlandırılabilecek iki temel yaklaşım bulunmaktadır. Politika oluşturmada duruma göre politikaların üstünlüğüne inananlar, belirli değişkenlerin enflasyon eğilimini yansıtmalarına rağmen aynı zamanda birçok göstergenin göz önüne alınması gerektiğini savunmaktadırlar. Diğer yandan, politika kurallarını savunanlar kararlı bir biçimde açık ve kesin hedeflerin kabul edilmesi gerektiğine inanmaktadırlar. Bu bağlamda sadece günün gereklerine uygun olmak yerine önceden belirlenen bir politika çerçevesinde yürütülmek için belli bir değişkeni hedeflemek ya da bir değişkeni nominal çapa olarak kabul ederek onun yardımıyla hedefe ulaşmaya çalışmak çok görülen bir uygulamadır. Bu hedefler ise belirli parasal toplamlardaki büyüme, döviz kuru seviyesi, nominal faiz oranı, nominal gelirin büyüme oranı ve enflasyon oranı gibi değişkenlerdir. Bu değişkenler belli zamanlarda ülkelerin para politikalarının temel hedefi olarak kullanılmıştır. Bunlardan iki aşamalı strateji olan döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve tek

[83] Özatay, ss. 435-438.

aşamalı strateji olan enflasyon hedeflemesi para politikasının en çok kullanılan stratejileri olmuştur. Bu stratejilerden başka da nominal gelir hedeflemesi, merkez bankası bilanço hedeflemesi gibi stratejiler de mevcuttur. Ülke uygulamaları bu stratejilerin hedefe ulaşma açısından tüm ülkelerde aynı düzeyde başarılı olmadığını göstermiştir.

1.2.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Eski bir para politikası stratejisi olan döviz kuru hedeflemesi Altın Standardı uygulamasında ülke paralarının değerinin altına sabitlenmesi biçiminde, daha sonraları da ülke paralarının düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına sabitlenmesi biçiminde işlemiştir. Bu durum enflasyon oranının çıpa ülkenin enflasyon oranına çekilmesini ifade etmektedir. Döviz kuru hedefleme stratejisi genelde iki farklı biçimde sabit ve yarı-sabit kur rejimi olarak uygulanmaktadır. Para Kurulu ve tam dolarizasyon katı (sabit) uygulamaya örnektir. Yarı sabit kur hedeflemesi ise, ülke parasının bir para sepetine bağlanması veya simetrik/asimetrik bir bant etrafında dalgalanması gibi sürüklenen çıpa (crawling peg) uygulamasıdır[84]. Döviz kurunun çapa olarak kullanılması durumunda, enflasyonun takip edilen ülkenin enflasyon düzeyine yaklaşacağı konusunda bekleyişlerin ayarlanacağı da düşünülmektedir.

Döviz kuru hedeflemesi, sahip olduğu avantajlar nedeniyle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde dönem dönem etkili bir para politikası stratejisi olarak kullanılmıştır. Kurun çıpa olarak kullanılması, çok yüksek enflasyon ya da hiperenflasyon durumunda ve mali önlemlerin de uygulamaya konduğu güvenilir programlarda başarılı olmuştur. Kur çıpası, enflasyonist baskı ve süregelen enflasyon yüzünden kronik enflasyonu düşürmede daha az başarılıdır. Sıkı mali tedbirlerle desteklense de kurun sabit tutulması enflasyon üzerinde az etkili olmaktadır. Sabit kur, finansal disiplini sağlama ve ilk başta enflasyonu kontrol altına almada başarılı olmasına rağmen, rekabetin korunması ve ödemeler dengesinin düzeltilmesi konusunda yetersiz kalmaktadır.

---

[84] Frederik S. Mishkin ve Miguel A. Savastano, "Monetary Policy Strategies For Emerging Market Countries: Lessons From Latin America", **Seventh Dubrovnik Economic Conference**, Dubrovnik, Croatia, June 28-30, 2001, s. 13.

Döviz kurunun ara hedef olarak kullanılması, kur çıpasının stabilizasyon sürecindeki sonuçları, çıpaya duyulan güven ile yakından ilgilidir. Dışa açık küçük ekonomilerde ya da para otoritesinin kredibilitesinin kaybolduğu ve onun yeniden kazanılmasına ihtiyaç duyulduğu ülkelerde bu program yarar sağlayabilmiştir.

Döviz kurunun hedeflenmesi, ülkenin yeterli döviz rezervi olması ön koşulu altında işleyebilmektedir ve fiyatlar düzeyi ile döviz kuru arasında yakın korelasyonun olduğu açık ekonomilerde kolay anlaşılabilir bir değişkendir. Gelişmeler günlük olarak izlenebildiği için basitlik/açıklık avantajı olan bir hedeflemedir.

Avantajlarına baktığımızda, döviz kuru hedefi ulusal paranın değer kaybettiği zamanlarda sıkı para politikası, değer kazandığı zamanlarda ise genişletici para politikasını uygulamasını gerektiren otomatik bir para politikası kuralını ifade etmektedir. Böylece merkez bankası zaman tutarsızlığı sorununa yol açacak biçimde üretim kazançları elde etmek için genişletici para politikası uygulama serbestisine sahip olmamaktadır[85]. Bu otomatiklik aynı zamanda para politikasının yürütülmesini de kolaylaştırdığı için, özellikle teknik donanımı zayıf ve güvenilirlik sorunu olan merkez bankalarına sahip GOÜ açısından avantaj sağlamaktadır. İkincisi, kurun çıpa olması ile, kur riskinin azaltılması faiz oranı paritesi yoluyla, ülke içi nominal faiz oranlarının düşürülmesinin sağlanması, iç borç yükü fazla olan ülkelerde enflasyon beklentisinin kırılmasına yol açmaktadır. Öte yandan, kurun sabitlenmesi satın alma gücü paritesine göre, dış ticarete konu olan malların fiyatlarında da düşme yaratarak enflasyon beklentilerini kırmaktadır. Faiz oranlarının ve dış ticarete konu olan mal fiyatlarının düşüşünün yarattığı bu ilk etkilerle, bir yandan enflasyon kısmen düşerken, bir yandan da ekonomide harcama artışı nedeniyle genişleme dönemine girilmektedir. Bu durum, kura dayalı bir hedeflemenin kısa dönemde üretim maliyetinin düşük olması demektir; daralma (resesyon) daha sonra gelse de, kısa dönemdeki bu büyüme hükümetlere dezenflasyon politikalarını sürdürme yönünde zaman kazandırmaktadır.

Bu uygulamanın avantajlarının yanı sıra, bazı risklerinin bilinmesine rağmen pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke 1980'lerde bu hedeflemeye başvurmuştur.

[85] Frederic S. Mishkin, "Stratejıes for Controllıng Inflatıon", **RBA Annual Conference Volume**, Monetary Policy and İnflatıon Targetıng, (Ed.by. Phılıp Lowe), Reserve Bank of Australıa, 1997, (Stratejies), s. 15.

Bu istikrar programı bazı ülkelerde başarılı olmasına rağmen pek çok ülkede başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu ülkelerin yaşadığı olumsuzlukları şöyle sıralayabiliriz. Kur hedeflemesi uygulayan ülkeler bağımsız bir para politikası yürütme olanağını kaybetmektedir. Ülke yabancı sermaye hareketleri üzerinde herhangi bir kısıtlama olmadığı sürece, faiz oranları döviz kurunun nominal çıpa olarak seçildiği ülkedeki oranlar ile yakından ilişkili hale gelmektedir. Para yaratım süreci, bu ülkedeki para arzı artışıyla sınırlanmaktadır. Döviz kurunun nominal çıpa olarak seçildiği ülkeye özgü şoklar, hedefleme yapan ülkeye de yansımaktadır ve bu ülkenin ekonomik kırılganlığı artmaktadır[86]. Merkez Bankasının müdahale gücünün yokluğu veya sınırlılığı krizlerin doğmasına ve derinleşmesine katkıda bulunmaktadır.

Döviz kuru hedeflemesinin diğer bir sorunu enflasyonun katılığı ile ilgilidir. Nominal döviz kuru sabitlense bile çoğunlukla yurt içi ücretler ve fiyatlar yükselme eğilimini göstermektedir. Bununla birlikte, dış ticarete konu olmayan mallar ve hizmetler sektöründeki enflasyon bekleyişlerinin yavaş ayarlanması (enflasyon ataleti), enflasyonun istenen hızda düşmesini engellemektedir ve devalüasyon oranının üstünde gerçekleşen enflasyon oranı ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açmaktadır. Aşırı değerli yerli paranın en önemli etkisi, cari işlemler dengesinde bozulmalar meydana getirmesidir. Ayrıca, paranın gerçek değerinin tahmini güçleştiği gibi, döviz kurunun sinyal verme özelliği de kaybolmaktadır. Bu durum, devalüasyon beklentilerine ve spekülatif atağa yol açacaktır.

Döviz kuruna dayalı bir hedefleme, tüm iktisadi aktörlerin (bireyler, firmalar, bankalar) dövizle borçlanmasını, yabancı spekülatörlerin de borç vermesini teşvik etmektedir. Ülkelerin diğer yapısal sorunlarıyla (zayıf bankacılık, yüksek iç borç stoku, bankaların açık pozisyonları gibi) birleşen yabancı parayla borçlanma durumu, herhangi bir spekülatif atak (devalüasyon) oluştuğunda, firmaların/bankaların bilançolarının hızla bozulmasına, borç yüklerinin katlanmasına, borç verenlerin de kredilerini daraltmasına yol açtığı için finansal krizlere zemin hazırlamaktadır. Genellikle sorunlarla ve krizlerle sona eren döviz kuru hedeflemeleri tecrübelerinden alınan dersler, bu politikanın mutlaka tutarlı para ve maliye politikalarıyla desteklenmesini, ileriye dönük/beklenen enflasyona ayarlı bir gelirler politikasının

[86] Mishkin ve Savastano, s. 6.

işletilmesini, uygulama süreci içinde yapısal sorunları aşmanın gerekliliğini ve politikalara tam güvenin ve siyasi istikrarın zorunluluğunu ortaya koymuştur.

1.2.2.2. Parasal Hedefleme

Genişletici para politikasının uzun dönemde yüksek hasılaya (istihdam) yol açmayacağı, enflasyonun maliyetli oluşu ve güçlü nominal çıpanın avantajları monetaristler tarafından parasal büyüklüklerin kontrol edilmesi gerekliliğini savunmalarına neden olmuştur[87].

Parasal hedefleme enflasyonun kontrol edilmesine yönelik ara hedef uygulaması olarak kullanılan alternatif para politikası stratejisidir. Parasal hedefleme stratejisinde asıl hedef fiyat istikrarı, bu hedefe ulaşmak için kullanılan ara hedef ise parasal büyüklüklerdir. Parasal büyüklüklerin hedeflenmesinin amacı kamuoyundaki enflasyon beklentilerinin kırılmasıdır. Bu amaçla parasal büyüklüklere ait hedeflerin ilan edilmesi yoluna gidilmektedir.

1970'lerin başında Bretton Woods Sisteminin çökmesinden sonra, pek çok ülkede yaşanan enflasyonist süreç sonrasında çeşitli parasal büyüklükler (M1, M2, M3 veya parasal taban gibi) nominal çıpa olarak kullanılmıştır.

Parasal hedefleme, uzun dönemde fiyat artışlarının para arzın artışından kaynaklandığı teorik bulgusuna dayanmaktadır. Bu bağlamda para politikasının hedefi uygun para arzı artışını sağlamak olmaktadır. Friedman para arzının nominal gelir artışıyla orantılı biçimde sabit bir oranda arttırılması gerektiğini ortaya atmıştır. Bu amaçta parasal büyüklük seçilmekte ve seçilen büyüklüğün artış oranı kontrol edilmektedir.

1970'lerde birçok ülke tarafından benimsenen parasal hedeflemede sabit para büyüme oranı kuralına dayalıydı. Ancak gerçekte parasal hedefleme uygulayan ülkelerin hiçbirinde merkez bankaları kurala asla bağlı kalmamışlardır[88]. Mesela Amerika, Kanada ve özellikle İngiltere birçok büyüklük hedeflemiş, basit sapmalara müsaade etmiş ve hedefler düzenli bir şekilde ilan edilmemiştir. Parasal büyüklüklerin ciddi bir şekilde takip edilmemesinden ve parasal büyüklük ile amaç

[87] Frederic S. Mishkin, "Monetary Policy Strategy: How We Did Het Here", **Natıonal Bureau Of Economic Research**, Working Paper No. 12515, 2006, (How), s. 5.
[88] Frederic S. Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", **NBER Working Paper,** No. 6965, 1999, (İnternational Experiences), s. 12.

değişken arasındaki ilişkinin zayıflamasından dolayı parasal hedefleme bu ülkelerde başarılı olmamıştır[89]. Ancak Almanya ve İsviçre'de bu rejim başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Uygulamanın başarısı parasal hedefleme stratejisinin katı bir uygulamasından ziyade esnek bir şekilde kullanmasından dolayı olmuştur. Parasal hedefleme esasen enflasyonun kontrolüne ve uzun dönemli amaçlar üzerine odaklanan bir iletişim metotu olarak kullanılmıştır.

Parasal hedefleme iki tane varsayıma dayanmaktadır: paranın dolaşım hızı sabittir ve para arzı dışsaldır. Bu nedenle, para arzı değişkeninin başarısı büyük ölçüde para talebinin istikrarına ya da en azından tahmin edilebilirliğine bağlıdır. Eğer, paranın dolaşım hızı nispeten sabit bir seyir izliyorsa veya önceden belirlenebilir ise, parasal büyüklüğün artış oranının hedeflenmesi, nominal gelirin istikrarlı bir büyümesini sağlayabilir ve bu da uzun dönemde fiyat istikrarını beraberinde getirir.[90]

Parasal büyüklükte hedeflenen büyüme fiyat istikrarı amacı ile tutarlı olduğu düşünülen bir enflasyon oranı, paranın dolanım hızındaki herhangi bir trend ve ekonomideki reel potansiyel büyüme tahmin edilerek belirlenir.

Parasal hedefleme stratejisi üç önemli unsuru gerektirmektedir: Para politikasının yönetiminde parasal büyüklüklerin aktardığı bilginin esas alınması; Enflasyon beklentisini oluşturmak için parasal büyüklere ilişkin orta dönem hedeflerin önceden ilan edilmesi; Parasal hedeflerden büyük ölçüde ve sistematik sapmaları engellemek için hesap verme mekanizmalarının ayarlanması[91]. Bu unsurların uygulanması parasal hedefleme stratejisinin başarısı için önemlidir. Bu unsurlar para politikasının kurala dayandığını göstermektedir. Kurala dayalı politika ekonomik birimlerin bekleyişlerini etkileyerek, politikanın güvenilirliğini ve inanılırlığını arttırmakta ve enflasyon oranının daha düşük olmasını sağlamaktadır.

Parasal hedefleme stratejisi daha önceden uygulanan stratejilere göre birkaç avantaja sahiptir. En önemli avantajı merkez bankasının ülke içi koşulları dikkate alarak bağımsız bir para politikası uygulayabilme gücüne sahip olmasıdır. Dolayısıyla geçici dalgalanmalar ve dışsal şoklarla mücadele etmede para

[89] Mishkin, İnternational Experiences, s. 14.
[90] Nazan Yiğit, **Türkiye'de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi**, Mesleki Yeterlilik Tezi, T.C. Maliye Bakanlığı, Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara 2009, s. 4.
[91] Mishkin ve Savastano, s. 13.

politikasının ayarlanabilmesi olanaklı hale gelir. İkinci olarak, parasal büyüklüklere (özellikle dar tanımlılar) merkez bankası tarafından kısa zamanda ulaşılabilmesi ve kolay takip edilebilmesi, hedeflere ulaşılıp ulaşılmadığının saptanmasını kolaylaştırmakta ve para politikasının sonuçları hakkında para otoritelerine hızlı sinyal sağlayarak enflasyonu kontrolde yardımcı olmaktadır[92]. Parasal büyüklükler kısa gecikmelerle doğruluk payı yüksek bir şekilde ölçülebilmektedir ve kısa sürede açıklanabildiği için para politikasının şeffaflığını artırır. Parasal bir büyüklük, para politikasının içinde bulunduğu durumu ve karar alıcıların niyetleri hakkında kamuoyuna ve piyasalara anında sinyal verir ve böylece enflasyonist bekleyişlerin sabitlenmesine yardımcı olur. Ayrıca, parasal büyüklük hedefinin şeffaflığı, merkez bankasının kamuoyu nezdinde hesap vermesini kolaylaştırmaktadır. Bu nedenle, şeffaflık ve hesap vermenin sağlanması ile zaman tutarsızlığı sorununun önüne geçilmektedir[93].

Ancak bu avantajların ortaya çıkabilmesi, amaç değişkenlerle (enflasyon veya nominal gelir) hedeflenen parasal büyüklükler (araç değişkenler) arasındaki ilişkinin güçlü ve istikrarlı olmasına bağlıdır[94]. 1980'lerden sonra hızla gelişen finansal kurumlar sayesinde ortaya çıkan yeni finansal araçlar, para ikamelerinin artmasına yol açarak, para talebinin (ve dolaşım hızının) eskiye oranla istikrarsızlığını arttırdığı için, parasal büyüklerle enflasyon arasındaki kısa dönem korelasyonunun zayıflamasına yol açmıştır[95]. Son dönemlerde yapılan çalışmalar paranın içselliğinin arttığını da göstermektedir. Bu güvenilmez zayıf ilişki durumunda parasal büyüklüklerin piyasaya sinyal verme özelliği ve merkez bankasının şeffaflık ve hesap verme özelliği de zaafa uğramaktadır.

Parasal hedeflemenin avantajlarından yararlanmak için aynı zamanda hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından iyi bir biçimde kontrol edilmesi gerekmektedir. Ancak dar anlamdaki parasal büyüklüklerin MB tarafından kolay biçimde kontrol edilebilmesine rağmen M2, M3 gibi daha geniş parasal büyüklükler için aynı durum söz konusu olmayabilmektedir[96].

---

[92] Demirhan, s. 18.
[93] Mishkin, How, s. 6.
[94] Mishkin ve Savastano, s. 14.
[95] Gülsün Gürkan Yay, "Para Poltikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi", **Yıldız Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2006 Şubat-Mart, Sayı: 470–471**,** s. 5.
[96] Demirhan, s. 19.

1980'lerin ortalarına kadar parasal hedefleme uygulayan ülkelerin çoğunda, hedefleme enflasyonu düşürmede başarı sağlasa da, kısa dönemde ciddi resesyonlara (üretim ve istihdam düşüşlerine) yol açarak uygulamayı maliyetli hale getirmiştir.

1.2.2.3. Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi rejimi parasal büyüklükler ya da döviz kurunun hedeflendiği rejimlerin aksine herhangi bir ara hedef kullanmaksızın, doğrudan enflasyonun kendisini hedeflemektedir.

Enflasyon hedeflemesi, fiyat istikrarının kesin ve öncelikli amaç olarak kabul edildiği bir para politikası stratejisidir. Enflasyon hedeflenmesi 'fiyat istikrarının sağlanması ve korunmasına yönelik olarak kamuoyuna belli bir dönem için sayısal enflasyon hedefinin ya da hedef aralığının ilan edilmesi ve Merkez Bankasının bu dönem sonunda ilan edilen hedefe ulaşılabilinmesine yönelik para politikası uygulamasıdır' şeklinde tanımlanmaktadır[97]. Bu bağlamda, örtülü veya açık olarak tahmin edilen gelecekteki enflasyon oranı ara hedef olarak sayılabilmektedir.

Mishkin (2002) ise enflasyon hedeflemesini devlet, merkez bankası veya her ikisinin birlikte hareket etmesi yoluyla enflasyon oranı için belli bir zaman boyutu dâhilinde gerçekleştirilmek amacıyla resmi niceliksel bir hedefin ya da hedef aralığının halka ilan edilmesi olarak tanımlamaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel hedefi düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranıdır. Para politikasının tek amacı olarak düşük ve istikrarlı enflasyon oranının amaçlanmasının ana nedeni ise, bu amaç sağlandığında büyümenin de pozitif yönde etkilenmesinin beklenmesidir[98]. Hedefin halka açık bir şekilde ilan edilmesi ise enflasyonu kalıcı bir şekilde kontrol altına almak için enflasyon beklentilerinin aşağı çekilmesini ve ekonomi politikalarının güvenilirliğini arttırılmasını amaçlamaktadır[99].

---

[97] Cem Saatçıoğlu, "Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye" **İSMMMO Mali Çözüm Dergisi**, 2001, Sayı: 56, 11. http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/56MaliCozum/56%20CEM%20SAAT%C3%87%C4%B0O%C4%9ELU%20.doc, (21/12/2011).

[98] Haydar Akyazı ve Aykut Ekinci, "Enflasyon Hedeflemesi, Büyüme ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası"**, Bankacılar Dergisi**, Sayı: 68, 2009, s. 7.

[99] Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği, **Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri, Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi,** Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul, 2002, s. 79.

Kuramsal olarak enflasyon hedeflemesi yakın dönemli ekonomi literatüründe Yeni Makroekonomik Uzlaşma (New Consensus Macroeconomics) olarak tanımlanmaktadır.

1970 ve 80'li yıllarda uygulanan parasal büyüklük, döviz kuru hedeflemesi gibi politikalardan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi açısından yeterli başarının elde edilememesi sonucu ortaya çıkan arayışlar, 90'lı yılların başından itibaren enflasyon hedeflemesini genel kabul gören bir yöntem haline getirmiştir. 1990 yılından itibaren günden güne artan bir taraftar kitlesi bulmuş ve uygulandığı ülkelerde göstermiş olduğu başarılı performansla da kendine sağlam bir yer edinmiştir.

İlk kez 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlanan rejim giderek yaygınlaşmış ve son yıllarda 28'i aşkın ülke tarafından uygulanmaktadır. Rejimi uygulayan gelişmiş ülkeler arasında; Kanada, İsrail, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İspanya ülkeleri bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere örnek olarak ise Şili, Brezilya, Meksika, Kolombiya, Türkiye verilebilir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi diğer rejimlerden temel olarak beş önemli noktada ayrılmaktadır[100]:

(i) Bir ya da daha fazla dönem için rakamsal enflasyon hedeflerinin ilan edilmesi,

(ii) Fiyat istikrarına ve bu doğrultuda ilan edilen hedeflere ulaşılma konusunda açık bir taahhüt içermesi,

(iii) Enflasyon tahminlerine önemli bir rol atfeden ve aynı zamanda da enflasyon tahmini hedeflemesi' olarak adlandırılan bir para politikası stratejisinin izlenmesi,

(iv) Para politikası araçlarına ilişkin kararlar alınırken, yalnızca parasal büyüklükler ya da döviz kuru gibi değişkenlerin değil, gelecek dönem enflasyonunu etkileyebilecek her türlü bilginin dikkate alınması,

(v) Para politikası uygulamaları çerçevesinde kamuoyu ve piyasalarla iletişimde şeffaflığın esas alınması ve merkez bankasının hedeflerine ulaşması bağlamında da hesap verebilirliğin sağlanması.

[100] A. Hakan Kara ve Musa Orak, 'Enflasyon Hedeflemesi'**, Krizler, Para ve İktisatçılar**, (Ed. Ercan Kumcu), Remzi Kitabevi, İstanbul, 2009, s. 82.

Enflasyon hedeflemesinde para politikası şu şekilde yürütülmektedir. Önce merkez bankası orta vadeli para politikası yürütülmesi için bir çıpa olarak enflasyon hedefini belirler. Sonra parasal büyüklükler, faiz oranları, döviz kuru, beklenen enflasyon oranı, varlık fiyatları gibi enformasyon değişkenleri kullanarak gelecekteki enflasyon oranlarının tahminini yapar. Daha sonra para politikasını hazırlar ve kontrolünü yapar. Bu yüzden gerçekleşen enflasyon oranı saptanan enflasyon oranına yakınsamaktadır. Sonra da para politikasının performansı gözden geçirilir ve bir sonraki dönem için para politikası kontrollerini ve yorumunu yapar. Bu metot gerçekleşen enflasyon oranının uzun dönem enflasyon oranına yakınsamasına neden olacak ve fiyat istikrarı için bir temel çatı ortaya çıkacaktır[101].

Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankası araç bağımsızlığına sahip olmaktadır. Enflasyon hedeflemesinde ara hedef olmaksızın bir kısa dönem faiz oranı operasyonel hedef olarak kullanılır. Genellikle kısa dönem faiz oranları kullanılmaktadır. Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak ekonomi üzerinde çeşitli kanallardan etkili olmayı amaçlamaktadır. Bu yüzden faiz oranlarından fiyatlara doğru dolaylı bir aktarım mekanizmasının olup olmadığını bulmak önemlidir.

Merkez Bankası temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını saptanan enflasyon hedefi ile ileriye yönelik yaptığı enflasyon tahminleri arasındaki farka göre belirler. Enflasyon hedeflemesi uygulayan Merkez Bankası, faiz kararı alınırken üretim düzeyi ile üretimin potansiyel düzeyi arasındaki farkı da dikkate alıyor. Bu durumda ‘esnek enflasyon hedeflenmesi’ uygulanmış olmaktadır. Bu fark dikkate alınmayıp sadece enflasyon ile enflasyon hedefi arasındaki farka odaklanıldığında ise uygulanan enflasyon hedeflemesine ‘katı enflasyon hedeflenmesi’ adı verilmektedir[102].

Enflasyon hedeflemesinin kurala bağlı ya da duruma göre bir para politikası olduğu konusunda tartışmalar vardır. Ancak enflasyon hedeflemesini tamamen duruma göre ya da tamamen kurala bağlı bir para politikası olarak tanımlamak mümkün değildir. Enflasyon hedeflemesi için sınırlandırılmış kurala bağlı olmayan bir tarzda yönetilen para politikası kuralı tanımlaması yapılabilir.

[101] Bozkurt, Enflasyon, s. 5
[102] Özatay, s. 385.

Merkez Bankası enflasyon hedefine ulaşabilme yönünde uygun politika faaliyetlerini belirlemek için mevcut bütün bilgiyi kullanmaktadır[103]. Temel enflasyon faktörlerine ilave olarak devlet bütçesi, nominal ve reel döviz kurları, nominal ve reel faiz oranları, çıktı açığı, üretici fiyatları, ithalat fiyatları ve emek piyasası değişkenlerinin yönetilmesi analizleri de vardır. Ayrıca enflasyon hedefleri ekonomik koşullara bağlı olarak değiştirilebilmektedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi stratejisi beklenmeyen iç ve dış şoklara müdahalede merkez bankasına para politikası araçlarının kullanımı konusunda esneklik tanımaktadır. Ancak politika uygulamalarının tutarlı olması gerekliliği ve şeffaflık vasıtasıyla hesap verebilirliğin arttırılması duruma göre politika uygulamalarını sınırlamakta ve dolayısıyla zaman tutarsızlığı probleminden kaçınılmaktadır[104]. Böylece enflasyon hedeflemesi, bir yandan merkez bankasına kavramsal bir yapı ve özünde var olan disiplini getirerek, diğer yandan da tamamen esnekliği ortadan kaldırmayarak geleneksel kurallara ve duruma bağlı politika uygulamalarının bir takım avantajlarını birleştirmektedir.

Enflasyon hedefleme stratejisi son yirmi yıldır uygulanmaktadır. Bu konu literatürde en çok ilgi gören konulardan olmuştur. Enflasyon hedeflemesi uygulamasının önkoşullarından uygulanan politikaların sonuçlarına kadar birçok çalışma yapılmış ve yapılmaya devam etmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için gereken en önemli önkoşullar: merkez bankasının operasyonel bağımsızlığı; hesap verilebilirlik ve şeffaflık; disipline edilmiş maliye politikası, yani kamu maliyesi hakimiyetinin azaltılmış olması; gelişmiş para ve sermaye piyasaları ve finansal sistemin sağlıklı olması; enflasyon oranının istikrarlı değişim göstermesi, esnek kur rejimi uygulaması, esnek faiz politikası olarak özetlenebilir. Bu kadar temel olmasa da aranan başka özellikler: enflasyonda ataletin kuvvetli olmaması, döviz kuru ve enflasyon arasında ilişkinin güçlü olmaması ve merkez bankasına başka bir hedefe ulaşmak görevi verilmemesi, iç ve dış kurumsal destekler.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin deneyimlerine dayanarak ortak noktaları ve enflasyon hedeflemesinin avantaj ve dezavantajlarını şu şekilde tanımlayabiliriz. Enflasyon hedeflemesinin en önemli avantajı, düşük ve istikrarlı

[103] Demirhan, s. 22.
[104] Demirhan, s. 22.

enflasyon amacında yoğunlaşabilmesi ve uygulanan politikanın başarısının kolayca ölçülmesidir.

•Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde merkez bankasının bağımsızlığı artmıştır. Bağımsızlık, merkez bankasının, para politikasını, siyasi otoritenin nüfuzuna ve tasarrufuna maruz kalmadan, kendisine verilen hedefler doğrultusunda uygulayabilme ve gerektiğinde değişiklik yapabilme esnekliğine ve inisiyatifine sahip olması şeklinde tanımlanabilir. Bu çerçevede amacı açık ve zımni olarak yasalarla belirlenmiş bağımsız bir MB, siyasi iktidarların kısa vadeli amaçları uğruna ellerindeki güçleri istedikleri türde kullanmalarının önündeki en büyük engeldir. Yapılan araştırmalar merkez bankasının bağımsızlığa sahip olduğu ülkelerde, bu ülkelerin büyüme ya da büyümedeki değişim açısından herhangi bir maliyete katlanmaksızın, daha düşük enflasyon oranlarına sahip olduğunu göstermiştir. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarıyla uygulanabilmesi için, merkez bankasının açık bir yetkiye sahip olması, takdir yetkisine uygun bir biçimde para politikası araçlarını oluşturabilme özerkliğinin bulunması önemlidir. Merkez bankasının bağımsızlığı, amaç bağımsızlığı ya da araç bağımsızlığı şeklinde de ortaya çıkabilmektedir. Ancak, araç bağımsızlığı yani, merkez bankasının enflasyon hedefini gerçekleştirmek için gerekli olan para politikası araçlarını oluşturmada yeterli takdir yetkisine sahip olması zorunlu iken amaç bağımsızlığı bir zorunluluk değildir[105].

•Şeffaflığın artması ve hesap verebilirlik ilkesinin etkin bir şekilde işlemesi: Bağımsız bir merkez bankası tarafından uygulanan politikaların etkinliği şeffaflık ve hesap verebilirlik vasıtasıyla arttırılabilmektedir. Bu ilke enflasyonist para politikası uygulamalarını önleyeceği gibi, zaman tutarsızlığı probleminden sakınmayı da mümkün kılar[106]. Şeffaflık ve hesap verebilirlik, merkez bankasının inanırlılığının artmasına ve özel sektörün enflasyon beklentilerinin merkez bankasının faaliyetlerine karşı daha fazla duyarlı olmasına yol açmaktadır[107]. Hesap verebilirlik aynı zamanda para politikasının dışsal politik baskılardan izole edilmesine de yardımcı olacaktır[108]. Ayrıca uygulanan politika kararlarının doğru alınıp alınmadığı konusunda değerlendirme

[105] Öztürk, s. 197.
[106] Z. Orhan ve Erdoğan, s. 312.
[107] Demirhan, s. 37.
[108] Öztürk, s. 198.

yapılmasına da imkân tanınmaktadır. Hedefe ulaşılmadığı zaman, bunun nedeni ile ilgili olarak politika belirleyicilerinden bilgi istenebilmektedir. Dolayısıyla merkez bankası yetkilileri, her fırsatta para politikası stratejileri hakkında halkı bilgilendirmeye ve bu amaçla halka, iletişim konusunda yeni kanallar yaratmaya çalışmalıdırlar.

•Mali disiplin: Enflasyon hedefinin belirlenmesi için hükümetin parasal otorite ile birlikte hareket etmesi uygulanacak olan politikanın başarısı için taahhüt altına girdiği anlamına gelmektedir. Bu durum ise hükümetin enflasyonu tetikleyecek maliye politikası uygulamalarından ve gereksiz kamu harcamalarından kaçınmasını zorunlu kılar. Mali baskınlığı azaltmak enflasyon hedeflemesinin etkinliğinin bir önkoşuldur. Ancak enflasyon hedeflemesi uygulayan bazı gelişmekte olan ülkelerde bazen, fiyat istikrarına ulaşmada ağır bir yük getiren devlet borçları mevcut bulunmaktadır.

•Enflasyon hedeflemesi alternatif rejimlere kıyasla daha esnek bir strateji sunmaktadır. Bu durum, hedeflerin genellikle orta vade için tanımlanmış ve kısa dönemli sapmaların kabul edilebilir olmasından kaynaklanmaktadır. Başarılı olarak uygulanan bir enflasyon hedeflemesi rejiminde şoklarla mücadelenin iktisadi maliyetleri daha düşük olacaktır[109].

Enflasyon hedeflemesinin bir takım dezavantajları da belirtilmektedir.

Enflasyonu kontrol etmenin zor olması para politikasının ve para politikası araçlarının enflasyon üzerindeki etkisinin daha uzun vadede ve gecikmeli olarak görülmesi ve bundan dolayı para politikasının enflasyon hedefine ulaşmadaki başarısının değerlendirilmesinin geç kalmasına yol açabilmesi en ciddi eleştiri olmaktadır[110]. Enflasyonun para otoritesi tarafından kolaylıkla tam olarak kontrol edilememesi ciddi boyutta enflasyon tahmin hatalarının oluşmasına neden olmaktadır. Bu durumda, merkez bankasının sapmanın nedenlerini açıklaması ve enflasyon hedeflemesi rejimi açısından hayati öneme sahip olan güvenilirliği koruyabilmesi zor olabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin diğer bir sakıncası olarak enflasyon hedefinin katı bir şekilde yorumlanması durumunda, enflasyon üzerinde sıkı kontrol sağlanmasına

[109] Kara ve Orak, s. 86.
[110] Kara ve Orak, s. 87.

rağmen, daha büyük üretim değişkenliğini ortaya çıkarması sayılmaktadır[111]. Enflasyon oranını düşük tutma amacının dışındaki sanayi ve kalkınma politikalarının göz ardı edilmesi, yüksek faiz politikasıyla birleşince kapasite kullanım oranlarında düşüşe ve üretimde aşırı hareketliliğe sebep olmaktadır[112]. Dolayısıyla üretimde aşırı değişkenliklere yol açmayacak biçimde, enflasyon hedeflemesinin esneklik derecesinin ayarlanması gerekmektedir[113]. Bir diğer dezavantajı ise tüketici fiyatlar endekslerinde yer alan tüm değişkenleri etkileyecek güçlü bir kuralın olmamasıdır. Enflasyon tahminlerinin başarısı birçok dışsal faktörlere de bağlı olmaktadır. Ayrıca, uygulamada karşılaşılan diğer bir eleştiri uygulanması gereken, esnek döviz kuru rejiminin mali istikrarsızlığa neden olmasıdır[114].

•Enflasyon hedeflemesi uygulayan bazı gelişmekte olan ülkelerde parasal aktarım mekanizmasının faiz oranı kanalı zayıftır. Bu tür ülkelerin finansal piyasaları ve para politikası araçlarını geliştirmeye ihtiyaçları vardır ve finansal piyasalarda hükümetin ağırlığının azaltılması gerekmektedir.

Özellikle, yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçmekte olan gelişmekte olan ülkelerde bu durum ciddi sorunlar yaratabilmektedir. Bu ülkelerde büyük tahmin hataları yapılması ve sık sık hedeften sapma yaşanması olasılığı yüksektir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi ayrıca, bu rejimin mali baskınlığı engelleyememesi ve döviz kuru oynaklıklarının finansal istikrarsızlığa neden olabilmesi gibi sebeplerle eleştirilmekte ve bu eleştiriler de özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından dile getirilmektedir.

• Enflasyon hedeflemesi uygulayan hemen hemen tüm ülkeler dalgalı döviz kuru rejimi benimsemişlerdir. Ama bu durum, finansal istikrarın derecesi ve şimdiki durumun değerlendirilmesini yaparken döviz kurundaki dalgalanmaya kayıtsız kalabilme ihtimali olan küçük açık ekonomilerin merkez bankaları için şüphelidir.

• Enflasyon hedeflemesi modelinde para politikası aktarım mekanizması faizin toplam talebe olan etkisi üzerinden çalışır. Ancak enflasyonun talep kaynaklı olmadığı ve döviz kuru etkilerinin belirgin olduğu durumlarda bu model parasal aktarım mekanizmasını doğru biçimde yansıtmayacaktır. Aslında, iç talep kaynaklı

[111] Demirhan, s. 26.
[112] Ayşe Özden Birkan, "Enflasyon Hedeflemesi, Maliyet Enflasyonu, Birikim ve Bölüşüm", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 64-4, 2009, ss. 78-80.
[113] Demirhan, s. 26.
[114] Saatçıöğlu, s. 4.

fiyat enflasyonu gelişmekte olan ülkelerin durumuna uygun bir varsayım değildir. Gelişmekte olan ülkelerin tüketimde ve üretimde ithalata bağımlılık, tam rekabetçi olmayan kısıtlı iç piyasalar, düşük verimlilik ve geri kalmış teknoloji, endüstride sektörel dengesizlikler, özel sektörün ve kamu sektörünün borç yükümlülüğünün yüksek olması, finansal piyasaların sığ ve spekülatif olması, kronik yüksek enflasyon ve politik istikrarsızlık gibi yapısal özellikleri vardır. Bu yapısal özellikler çerçevesinde bu politika hem kısa dönemde ekonomik daralmaya hem de uzun dönemde istikrarsızlığa yol açma riski taşımaktadır[115].

- Bununla birlikte ilk bakışta enflasyon hedeflemesi politikası uygulayan gelişmiş ülkelerde enflasyon oranında bir düşüş gözlemlense de yapılan çalışmalar bu düşüşün kendi başına enflasyon hedeflemesi politikasından kaynaklandığının şüpheli olduğu sonucuna varmışlardır.
- Bu politikayı uygulayan açık bir ekonomide yüksek faiz politikasının bir sonucu olarak ülkenin para biriminin aşırı değerlenmesine yol açması gibi bir sakıncası bulunmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamasının enflasyon oranlarının düşürülmesinde başarılı olduğu görülmekle beraber, enflasyon hedeflemesi uygulamayan diğer sanayileşmiş ülkelere göre çok farklı bir başarı da söz konusu değildir. Enflasyon değişkenliği/belirsizliğinde bir düşme yarattığı açıktır. Ancak işsizlik oranlarının kısa dönemde artmasına yol açtığı gibi, üretim değişkenliğinde de enflasyon hedeflemesi uygulayan ve uygulamayan ülkeler arasında çok fazla fark yoktur.

1.2.3. Aktarım Mekanizmaları

Parasal aktarım mekanizması, para politikasına ilişkin alınan kararların reel ekonomi ve fiyatları hangi kanallar üzerinden ne kadar bir gecikmeyle ve ne ölçüde etkilediğini ifade etmektedir.

Merkez Bankasının para politikasına ilişkin aldığı kararlar, finansal piyasalar üzerindeki bir etki ile başlayıp, harcama, üretim ve istihdamda değişikliklerle devam eden ve enflasyon oranı üzerindeki etki ile de son bulan bir süreci harekete geçirir.

[115] Birkan, s. 80.

Bu etkileşim zinciri aktarım mekanizması olarak adlandırılmaktadır[116]. Para politikası kararlarında değişiklik ile, nominal para stoku ya da kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklik kast edilmektedir.

İktisatçılar para politikasının uzun dönemde yansız olduğu ile ilgili olarak hemfikir olmalarına karşın, para politikasının kısa dönem reel etkileri tartışma konusu olmayı sürdürmektedir[117]. Para politikasının aktarım kanallarının teorik altyapısı para politikası kuramlarına dayanmaktadır. Miktar Teorisinin ifade ettiği doğrudan aktarım mekanizması, Keynesgil görüşü temsil eden dolaylı aktarım mekanizması ve Monetarist görüsü yansıtan aktarım kanalı olarak incelenebilmektedir[118].

Başlıca aktarım kanalları faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı, diğer finansal varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı olarak incelenebilmektedir. İlk üç parasal aktarım kanalı, teorik bir perspektiften değerlendirdiğimizde, iyi işleyen bir finansal sistemin varlığını gerektirmektedir. Aktarım kanallarının hepsi birbiriyle bağlantılıdır ve her bir kanal ayrı ayrı aşamaya sahiptir.

Merkez bankalarının etkin para politikası araçlarını belirleyebilmeleri ve hedeflerine ulaşabilmeleri, uygulanan politikaların ekonomiye etkileri konusunda doğru değerlendirmelere sahip olmaları ile mümkün olmaktadır. Bu sebeple para politikası uygulamalarının fiyatlar ve reel aktiviteleri hangi kanal ya da kanallar üzerinden etkilediğinin belirlenmesi son derece önemlidir[119]. Aktarım kanallarının önemi ve para politikasının hangi gecikmeyle ekonomiyi etkilediği konusu ise ekonominin yapısına, büyüklüğüne ve açıklığına bağlı olarak ülkeden ülkeye farklılık göstermekte ve zaman içerisinde değişebilmektedir[120].

---

[116] Demirhan, s. 49.
[117] Harun Öztürkler ve Affun Hakan Çermikli, "Türkiye'de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar,** Cilt:44 Sayı:514, 2007**,** s. 58.
[118] Vedat Cengiz, "Parasal Aktarım Mekanizması İsleyişi ve Ampirik Bulgular", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Sayı: 33, Temmuz-Aralık 2009, s. 227.
[119] Seyfettin Erdoğan ve Durmuş Çağrı Yıldırım, "Türkiye'de Döviz Kuru Kanalının İşleyişi: Var Modeli İle Bir Analiz", **İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi,** No:39, 2008, s. 96.
[120] Vedat, s. 229.

1.2.3.1. Faiz Oranları Kanalı

Geleneksel faiz oranı kanalı, Keynesyen IS-LM analizine dayanır. Bu analizde iktisadi birimlerin portföylerinin sadece para ve tahvilden oluştuğu varsayılır.

MB para politikası amacı doğrultusunda para arzını değiştirir, para arzındaki değişmelere bağlı olarak faiz oranları değişir ve sermayenin maliyeti olan faiz oranlarındaki değişiklikler yatırımları etkiler ve sonuçta üretim miktarı değişir. Mesela, para arzındaki artış faiz oranlarını düşürür. Faiz oranlarındaki düşüş, sermaye maliyetini azaltarak yatırımları daha cazip hale getirir. Yatırımların artması ise üretim miktarında artışa yol açar[121].

Bu etkinin şiddeti para talebinin faiz duyarlılığına ve sermaye talebinin faiz esnekliğine bağlıdır[122]. Faizin söz konusu duyarlılığı gelişmiş ülkelerde belirgin iken gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş bir mali sistemin olmaması sebebiyle bu duyarlılık zayıftır[123].

Keynes bu kanalın firmaların yatırım harcamaları hakkındaki kararlarıyla ilişkili olduğunu belirtmiştir. Ancak daha sonraki çalışmalarda tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarının da yatırım kararı olarak değerlendirilmesi gerektiği ileri sürülmektedir. Dolayısıyla, faiz oranı kanalındaki yatırım firmaların ve hanehalkının yatırım kararını içermektedir.

Faiz kanalı aşağıdaki dört varsayıma dayanmaktadır[124];

i) Merkez bankası parasal tabanı kontrol edebilmelidir;

ii) Merkez bankası hem reel hem de nominal kısa vadeli faiz oranını etkileyebilmelidir. Yani fiyat yapışkanlığı söz konusu olmalıdır;

iii) Politika uygulanarak değiştirilen kısa vadeli faiz oranları hane halkı ve işletmelerin harcama kararlarını etkileyen uzun vadeli faiz oranlarını değiştirebilmelidir;

---

[121] Frederic S. Mishkin, "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", **The Journal of Economic Perspectives,** Vol. 9, No. 4, Autumn 1995, (Transmission), s. 4.
[122] Nur Keyder, **Para, Teori-Politika-Uygulama**, 10.baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2005, s. 395.
[123] İsmail Seyrek, Mehmet Duman, Murat Sarıkaya, "Parasal Aktarım Mekanizması Ve Para Politikası Aracı: Türkiye'de Aktarım Mekanizması", **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi,** Cilt: 5, Sayı:1**,** s. 202.
[124] Vedat**,** s. 230.

iv) Para politikası değişiklikleri sonucu faize duyarlı harcamalarda oluşan değişmeler, üretimde oluşan değişmelerle uyumlu olmalıdır.

Faiz kanalı ekonomide fiyat yapışkanlığı olması halinde işlemektedir. Fiyat yapışkanlığı para politikasının yanlı olmasına yol açmakta, dolayısıyla para arzını arttırıcı ve faiz oranlarını düşürücü politikalar genişletici etki yapabilmektedir. Esnek fiyat modellerinde ise genellikle para arzındaki değişmelerin reel faiz oranları ve dolayısıyla üretim üzerinde etkisi görülmemektedir.

Bir ekonomide toplam harcama kararları genellikle, banka borçlanma oranları ve uzun dönem faiz oranlarıyla ilişkilendirilir. Nitekim kısa dönem faiz oranlarının uzun dönem faiz oranları üzerindeki etkisini değerlendirmek son derece güçtür. Kısa dönem nominal faiz oranlarındaki değişmelerin uzun dönem reel faiz oranları üzerinde bir etkiye sahip olduğu varsayılmaktadır[125]. Taylor tarafından da ifade edildiği gibi, faiz oranı kanalının başlangıç noktasını para politikasının kısa dönem nominal faiz oranlarını etkileyebildiği kabulü oluşturur. Kısa dönem faiz oranlarındaki değişmeler fiyat ayarlamaların yavaşlığı nedeniyle uzun dönem reel faiz oranlarında değişmelere neden olur. Uzun dönem reel faiz oranlarındaki değişmeler ise, yatırım kararlarını ve dolayısıyla reel üretimi etkilemektedir. Ancak, nominal faiz oranları ile reel faiz oranları arasındaki ilişkinin eşzamanlı olmaması faiz oranlarından reel üretime doğru bir nedenselliğin varlığını tartışmalı hale getirmiştir.

Otoritelerin kısa vadeli faiz oranlarıyla ekonomiyi yönlendirmeleri likidite tuzağının geçerli olduğu koşullarda mümkün olmamaktadır.

Para politikası faizlerinde yapılan değişimler, piyasaların hem reel, hem de beklenen enflasyon oranı ile ilgili bilgi sağlar. Nominal faiz oranını reel bileşeni ile beklenen enflasyon bileşeni zıt yönde hareket edecek. Örneğin para politikası faiz oranındaki yükselme tüm vade yapılarında nominal faizlerin reel bileşenini yükseltirken, beklenen enflasyon bileşenini düşürür. Sürecin bu şekilde işlemesinin nedeni para politikası faizlerindeki yükselmenin piyasalara gelecekte sıkı para politikaları uygulanacağına yönelik bilgi yansıtmasıdır. Bu bilgiden hareketle piyasaların enflasyon bekleyişleri azalmaktadır. Bundan dolayı politika faizlerindeki

[125] Figen Büyükakın, Hilal Bozkurt ve Vedat Cengiz, "Türkiye'de Parasal Aktarımın Faiz Kanalının Granger Nedensellik Ve Toda-Yamamota Yöntemleri İle Analizi", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Sayı: 33**,** 2009, s. 104.

değişmelerin nominal faiz oranları üzerindeki yükselme ya da düşme yönünde oluşacak etkisi uygulanan politikaların piyasalar tarafından değerlendirilme biçimine bağlıdır[126].

1.2.3.2. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kurları açık ekonomilerde enflasyonist eğilimleri açıklamada önemli değişkenler arasında yer almaktadır.

Döviz kuru kanalı "Merkez Bankasının para politikası uygulamalarına bağlı olarak döviz kurunda meydana getirdiği değişikliklerin milli gelir ve enflasyonu etkileme süreci olarak tanımlanabilmektedir[127].

Para politikası kararlarındaki bir değişiklik ulusal paranın değerini ve dolayısıyla net ihracatı etkileyerek reel hasıla ve fiyat düzeyini değiştirmektedir. Döviz kuru kanalının işleyişi, ekonomilerin dışa açıklık düzeyine bağlıdır. Son yıllarda, küreselleşme sonucu dışa açıklık düzeyinin artması, döviz kuru kanalının önemini artırmıştır. Bir ülkenin dışa açıklık derecesi ile döviz kuru kanalı doğru orantılıdır, dışa açıklık arttıkça döviz kurunun etkisi de artmaktadır. Ekonomilerin dışa açıklık düzeylerinin yanı sıra, çoğunlukla esnek kur sisteminin tercih edilmesi, parasal aktarım kanalları içerisinde döviz kuru kanalının önem derecesini artırmıştır[128]. Açık ekonomi koşullarından doğan bu kanalın teorik temelleri esnek döviz kuru sisteminde geçerli olan Mundell-Flemming modeline dayanmaktadır. Bu modele göre, para politikası döviz kuru aracılığı ile yerli ve yabancı yatırım kararlarının her ikisini birden etkilemektedir[129].

Merkez Bankasının genişletici (daraltıcı) bir para politikası izlemesi halinde sermayenin maliyeti olan reel faiz oranı düşmekte (yükselmekte), yurtiçi reel faiz oranlarının düşmesi (yükselmesi) ise, sermaye hareketlerinin hacmini değişikliğe uğratmaktadır. Sonuçta ulusal para değer kaybederken (kazanırken) döviz kuru değer

---

[126] Nejla Adanur Aklan ve Mehmet Nargeleçekenler, "Para Politikası Faiz Kararları ve Uzun Dönem Faiz İlişkisi, Türkiye Örneği", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi,** Cilt: XXV, Sayı: 2, 2008, s. 150.

[127] Figen Büyükakın, Vedat Cengiz ve Armağan Türk, "Türkiye'de Para Politikası Aktarım Mekanizması: Döviz Kuru Kanalı Üzerine Bir Değerlendirme", **Mevzuat Dergisi,** Sayı: 128, 2008**,** http://www.mevzuatdergisi.com/2008/08a/02.htm, (07.02.2012).

[128] Erdoğan ve Yıldırım, s. 96.

[129] Büyükakın ve diğerleri, http://www.mevzuatdergisi.com/2008/08a/02.htm.

kazanmaktadır (kaybetmektedir). Ulusal paranın değer kaybetmesi (kazanması) ise, yurtiçi malları ucuz (pahalı) yurtdışı malları da pahalı (ucuz) hale getirdiğinden net ihracat artmakta (düşmekte) ve dolayısıyla da milli gelir yükselmektedir (azalmaktadır). Diğer bir deyişle net ihracat artar (azalır), net ihracatın artması (azalması) da firmaların yeni yatırım kararı almaları ile toplam talebin ve reel çıktının artmasına (azalmasına) yol açar[130]. Yüksek faiz oranlarında ise yurt içinde üretilen mallara olan düşük talep, kaynakların kullanımını ve enflasyonu azaltmaktadır. Aynı zamanda ulusal paranın değerlenmesi tüketimin bir kısmının ithal mallara yönelmesine yol açtığından, tüketici fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır. Öte yandan üretimi ağırlıklı olarak ithal ara malına dayalı ekonomilerde ulusal paranın değerlenmesi nedeniyle üretim maliyetlerinin gerilemesi, üretim artışını teşvik eder.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde döviz kurunun enflasyonu dolaysız ve dolaylı yoldan enflasyonu etkilemesi söz konusudur. Buna göre para politikasının ulusal paranın değerini yükseltecek biçimde uygulanmasına paralel olarak ithalatın ucuzlaması, TÜFE içinde yer alan mal ve hizmetlerin bir kısmı ithal edildiğinden, TÜFE enflasyonunu azaltacaktır. Bu etkileşim dolaysız döviz kuru kanalı olarak adlandırılmaktadır. Diğer yandan, ulusal paranın değerlenmesi ile birlikte ülke içinde üretilen mal ve hizmetlerin değerinin yabancı mal ve hizmetlere göre daha pahalı olması dış talebin azalmasına ve yurt içi talebin bir kısmının ithalat nallarına doğru kaymasına neden olacaktır. Her iki durumda da ülke içinde üretilen mallara olan toplam talep düşecek ve enflasyon azalacaktır. Bu etkileşim dolaylı döviz kuru kanalı olarak adlandırılabilmektedir[131].

Döviz kuru kanalının enflasyon üzerindeki etkisinin kuvveti gelire, fiyat esnekliklerine ve dış ticaretin hacim ve kompozisyonuna bağlı olmaktadır.

Kısacası, parasal bir şokun ardından, döviz kurlarındaki değişiklik hem reel hem de nominal sonuçlar doğurabilir.

[130] Mishkin, Transmission, s. 5
[131] Demirhan, s. 53.

1.2.3.2. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı

Parasal aktarım mekanizmasının faiz oranı ve döviz kuru kanalları tek bir finansal varlık fiyatı üzerine odaklanmaktadırlar. Keynes'in öne sürdüğü tek bir varlığın mevcudiyeti monetaristlerin eleştirdiği diğer bir konu olmuştur. Finansal sitemdeki gelişmeler birçok yeni finansal varlığın yaratılmasını sağladı. Bu gelişme finansal varlıkların fiyatlarının parasal aktarım sürecinde yer almasına yol açtı. Finansal varlık fiyatları ekonomik konjoktüre göre değişmektedir.

Tobin, para politikasının hisse senedi değerleri yoluyla ekonomiye önemli etkileri olduğunu savunmuş, bu etkileri "q teorisi" ile açıklamıştır. Tobin q'yu, firmanın piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetine oranı olarak tanımlar.

q = firmanın piyasa değeri / sermaye yenileme maliyeti

Bir firmanın q değerinin yüksek olması o firmanın piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetinden fazla olması anlamına gelir. Bu durumda, söz konusu firma az miktarda hisse senedini ihraç ederek, elde ettiği getiri ile yeni sermaye malları alabilir ve yatırım harcamalarını artırabilir. Firmanın q değeri düşükse, firma değeri, sermaye yenileme maliyetine oranla daha düşüktür. Bu firma sermayesini büyütmek isterse, yeni yatırım mallarının firma değerine oranının yüksek olması sebebiyle, eski sermayeye yönelir. Dolayısıyla, yatırım harcamaları daha az olur[132].

Tobin'in q teorisindeki önemli nokta, hisse senedi fiyatları ile yatırım harcamaları arasındaki ilişkidir. Genişletici para politikası, faiz oranlarını düşürerek tahvil piyasasının cazibesini kaybetmesine ve alternatif yatırım aracı olan hisse senedi piyasasına talebin artmasına sebep olur. Talebin artması, hisse senedi fiyatlarını ve dolayısıyla q oranını yükseltir. q oranının yükselmesi, firmaların sermaye maliyetinin düşmesine yol açar. Sonuçta, hisse fiyatlarındaki artış yatırım harcamalarını artırarak ekonominin üretim düzeyini yükseltir. Bununla birlikte aktarım mekanizması hanehalkının dayanıklı tüketim malları ve konut talebi üzerinden de çalışır. Genişletici, para politikası sonucu gelirinin artması dayanıklı tüketim malları ve konut talebinin artmasına da yol açar.

Bunlarla birlikte Modigliani'nin öne sürdüğü gibi insanların tüketim harcamaları yaşam boyu kaynaklarından etkilenmektedir. Buna göre hisse senetleri

[132] Mishkin, Transmission, s. 6.

fiyatlarında ortaya çıkan yükselişler tüketicilerin servetlerinde ve yaşam boyu kaynaklarında artışa neden olarak tüketim harcamaların artmasına yol açmaktadır.

Ancak, finansal sistemin gelişmişliğinin sınırlı olması bu parasal aktarım kanalının önemini azaltacaktır.

1.2.3.1 Kredi Kanalı

Para ve kredi kanallarının önemi, merkez bankalarının finansal ve reel sektör etkileşimi hakkındaki bilgisini geliştirerek, para politikası değişikliklerinin reel sektöre etkilerini doğru yorumlayabilmesini ve parasal hedeflerin daha doğru belirlenmesini sağlar[133].

Kredi görüşünde kredi faiz oranı, toplam talebi etkileyen bir değişken olarak, geleneksel Keynesyen modeldeki tahvil faizine eklenmektedir. İlave kredi kanalı ile birlikte para politikalarının transferi sadece para talebinin faiz esnekliğine bağlı olmaktan çıkmıştır.

Kredi kanalında vurgulanan temel nokta, uygulanan para politikalarının sermaye maliyeti üzerinden işleyen geleneksel faiz kanalına ek olarak bankaların kredi arzı vasıtasıyla da reel ekonomi üzerinde etkiler yaratmasıdır. Kredi kanalının işlediği ekonomilerde uygulanan para politikaları bankaların varlıklarını ve yükümlülüklerini, dolayısıyla, kredilerin hacmini, koşullarını ve erişilebilirliğini etkileyerek toplam talep üzerinde genişletici ya da daraltıcı etkiler yaratmaktadır. Örneğin, genişletici para politikaları, banka mevduatlarını ve rezervlerini, dolayısıyla bankaların kredi arzını artırır. Kredi arzının artması firmaların daha çok kredi kullanarak yatırımlarını artırmalarına, dolayısıyla toplam yatırım ve hatta tüketim harcamalarının artmasına yol açar. Sonuçta, ekonominin toplam üretim seviyesi yükselir[134]. Merkez bankası ekonomiyi canlandırmak istediğinde kredi arzını arttırarak genişletici para politikası uygularken, enflasyonu azaltmak için de daraltıcı politika uygulamalarına gitmektedir.

Kredi görüşünde aktifler arası (para, tahvil) tam ikame edilebilirlik varsayımı kaldırılmıştır. Bu varsayım kaldırıldığında, hem bankacılık sisteminden ödünç fon

[133] Özgür Kasapoğlu, **Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2007, s. 23.
[134] Mishkin, Transmission, s. 8.

kullananların hem de söz konusu fonları arz eden bankaların bilançoları uygulanan para politikalarından etkilenmektedir.

Kredi kanalının işlemesi için bazı önkoşulların gerçekleşmesi gerekmektedir. Bunlardan birincisi, bankacılık sisteminin aktif ve yükümlülüklerinin sistematik olarak para politikası değişimlerinden etkilenmesi, ikincisi ise ne bankaların ne de firmaların kredi miktarında meydana gelen değişiklikleri alternatif finansman yöntemleriyle dengeleyememeleridir.

Büyük firmalar bankaların yanı sıra sermaye piyasalarından da fon ihtiyaçlarını karşılayabilmektedir. Ancak küçük firmalar ve hanehalkının fon ihtiyacı için başvurabilecekleri önemli kurum bankalardır. Bununla birlikte finansal sistem tam gelişmemiş olduğu durumlarda kredi kanalı önemli rol üstlenmektedir. Bu piyasalarda borç verilebilir fon miktarı, fon fiyatından (faiz oranından) daha önemli hale gelmektedir.

Borç verme arzusu ve borç alma istekliliği çerçevesinde, kredi kanalı *banka kredileri kanalı* ve *bilanço kanalı* olarak iki alt kanal biçiminde analiz edilmektedir.

Bilanço kanalında para politikası değişimlerinin, firmaların bilançoları ve kredi kullanma potansiyelleri üzerine olan etkileri incelenmektedir. Firmaların sahip olduğu likit varlıkların ve teminat olarak kabul edilebilen diğer varlıkların değerinin yüksek olması, ters seçim ihtimalinin azalması ve bu ihtimalin gerçekleşmesi durumunda borç verenin uğrayacağı kaybın sınırlı olması anlamına gelir. Bu durumda borçlanmak isteyen firmanın daha kolay kredi bulabilmesi ve ödemek zorunda kalacağı faizin de daha düşük olması beklenir.

Faiz oranlarının yükselmesi bu firmaların faiz maliyetlerini artırarak, nakit akışlarını ve finansal durumlarını zayıflatır. Ayrıca, faiz oranlarının yükselmesi, varlık fiyatlarının, dolayısıyla firmaların teminatlarının değerinin düşmesine, böylece dış finans priminin yükselmesine sebep olur. Firmaların gelirleri aynı oranda artmadığında, büyüme ve harcama potansiyellerinde azalma meydana gelmektedir. Ayrıca söz konusu şartlarda birçok firmanın kredi geri ödemelerini gerçekleştirmemelerine bağlı olarak bankacılık sisteminden piyasalara yönelen kredi arzında da azalma meydana gelmektedir[135].

[135] Nejla Adanur Aklan ve Mehmet Nargeleçekenler, "Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri", **İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi,** No:39, Ekim 2008, s**.** 122.

Bununla birlikte, daraltıcı para politikaları firmaların nakit durumlarını ve varlık değerlerini dolaylı yollardan da etkiler. Örneğin, daraltıcı para politikaları, firmaların müşterilerinin de harcamalarını düşürerek firmaların satışlarını azaltır. Kazançları düşen firmalar, sabit ve yarı sabit maliyetlerini kısa dönemde uyarlayamazlar. Bu durum, firmaların karlılıklarının, dolayısıyla net değerlerinin ve kredibilitelerinin düşmesine sebep olur.

Banka kredi kanalı yaklaşımında ise para politikası uygulamalarının kredi arzı üzerindeki etkileri vurgulanmaktadır. Buna göre sıkı para politikaları banka mevduatlarında ve banka kredi arzında azalmaya neden olmaktadır. Kredi arzındaki azalma ise yatırım harcamaları ve çıktı düzeyini olumsuz etkilemektedir. Ancak bankalar sıkı para politikalarının etkilerini mevduat dışı kaynaklara başvurarak kontrol altında tuttuklarında, banka ödünçleri kanalının etkisi zayıflamaktadır. Banka ödünçleri kanalında, para politikalarının hane halkı ve firmalar üzerindeki etkilerinin yanı sıra finansal aracılar üzerindeki etkileri vurgulanmaktadır. Bu şekilde faiz oranları dışında, para politikası aktarım sürecini etkileyen ilave bir kanalın varlığı ortaya konulmuş olmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

KIRGIZİSTANDA PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE ENFLASYON GELİŞMELERİ

Parasal sistem ulusal ekonominin gelişmişlik düzeyine bağlıdır. Gelişmiş ülkelerde parasal sistem birçok alternatif finansal araçların ve finansal katılımcılar arasındaki gelişmiş hukuksal ilişkilerin bulunduğu finansal piyasada çalışmaktadır.

SSCB'nin dağılmasıyla bağımsızlıklarını kazanan ve merkezi sistemden piyasa sistemine geçen ülkeler ekonomilerini tamamen değiştirmek zorunda kalmışlardı. Geçiş ekonomileri de denen bu ülkelerde piyasa ilişkilerine özgü parasal sistem ve dolayısıyla para politikaları daha genç olmaktadır. Bu ülkelerde parasal sistem belirsiz, kendine özgü şartlarda meydana gelmektedir. Finansal piyasaların gelişmemiş olması, hukuksal altyapının zayıflığı, halkın piyasa şartına uygun ekonomik bilgisinin azlığı gibi nedenlerden dolayı merkez bankalarının yaptıkları çalışmalara olan duyarsızlık da yüksek olmaktadır. Bu durumda geçiş ülkelerinde piyasa ekonomilerine uygun parasal finansal sistemin teorik ve yöntembilimsel yollarının araştırılması ve uygun politikaların yürütülmesi ulusal ekonomilerin gelişiminin ve para politikalarının başarısının temelini oluşturmaktadır. Bu bağlamda uluslar arası ve ulusal düzeyde çalışmalar yapılmakta ve en uygun politika seçimleri aranmaktadır.

Bağımsızlıklarını almasıyla köklü ekonomik reformlara başlayan BDT ülkeleri diğer tüm ülkeler gibi makroekonomik istikrar, ekonomik büyüme ve kalkınma, fiyat istikrarı gibi amaçlara ulaştırabilen politikalara ihtiyaç duymuşlardır. Ekonomi politikalarının ayrılmaz bir bölümü olan para politikasını yürütmede BDT ülkeleri ülke ekonomilerinin özelliklerine bağlı olarak farklı politika stratejilerini tercih etmişlerdir. Bağımsızlıklarını almasından günümüze kadar para politikası stratejileri, amaçları, araçları değişikliklere uğramaktadır. Bu ülkeler farklı para politikası rejimlerini uygulamaktadırlar. Bazı ülkeler açık bir şekilde para politikası stratejisini açıklarken bazı ülkeler herhangi bir stratejiyi benimsemeden para politikası amacına uygun bir araç ile ulaşmaya çalışmaktadırlar.

Parasal hedefleme BDT ülkelerinin para politika uygulamasında geniş uygulama görmüştür. Parasal hedeflemenin yanında döviz kuru hedeflemesi de bazı

ülkeler tarafından uygulanmıştır. Küresel sermaye akımının artışından dolayı para talebini tahmin etmek zorlaştığı için gelişmiş ülkelerin çoğu parasal hedefleme rejimini terk etmiştir. BDT ülkelerinde parasal hedeflemenin kullanılması birkaç nedenden kaynaklanmaktadır. Köklü reformların yürütülmeye başladığı ilk yıllarda makroekonomik istikrar ve enflasyonu azaltmaya yönelik IMF programları çerçevesinde para bazının artışının kısıtlanmasına ve ekonomide kredi miktarının, özellikle hükümete açılan kredinin azaltılmasına çok önem verilmiştir. Son yıllarda parasal hedefleme uygulayan birçok ülkenin özelliği onların aynı zamanda (açık ya da açık olmayan şekilde) başka makroekonomik değişkenleri de hedeflemekte olmalarıdır. Bu durumda tam olarak açık bir şekilde belirlenmeyen nominal çıpa hedeflemesi söz konusu olmaktadır.

Bu bölümde Kırgızistan ekonomisinin genel bir değerlendirilmesi yapıldıktan sonra para politikasının amaç ve araçları ele alınmakta ve daha sonra para politikasının temel amacı olan fiyat istikrarını sağlamada başarılı olup olmadığı, enflasyon dinamikleri ve uyguladığı politikaları bakımından analiz edilmektedir.

2.1. KIRGIZİSTAN EKONOMİSİNİİN GENEL BİR DEĞERLENDİRİLMESİ

SSCB'nin dağılması sonrasında eski cumhuriyetlerde yaşanan süreç, genel olarak "transition" (geçiş) süreci olarak adlandırılmaktadır. Bu süreçte ülke ekonomileri "Merkezi Planlama Ekonomisi"nden "Piyasa Ekonomisi"ne geçiş yapmaktadır.

SSCB döneminde üretim faktörleri devlet mülkiyetine ait olup, iktisadi faaliyetler merkezi bir otorite tarafından planlanmaktaydı. Özel mülkiyet anlayışı olmayıp, yalnız kamu mülkiyeti söz konusuydu. Üretim ve fiyatlar merkezi bir planlama bürosu tarafından tespit ediliyordu. Piyasa ekonomisine geçiş neo klasikçilerin savunduğu devletin ekonomiye müdahalesinin gerekli olduğu ancak bunun sınırlı olması gerektiği görüşü doğrultusunda geçiş süreci çalışmalarını başlatmıştır.

Merkezi planlı ekonomik modelden serbest piyasa ekonomisine geçiş kavramı, temel olarak, ekonomik faaliyetlerin fiyatlar ve piyasa işlemlerinin serbestleştirilmesi, sermayenin ve işgücünün serbestçe dolaşımı, kaynakların en etkin

şekilde kullanılacak şekilde yeniden dağıtılması, makro ekonomik istikrar için piyasa ağırlıklı araçların geliştirilmesi, özelleştirmeler aracılığıyla, ekonomik verimlilik ve etkin bir işletme yönetiminin sağlanması, sıkı bütçe disiplini uygulanarak ekonomik verimliliğin sağlanması, mülkiyet hakları, hukukun üstünlüğü ve şeffaf bir pazara giriş düzenlemesini içeren kurumsal ve hukuki bir çerçevenin oluşturulması unsurlarını içermektedir[136]. Böylece ekonomik faaliyetlerde devletin payı en aza indirilmektedir.

1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla beraber, bağımsızlıklarını kazanan tüm ülkeler merkezi planlı ekonomik sistemden piyasa mekanizmasına geçme hususunda reformlara başlamışlardır.

Bağımsızlığının ilk yıllarından itibaren eski Sovyet ülkeleri uluslar arası kuruluşlara üye olmaya başlamışlardır. Bu bağlamda Kırgızistan ilk olarak 1992 yılında BM'ye, IMF'ye üye olmuştur. Bu kuruluşlar yardımıyla geçiş sürecine yönelik yapısal uyum programları geliştirilmiştir.

Kırgız hükümeti de geçiş sürecinde geniş çaplı sosyal ekonomik düzenlemelere ve kilit reformların gerçekleştirilmesine öncelik vermiştir. Bazı ülkeler merkezi yönetim sisteminden piyasa ekonomisine geçişte adım adım politikalar izlemiştir ve bu süreç daha uzun sürmüştür, bazı ülkeler de "şok terapi" olarak bilinen hızlı geçiş politikalarını uygulamıştır. Kırgızistan ikinci yola başvurdu ve IMF tarafından önerilen liberalizasyon, özelleştirme, kurumsal yönetim, makro ekonomik istikrar, banka sisteminin ve sosyal sektörün yeniden yapılandırılması politikalarını kısa süre içinde uygulamaya çalışmıştır.

1991 yılında fiyatlar serbestleşmeye başlamıştır ve ancak 1996 yılında tamamlanmıştır. 1991 yılında yürürlüğe giren 'özelleştirme kanunuyla' başlayan özelleştirme süreci 1998 yılında tamamlanmıştır. Devlete ait işletmelerin yüzde 65'i özel sektöre devredilmiştir.

---

[136]Ertuğrul Acartürk ve Hakan Arslaner, **Geçiş Ülkelerinde Devletin Ekonomik Rolü: Yabancı Sermaye ve Özelleştirme: Kırgızistan Örneği**, Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi Yayını, Bişkek, 2004, s. 8.

Ülkede hızlı bir şekilde yürütülen kendine özgü özelleştirme sonucu kamu iktisadi teşebbüsleri değerinin altında ve işletme yönetimi tecrübesi olmayan özel sektöre devredilmiştir[137].

Gerek dış ticaretin gerekse finansal sistemin serbestleştirilmesi yönünde adımlar atılmıştır. 1991 yılında finansal sistemde iki basamaklı bankacılık sistemi (merkez bankası ve merkez bankasının kontrolü altında bulunan ticari ve yatırım bankaları) kurulmuş ve çalışmaya başlamıştır. 1992 yılında "Merkez Bankası ve Bankacılık Kanunu" kabul edilmiş ve ulusal para 1993 yılında tedavüle girmiştir. Yeni vergi sistemi kabul edilmiştir. Tüm bu reformların ne kadar etkin gerçekleştirildiği hala tartışılmaktadır.

Merkezi planlı sistemden piyasa ekonomisine geçiş programlarının başarısını bağımsızlık sonrasında ülkenin ekonomik performansı ile değerlendirebiliriz.

2.1.1. Büyüme

Sovyetler Birliğinin dağılması sonucu bağımsızlıklarını kazanan tüm ülkelerde ekonomik kriz yaşanmıştır. Birbiriyle ekonomik açıdan bağımlı olan bu ülkelerde ekonomik bağların kopması üretimin hızlı bir şekilde düşmesine ve enflasyonun aylık yüzde 50'den fazla artmasına yol açmıştır. Reformların ilk dönemi olarak kabul edilen 1991-1995 yılları içerisinde Kırgızistan'ın reel GSYİH'sı yüzde 50 oranında küçülmüştür. Ayrıca hiperenflasyon, artan issizlik ve reel gelirde düşüş yoksulluğun artmasına yol açmıştır.

1993 yılında ulusal paranın tedavüle girmesi, fiyatların serbest bırakılması, ticaret mevzuatı ve tarım sektöründe reformların yapılması, varlıkların özelleştirilmesi ve serbest bir ticaret rejiminin kabul edilmesiyle birlikte 1996 yılından itibaren özellikle tarım üretimdeki artış ve Kumtor Altın Madeni'nin hizmete sokulmasıyla ekonomi canlanmaya başlamıştır. 1996 ve 1997 yıllarında GSYİH sırasıyla yüzde 7 ve yüzde 9 oranında artış göstermiş, ancak 1998 yılında Rusya'da patlak veren mali kriz halen zayıf olan Kırgız ekonomisini büyük ölçüde olumsuz olarak etkilemiştir[138]. 1999'dan itibaren 2004 yılına kadar tarım ve altın

---

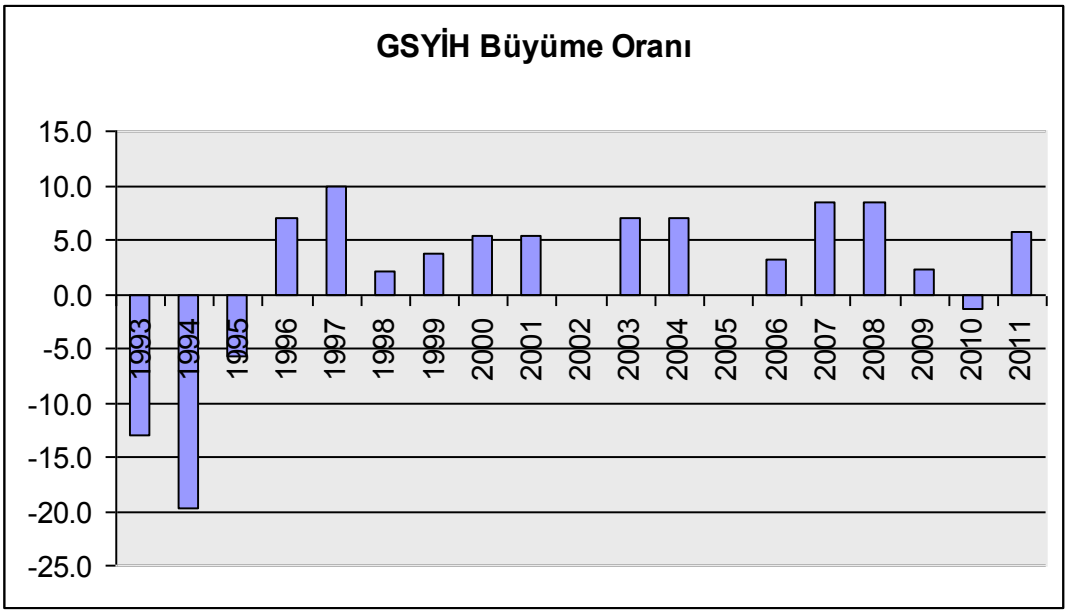
[137] Damira Bektenova, **Geçiş Ekonomi Şartlarında Parasal-Finansal Sistemdeki Fonların Sermayeye Dönüştürülmesi: Kırgızistan Örneğinde,** Yayınlanmamış Doktora Tezi, Bişkek, 2004, s. 42.

[138] IMF, Kyrgyz Republic: Recent Economic Developments, **IMF Staff Country Report**, No. 99/31, 1999, s. 5.

sektörleri sayesinde ekonomik büyüme devam etmiş, yalnız 2002 yılında ülkenin ekonomik büyümesinin en önemli belirleyicilerinden olan Kumtor altın madeninde meydana gelen kaza sonucu ekonomi yüzde 0.02 oranında daralmıştır[139].

2005 yılında yaşanan politik istikrarsızlıklar ve altın üretimindeki düşüş, GSYİH'nın yüzde 0,6 oranında küçülmesine yol açmıştır. 2007, 2008 yıllarında ise ekonomi ortalama yüzde 8,5 büyüme göstermiştir. 2009 yılında dünya krizinden etkilenerek sadece yüzde 2,3 büyümüştür. 2010 yılında ülkede tekrar yaşanan politik olaylar ekonomiye ciddi ölçüde zarar vermiş ve ekonomi 1,4 oranında daralmıştır.

Şekil 1: Kırgızistan'da GSYİH Büyüme Oranı



Kaynak: Kırgızistan Cumhuriyeti Merkez Bankası (KCMB), Kırgızistan Milli İstatistik Kurumu (KMİK) veri tabanından yararlanılarak hazırlanmıştır.

1991'de Kırgızistan'da GSYİH'da sanayi üretiminin payı yüksekti. 1995-1996 yıllarında ise ülke tarımsal sanayi sistemine dönüştü. 2000'de ise Kırgızistan, tarım ülkesi haline gelmiştir. Rekabet edilebilirlik açısından gerileme belirgin hal almıştır. Kırgızistan'da sanayi üretimi oldukça sınırlı düzeyde kalmaktadır. Sanayi sektörü ülkede üretilen hammaddelerin işlenmesine yönelik olarak daha çok küçük ve orta boy işletmelerden oluşmaktadır. Son yıllarda tekstil ve giyim sektörü de

[139] KCMB, **Kırgız Cumhuriyeti Merkez Bankasının 2002 Yılı İçin Yıllık Raporu**, Bişkek, 2003, s. 15.

gelişme göstermektedir. Sanayinin GSYİH içerisindeki payı 1991 yılında yüzde 46,2 iken 2009 yılında yüzde 16,9, 2010 ve 2011 yıllarında bu oran sırasıyla yüzde 19,0 ve 20,7 olarak gerçekleşmiştir. Tarım ve madencilik sektörleri ekonominin temelini oluşturmakta. GSYİH'nın tarım sektörüne bağımlı olması ülke ekonomisinin hava koşullarına bağlı olarak değişiklik göstermesine sebep olmaktadır. Bununla birlikte son yıllarda tarım sektöründe verimlilikte düşüş yaşanmaktadır. 2011 yılında tarım sektörünün GSYİH içindeki payı yüzde 18,0 olarak hesaplanmıştır ve önceki yıllara göre düşüş göstermiştir. Tarım sektöründeki üretimin ve verimliliğin düşüşü ülkede yaşanan enflasyonun önemli kaynağı olmaktadır. Temel gıda ürünleri tarıma çok bağlı kalmakta ve enflasyonun önemli tetikleyicisidir. Bununla birlikte ekonomideki büyüme ağırlıklı olarak hizmet sektörü tarafından sağlanmaktadır. GSYİH içindeki payı yüzde 50 civarında. Hizmet sektöründe inşaat ve enerji, iletişim, ticaret gibi hizmet sektörü alanlarında büyüme ile gerçekleşmektedir.

IMF'in sağladığı kredi ve yapısal uyum programları ile Kırgızistan stratejik büyüme programlarını uygulamaktadır. Buna karşın Kırgızistan ekonomisi henüz istikrarlı ve uzun vadeli bir toparlanmayı gerçekleştirebilecek ekonomik çeşitliliğe ulaşamadı. Altın sektörü haricinde, üretimde tekstil ve konfeksiyon imalatı gerçekleştirilmekte ve imalat sanayinde çeşitlilik bu sektörlerin dışında çok sınırlı kalmaktadır. GSYİH'sı Kumtor altın madenine ve tarım sektörüne önemli ölçüde bağımlı olmasından ötürü istikrarsızlık riski barındırmaktadır[140]. Altın fiyatlarındaki dalgalanmalar ve iklim koşullarındaki değişiklikler ekonomiyi önemli oranda etkilemektedir.

2.1.1. Dış Ticaret

Kırgızistan bağımsızlığın ilk yıllarında sadece eski Sovyet ülkeleri ile ticaret yapabilirken ilerleyen yıllarda yürüttüğü serbestleşme politikalarının sonucunda BDT ülkeleri dışındaki ülkelerle de ticari ilişkileri gelişmeye başlamıştır.

Kırgızistan, temelde liberal bir ekonomi ve ticaret politikası benimsemektedir. Kırgızistan'ın dış ticaret yapısı çevre ülkelere odaklıdır. Özellikle

[140] Ortadoğu Stratejik Araştırma Merkezi, "**Kırgızistan'da Son Gelişmeler: Dün, Bugün, Yarın**", Rapor No 26, Ankara, Ocak 2011, s. 10.

ihracat, söz konusu çevre ülkelerdeki ekonomik koşullara bağlı olarak değişim göstermektedir. Kırgız Cumhuriyeti 1998 yılında Dünya Ticaret Örgütüne (DTÖ) katılarak Orta Asya Cumhuriyetlerinde bu üyeliği gerçekleştiren ilk ülke olmuştur. Komşu ülkelerden sadece Çin'in bu örgüte üye olması Kırgızistan ile Çin arasındaki ticaretin önemli ölçüde artmasını sağlamıştır. Kırgızistan ticaret yapısının bölgesel ağırlıklı olması bölge içerisindeki ikili veya ayrıcalıklı ticaret anlaşmalarından kaynaklanmaktadır.

2010 yılından itibaren Kazakistan, Rusya, Belarus ülkelerinin oluşturduğu Gümrük Birliği'nin üçüncü ülkelere karşı uyguladığı ihracat siyasetinin üzerinde de durmakta fayda vardır. Bu bağlamda, Kırgızistan için en sorunlu konuların başında bu ülkelerin yakıt-yağlama kaynaklarına olan gümrük vergisi tarifelerini yüksek tutmakta olmasıdır. Bu tarifeler, Kırgız ekonomisinin bütün alanlarını ve enflasyon oranını yakından etkilemektedir. Bununla birlikte Ağustos 2012'de Rusya'nın DTÖ'ye üyeliği kabul edildi. Bu gelişme Kırgızistan için dış ticareti açısından uzun dönemde faydalı olacağı düşünülmektedir.

Kırgızistan dış ticaret dengesi sürekli açık vermektedir. Tablo 2'de dış ticaret rakamları sunulmaktadır. Dış ticaret açığı 1993 yılında 107,8 milyon dolar iken 2003-2004 yıllarına kadar ortalama olarak 120 milyon dolar civarında gerçekleşmiştir. Ancak 2004 yılından itibaren ihracata göre daha hızlı artan ithalat sonucunda dış ticaret açığı artmıştır. 2011 yılı sonunda dış ticaret açığı 1734,7 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu açık GSYİH'nın yüzde 27'sine denk gelmektedir. İhracatın GSYİH'ya oranı yıllar itibariyle ortalama olarak aynı oranda gerçekleşmiş ve 2011 yılı sonunda yüzde 31 olarak gerçekleşmiştir. Ülkenin dışa açıklığını gösteren ithalatın GSYİH'ya oranı ise 1993 yılında yüzde 67 iken 1994 yılından 2005 yılına kadar ortalama yüzde 40 civarında gerçekleşmiştir. Ancak 2006 yılından sonra bu oran artmııştır. 2011 yılında yüzde 72,9 olan bu oran ülkenin dışa bağımlılığının arttığını göstermektedir. Bu durumda ülke ekonomisi ticaret yaptığı ülke ekonomilerine bağımlı hale gelmektedir. Dışa bağımlılık nedeniyle enflasyon ithalat yapılan ülkelerin fiyat düzeylerinden daha fazla etkilenmektedir.

2002 yılından sonra ithalat artış hızı ihracattan daha hızlı artmaktadır. 2005 ve 2010 yıllarında ülkede yaşanan siyasi istikrarsızlıklar ve 2008 yılında yaşanan

dünya finansal krizi ihracatı olumsuz etkilemiş ve bu yıllarda ihracat düşüş göstermektedir. Buna karşın ithalat sadece kriz döneminde olumsuz etkilenmiştir.

İhracatın ithalatı karşılama oranı 2004 yılına kadar ortalama yüzde 80 iken son yıllarda ithalatın ihracata göre hızla artmasından dolayı bu oran hızlı düşüş göstermiştir. 2007 yılından sonra yüzde 50'nin altına düşmüştür. 2011 yılında 46,2 olan bu oran ülke ekonomisi için risk yaratmaktadır.

Tablo 2: Dış Ticaret Göstergeleri

Yıllar	İhracat (milyon $)	İthalat (milyon $)	Dış Ticaret Dengesi (milyon $)	İhracat artış hızı (%)	İhracatın GSMH'ya Oranı (%)	İthalat Artış Hızı (%)	İthalatın GSMH'ya Oranı (%)	Dış Ticaret Dengesinin GSYİH'ya Oranı (%)	İhracatın İthalatı Karşılama Oranı (%)
1993	339.6	446.7	-107.1		50.9		67.0	-16.1	76.0
1994	340.0	426.1	-86.1	0.1	30.3	-4.8	38.0	-7.7	79.8
1995	408.9	530.9	-122.0	16.9	27.4	19.7	35.6	-8.2	77.0
1996	531.2	782.9	-251.7	23.0	28.6	32.2	42.2	-13.6	67.9
1997	630.8	646.0	-15.2	15.8	35.7	-21.2	36.6	-0.9	97.6
1998	535.1	755.7	-220.6	-17.9	32.0	14.5	45.1	-13.2	70.8
1999	462.6	551.1	-88.5	-15.7	36.5	-37.1	43.5	-7.0	83.9
2000	510.9	506.9	4.0	9.5	37.3	-8.7	37.1	0.3	100.8
2001	480.3	449.2	31.1	-6.4	31.5	-12.8	29.5	2.0	106.9
2002	498.1	571.4	-73.3	3.6	31.0	21.4	35.6	-4.6	87.2
2003	590.3	723.1	-132.8	15.6	30.8	21.0	37.7	-6.9	81.6
2004	733.2	903.8	-170.6	19.5	33.1	20.0	40.8	-7.7	81.1
2005	686.8	1105.5	-418.7	-6.8	27.9	18.2	44.9	-17.0	62.1
2006	906.0	1792.4	-886.4	24.2	31.9	38.3	63.2	-31.2	50.5
2007	1337.0	2613.6	-1276.6	32.2	35.1	31.4	68.7	-33.5	51.2
2008	1874.4	3753.5	-1879.1	28.7	36.5	30.4	73.2	-36.6	49.9
2009	1700.4	2813.6	-1113.2	-10.2	37.2	-33.4	61.6	-24.4	60.4
2010	1488.4	3,223.1	-1734.7	-14.2	31.1	12.7	67.3	-36.2	46.2
2011	2039.0	4285.3	-1627.3	27.0	34.7	24.8	72.9	-27.7	47.6

Kaynak: KCMB, KC Milli İstatistik Kurumu veri tabanından yararlanılarak hazırlanmıştır.

Ülkede sanayi üretiminin yetersiz olması ve ülke ihracatının daha çok tarım ürünlerinden oluşması, tarım ürünlerinde verim düşüklüğü ve bu ürünlerin dünya piyasalarında fiyatlarının düşük olması ihracatı olumsuz etkilemektedir. Bununla birlikte ithalatın artmasının nedenlerini üretimde kullanılan ara malların ithalata bağlı olması, petrol ve gazın ülkede üretilmemesi ve bu malların dünya piyasasındaki fiyatlarının artması olarak sayabiliriz.

Kırgızistan ihracatında belli başlı maddeler incelendiğinde değerli metallerin ilk sırada geldiği görülmektedir. Altın 1997 yılında Kumtor madeninde üretimin başlamasından itibaren ülkenin en büyük ihracat kalemi olmuştur. Altın ülkenin ihracat gelirlerinin yaklaşık yüzde 25,9'unu oluşturmakta, BDT ülkeleri dışına yapılan ihracatın toplam ihracatın yaklaşık yüzde 49,6'sına tekabül etmektedir (2009 yılı verileri). Altının ihracat gelirlerinde bu derece yüksek bir paya sahip olması, uluslararası piyasalarda altın fiyatlarının dalgalanmasının ülkenin ekonomisine ciddi etkileri olmasına neden olmaktadır. Diğer önemli ihraç kalemleri arasında; kerosin, giyim ve aksesuar, dizel, sebze, çimento, cam, elektrik, oto benini ve pamuk, çikolata ve kakao içeren diğer gıda maddeleri sayılabilir. Ülkenin tekstil ihracatı ağırlıklı olarak Rusya'ya gönderilen konfeksiyon ürünlerinden oluşmaktadır.

Kırgızistan'ın coğrafi izolasyonu ve sınırlı enerji kaynakları ithalatta diğer Orta Asya ülkelerine bağımlılığını arttırmıştır. Ülke ithalatının yüzde 40'ını Rusya'dan yapmaktadır. İthalata ilişkin verilere bakıldığında, Kırgızistan'ın ithalatında BDT ülkelerinin payının yaklaşık yüzde 60 civarında olduğu görülmektedir.

Ülkedeki tüketimin yüzde 80' i ithal ürünlerdir, bu durum iç piyasada ithalat mallarla rekabet edebilen üretimin oluşamadığını göstermektedir. Bu ithal ürünlerin yüzde 30"u lüks tüketim maddelerinden oluşmaktadır.

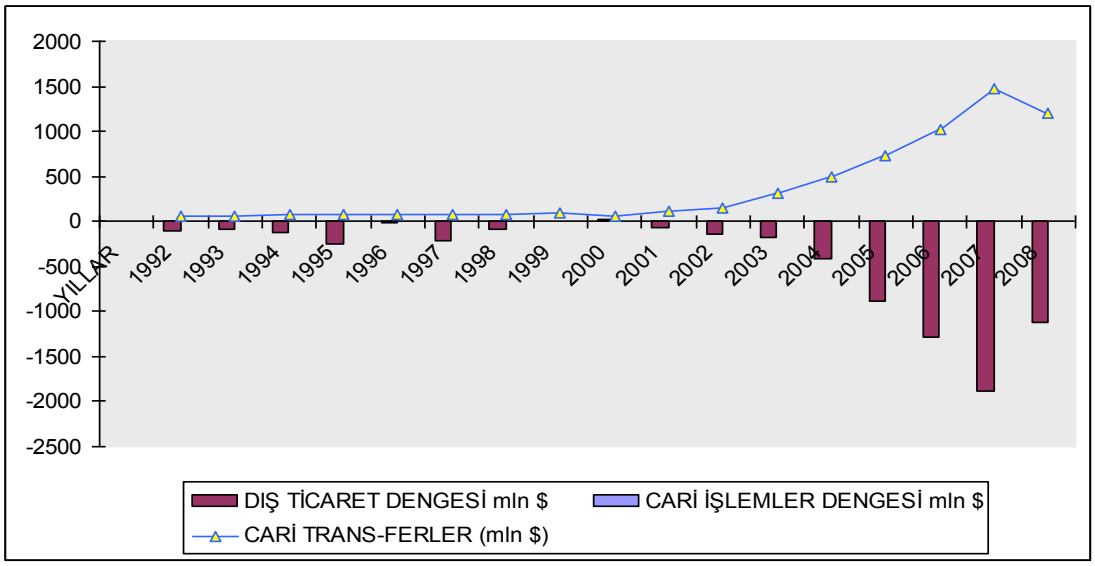
Başlıca ithal ürünler: petrol, gaz, madenler, ulaşım araçları, yedek parça, makine ve ekipmanlar, gıda ürünleri, ilaç, tekstil, inşaat malzemeleri. Bu ürünler içinde en önemli payı mineral ürünler almaktadır ve toplam ithalatın yüzde 8'i kerosin, yüzde 7,8'i oto benzini, yüzde 5'i dizel yakıt, yüzde 2,7'si doğalgazdır. Elektrikli iletişim donanım, parça ve aksesuarların payı ise yüzde 3,2, ilaçların yüzde 2,66'dır[141]. Son yıllarda buğday ithalatında önemli ölçüde artışlar yaşanmıştır.

Cari işlemler dengesinin en önemli kalemi olan dış ticaretin açık vermesi cari hesap açığının artmasına nedeni olmaktadır. Cari hesabı olumlu etkileyen ve ithalatı karşılamada önemli döviz kaynağı olan kalem işçi transferleri ve dış krediler olmaktadır.

Şekil 2'de görüldüğü gibi son yıllarda çok hızlı artan dış ticaret açığından kaynaklanan döviz açığı büyük oranda cari transferler kalemi ile kapatılmaktadır.

[141] Kırgızistan Ulusal İstatistik Komitesi, **Kırgızistan Rakamlarda, İstatistik Verileri**, Ulusal İstatistik Komitesi Yayınları, Bişkek, 2008, s.25.

Şekil 2: Cari İşlemler Hesabı Bileşenleri



Kaynak: KCMB, KC Milli İstatistik Kurumu veri tabanından yararlanılarak hazırlanmıştır.

Ülkede iş imkânı sağlanamadığından yurt dışında çalışmak zorunda kalan ve en çok Rusya ve Kazakistan'da çalışan işçilerin ülkeye gönderdikleri transferler ülkede en önemli döviz kaynağını oluşturmaktadır. İşçi dövizlerinin ne zamana kadar sürdürülebileceği çok önemli meseledir. Bu kaleme bağlı kalmamak için hükümetin üretimi, ihracata dayalı sektörlerin gelişmesini teşvik etmesi ve döviz sağlayan başka sektörleri de geliştirmesi gerekmektedir.

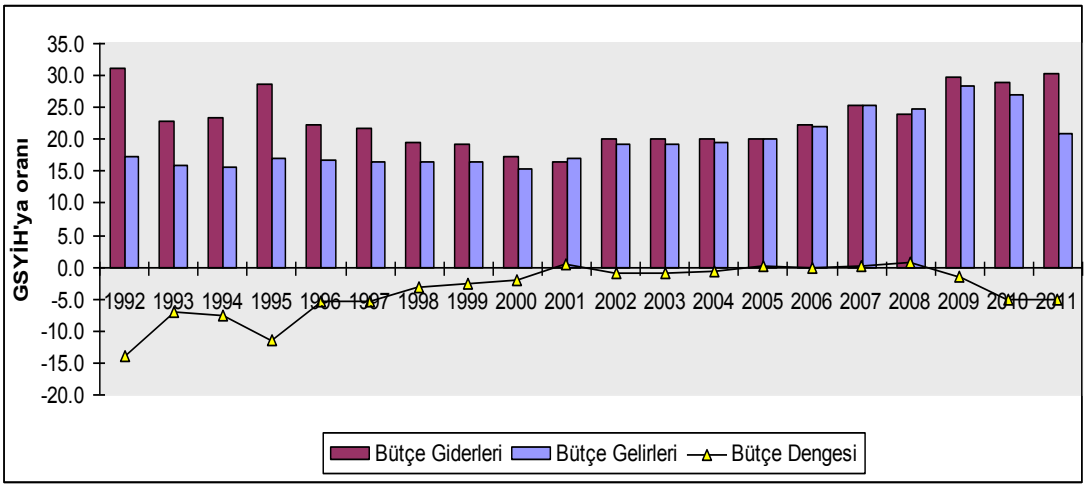
Ülkede issizlik önemli bir sorun olarak hayatı etkilemeye devam etmektedir. Resmi verilere göre işsizlik oranı yüzde 3-4 civarında, gerçekte ise bu oran yüzde 25'lerde olduğu tahmin edilmektedir.

2.1.3. Bütçe Dengesi

Bağımsızlığın ilk yıllarında merkezi bütçeden transfer edilen gelirin durdurulması, ülkede üretimin azalması bütçe dengesini olumsuz etkilemiştir ve ekonomideki bu durum Rusya krizinin yaşandığı 1998 yılı krizin etkisinin daha devam ettiği 1999 yılına kadar sürmüştür. 1998 yılına kadar bütçe açığı merkez bankası tarafından doğrudan finanse edilmekteydi. Ancak 1998 yılında yeni kabul

edilen Merkez bankası kanununda bütçe açığını finanse etmenin bu yolu iptal edilmiştir.

Şekil 3: Bütçe Dengesi



Kaynak: KC Milli İstatistik Kurumu, KC Maliye Bakanlığı veri tabanlarından yararlanılarak hazırlanmıştır.

2000 yılından itibaren ekonomide yaşanan olumlu gelişmeler bütçe dengesine olumlu katkı sağlamıştır. Bütçe açığı 2000-2008 yıllarında ortalama olarak GSYİH'nın yüzde 1'nin altında gerçekleşirken, 2009 yılında dünya ekonomik krizinden etkilenen ekonomik aktivitenin yavaşlaması ve dolayısıyla gelir artışının yavaşlaması bununla birlikte krizin olumsuz etkilerinden dolayı artan giderler bütçe açığının GSYİH'ya oranını yüzde 1,5' e çıkartmıştır. Ancak en yüksek artış 2010 ve 2011 yıllarında bütçe açığının GSYİH'nın yüzde 5'e kadar artması ile oldu. Ülkede yaşanan politik istikrarsızlık üretimin azalmasına dolayısıyla bütçe gelirinin azalmasına neden olmuş, aynı zamanda maaşların, eğitim, sağlık gibi bütçe harcamaların arttırılması sonucu 2011 yılında bütçe giderleri yüzde 33 artmıştır.

2.1.4. Dış Borç

Bütçe açığını finanse etmek ve ülkenin gelişmesi için yürütülen programları finanse etmek için devlet borçlanmak zorunda kalmaktadır. Devlet daha çok dışarıdan borçlanmaktadır. Dolayısıyla ülkenin toplam dış borcunun önemli miktarı devlete aittir.

Dış borçlar GSYİH'nın yüzde 85'ini aşmazsa güvenli borçlanma olarak sayılmaktadır. Kırgızistan'da Tablo 3'te gösterildiği gibi toplam dış borç 1993 yılında GSYİH'nın yüzde 14,4'unu oluştururken ilerleyen yıllarda hızlı artış göstermiştir ve 1999 yılında toplam dış borç miktarı GSMH miktarını aşmıştır. 2001-2004 yıllarında da yüksek oranda olan dış borçtan dolayı ülkenin HİPİC programına dâhil edilip edilmeyeceği gündeme gelmiş ancak tartışmalar sonucunda programa katılmama kararı alınmıştır. Dış borcu azaltma yönünde atılan adımlar sonucunda son yıllarda toplam dış borcun GSYİH'ya oranı azalmıştır. 2008 yılında bu oran yüzde 70'e düşerek 2128 milyon ABD doları, 2009 yılında ise tekrar artarak 2476 milyon ABD doları olarak, yani GSYİH'nın yüzde 88'i olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 3: Dış Borç Göstergeleri

Yıllar	Dış Borç Stoğu (GSYİH %)	Borç Ödeme (GSYİH %)	Borç Ödeme (Toplam İhracat ve Gelir %)
1993	14.44	0.07	0.41
1994	26.93	0.99	4.39
1995	37.49	3.68	13.25
1996	63.58	4.15	13.09
1997	78.73	4.57	11.40
1998	96.06	7.33	18.80
1999	147.73	9.38	20.46
2000	141.91	13.45	29.36
2001	117.15	12.07	30.75
2002	119.56	8.33	19.94
2003	108.98	8.78	21.62
2004	115.25	7.91	17.56
2005	90.04	5.87	14.45
2006	88.69	3.44	7.23
2007	73.25	5.04	9.15
2008	70.83	6.77	11.94
2009	88.58	5.96	10.40
2010	89.20	12.51	21.90

Kaynak: Dünya Bankası

Dış borçların büyük miktarının uzun vadeli ve düşük faizli olması borç anapara ve faiz ödemelerini kolaylaştırmaktadır. Ancak alınan kredilerin kolaylaştırılan faiz ödemi dönemi her sene azalmaktadır. Uzun vadeli kredilerin anapara ödeme miktarları de her sene artış göstermektedir. KC Maliye Bakanlığına

göre borç ödeme miktarı 2015-2020 döneminde artış gösterecektir[142]. Dış borçların önemli bir bölümü kamu yatırımları doğrultusunda alındığından borç ödeme kamu bütçesinden yapılmaktadır. Borç ödeme bütçe harcamaların yüzde 5'ine tekabül etmektedir. Tablo 3'de borç ödemelerin borç stokuna göre artış azalış gösterdiğini görmekteyiz. 1999-2004 yılları borç stoku ve borç ödeme hızlı artış göstermiştir. 2006, 2007 yıllarında borç ödemenin GSYİH ve toplam gelir içindeki payının azalması bir taraftan borç stokundaki azalmadan kaynaklanırken bir taraftan istikrarlı büyüme sonucu artan gelirden kaynaklanmıştır. 2010 yılında yaşanan ekonomik daralma ve özellikle son yıllarda ihracatta yaşanan düşüşler borç ödeme miktarının GSYİH ve toplam ihracat içindeki payının da yüksek seyretmesine neden olmaktadır.

Bütçe açığını finanse etmek doğrudan doğruya faiz oranları ile ilişkili olduğundan iç ve dış finansman oranının iyi analiz edilmesi gereklidir. Bütçe açığını azaltmak ve vergi gelirleri arttırmak için vergi politikasını iyileştirmek gerekmektedir. Fakat kayıt dışı ekonominin büyük olması, yönetimde yolsuzluk ve rüşvetin yaygın olması yukarıdaki problemleri çözmeyi mümkün kılmamaktadır[143]. Bunun için siyasi otoritenin biran önce harekete geçmesi gerekmektedir.

2.1.5. Yatırımlar

Ülkedeki döviz açığını karşılayan diğer bir kaynak dış ülkeden gelen yatırımlardır. Ülkenin serbest piyasa ekonomisine geçmesiyle gerçekleşmeye başlayan özelleştirmeler, ticaretin serbestleşmesi sonucu olarak yeni iş yerlerinin açılması için yatırımlara ihtiyaç artmıştır. Ülkedeki yatırımlar içinde kamu yatırımları ağırlıktadır. Hükümetin uyguladığı yatırım programı çerçevesinde yapısal reformları yürütmek ve sosyal altyapıyı iyileştirmek için uluslar arası kuruluşlardan avantajlı şartlarda kredi sağlanmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar döviz kurlarına ve makroekonomik istikrara çok duyarlılık göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar her yıl artış göstermekte olsa da ekonominin gelişmesi için yeterli

[142] KC Maliye Bakanlığının Dış Borçlarla İlgili Basın Toplantısı, 23.05.2011., http://www.minfin.kg/index.php?option=com_content&view=article&id=557:2011-07-13-07-32-30&catid=73:2010-10-05-10-34-00&Itemid=143, (15.09.2011).

[143] Ortadoğu Stratejik Araştırma Merkezi, "**Kırgızistan'da Son Gelişmeler: Dün, Bugün, Yarın**", Rapor No 26, Ankara, Ocak 2011, s.11.

olmamaktadır. Portföy yatırımlarının istikrarsız olması daha çok finansal piyasanın yeterince gelişmemesinden kaynaklanmaktadır.

Yatırımların az olmasının diğer bir nedeni ülkedeki politik istikrarsızlıktır. Orta ve yüksek gelirli halkın tasarruflarını kullanmak finansal kurumlara olan güvenin zayıflığından kısıtlanmaktadır. Böylece işgücü fazlalığı ve sermaye yetersizliği devam etmektedir.

Tüm gelişmekte olan ve geçiş ekonomilerinde yatırımları gerçekleştirmek için ülkenin kendi tasarrufları yetmediği bilinmektedir. Kırgızistan ekonomisinin yatırım, tasarruf analizinden ülke büyümesi için gerekli yatırım miktarı için iç tasarrufların yetersiz olduğu anlaşılmaktadır. Bu yüzden ülke yabancı kaynaklara başvurmak zorunda kalmakta, kredi olarak gelen bu para her yıl dış borcun ve faiz ödemelerinin artmasına yol açmaktadır.

2.1.6. Finansal Sistem

Merkezi planlı sistemden piyasa ekonomine geçen Kırgızistan ekonomisinde piyasa şartlarına uygun finansal sistemi kurmak ve geliştirmek temel amaçlardan biri olmuştur. Ancak 20 yıllık geçiş sürecinde etkin bir finansal sistem geliştirme konusunda başarılı olunamamıştır. Zayıf bankacılık sektörü ve sermaye piyasaları nedeniyle yatırımlar için fon imkânları bulmakta zorlanılmaktadır. Bankacılık sektörü son yıllarda hızlı gelişme göstermesine rağmen ekonomik gelişmeyi finanse etmedeki rolü hala etkili olmamaktadır. İç tasarruflar yetersiz kalmaktadır.

1991 yılında Sovyetler birliğinin dağılmasıyla yayılan kriz finansal sektörünü de değişikliklere uğratmıştır. 1995 yılında finansal sektöre yönelik reformlar yürütülmeye başlamış ve yeni merkez bankası kanunu, bankacılık, iflas, bankalarda muhasebe ile ilgili kanunlar yürürlüğe girmiştir. Ancak 1998 yılında yaşanan krizden ve devalüasyondan finans sektörü de etkilenmiş ve halen zayıf olan bazı bankalar batmıştır. Ancak 2000 yılından itibaren bu durum düzelmeye başlamıştır.

Ülkenin finans sisteminde bankacılık sektörü ağırlıklı paya sahiptir. Bununla birlikte banka dışı finansal kuruluşlar (mikro kredi kuruluşları) da önemli yere sahiptir. Bankacılık dışı finansal kuruluşlar ve mikro kredi kuruluşları diğer BDT ülkelerine kıyasla gelişmiş sayılmaktadır.

Kırgızistan'da 2011 yılında 22 banka faaliyet göstermektedir. Kırgızistan gibi küçük bir ülke için bu sayının çok olduğu düşünülmektedir. Çok sayıdaki bankanın mevcut olmasına karşın bankacılığın etkisi hala zayıf kalmaktadır. Bankacılık sistemin gelişmişlik düzeyini banka aktiflerinin GSYİH içindeki payı göstermektedir. Tablo 4'te banka aktiflerinin GSYİH'ye oranı yıllara göre gelişimi gösterilmektedir. 2001 yılında GSYİH'nın yüzde 7,1 kadar olan banka aktifleri, 2003 yılında yüzde 13.6, 2006 yılında yüzde 24.8 ve 2009 yılı sonunda yüzde 34.6'ya kadar yükselmiş, ancak finansal kriz ve ülke ekonomisindeki gelişmelerden dolayı düşüş göstermiş ve 2011 yılında yüzde 24.4 olarak gerçekleşmiştir.

Banka sermayesinin düşük olması bazı makroekonomik problemler: ekonominin küçük olması, enflasyon beklentileri, dollarizasyon, kredilerin geri ödenememesi, kayıt dışı ekonominin büyüklüğü nedenleri ile açıklanmaktadır[144].

Bankaların çoğu özel bankalardır ve yabancı ülke kaynaklı bankalar büyük paya sahiptir.

Tablo 4: Finansal Derinlik Göstergeleri (%)

Yıllar	Mevduat/ GSYİH	Kredi/ GSYİH	M2/ GSYİH	Banka Aktifleri/ GSYİH	Kredi Mevduat Faiz Farkı	M2Y/ M0
1996	2.8	2.6	12.6	5.6	24.3	71.8
1997	3.8	2.1	11.6	9.0	38.8	63.9
1998	6.0	4.4	11.0	12.5	25.7	57.6
1999	4.9	3.3	9.7	8.8	19.7	54.4
2000	4.1	2.3	8.1	7.2	18.2	55.8
2001	3.5	2.0	8.4	7.1	22.6	61.2
2002	4.1	2.2	11.0	10.9	22.4	62.5
2003	5.0	2.8	13.2	13.6	20.9	63.5
2004	6.8	4.5	14.4	18.8	18.4	57.4
2005	10.5	6.4	15.8	21.7	18.3	61.4
2006	13.2	8.3	21.2	24.8	17.7	60.1
2007	14.5	12.8	24.5	29.7	16.1	62.0
2008	13.8	12.9	20.3	29.2	16.7	60.6
2009	17.2	13.0	22.4	34.6	18.3	58.1
2010	16.1	12.1	25.3	27.6	18.0	59.9
2011	13.1	10.4	22.7	24.4	16.6	59.4

Kaynak: KCMB verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

[144] Bektenova, s. 47.

Finansal derinleşme indeksini gösteren mevduat, kredi hacminin GSYİH'ya oranı, geniş para arzının GSYİH'ya oranı tablo 4'te gösterildiği gibi son yıllarda önemli derecede artış göstermesine rağmen uluslar arası standartlara göre çok düşük oranda bir seyir izlemektedir. Geniş para arzının GSYİH'ya oranı (M2/GSYİH) gelişmiş ülkelerde yüzde 60–80 civarındayken, Kırgız Cumhuriyeti'nde bu oran 2005'te yüzde 15.8'e çıkmış, 2011 yılı sonunda ise yüzde 22.7 olarak gerçekleşmiştir.

Kredi ile mevduat faizleri arasındaki fark çok yüksek. Yüzde 18-20 arasında bulunan bu oran diğer BDT ülkelerine göre de oldukça fazladır. Mevduat faizlerinin düşük olması tasarrufların düşük olmasına, kredi faiz oranının yüksek olması yatırım yapmanın maliyetli olmasına neden olmaktadır. Faiz farkı ekonomide riskin yüksek olduğunu göstermektedir. Bu olumsuzlukların yanı sıra ekonomide dolarizasyon katsayısı yüksek olup, mevduatların ve kredinin yüzde 60'ı döviz ile gerçekleştirilmektedir.

Toplam para arzı içinde banka dışı para ortalama yüzde 60'ını oluşturmaktadır. Bu oranın göreceli olarak yüksek olması bankacılık sistemine güvenin azlığını göstermektedir. Kırgızistan ekonomisinde gelişmekte olan ve geçiş ekonomilerinde olduğu gibi ekonomik işlemlerin çoğu nakit olarak yapılmaktadır. Banka kartı, kredi kartı, çek gibi ödeme araçları nadir kullanılmaktadır. Dolaşımdaki paranın yüksek olması bir taraftan merkez bankasına para politikası doğrultusunda para arzını kontrol etmede zorluklar getiriyor, bir taraftan da kayıt dışı ekonomi için uygun şartlara neden olmaktadır. Bazı hesaplamalara göre ekonominin yüzde 50'si gibi bir oranda kayıt dışı ekonomi mevcut.

1994 yılında ilk Kırgız borsası kurulmuştur. 2011 yılı Nisan ayına kadar üç borsa (Kırgız Menkul Kıymetler Borsası, Kırgızistan-BTS menkul kıymetler Borsası, Orta Asya Menkul Kıymetler Borsası) faaliyet göstermiştir. Katılımcıların az olmasından: tasarrufların yetersiz olmasından ve kurumsal yatırımcılar yok diyebilecek kadar az olduğundan borsanın rolü oldukça düşük olmuştur. Dolayısıyla piyasada sermayenin ve firmaların piyasa değerlerini belirleme fonksiyonlarını yerine getirmede yetersiz kalmaktadır. Ancak son yıllarda borsada katılımcı sayısı ve işlem miktarı artmıştır. 2011 yılı Nisan ayı itibariyle iki borsa birleşmiştir. Bu durum

daha büyük işlemlerin gerçekleşmesine ve yatırımcıların artmasına katkı sağlayacağı beklenmektedir.

Finans sektörüne ilişkin kanunların, hukuksal temellerin yeterli derecede gelişmemesi, katılımcıların kısa vadeli kar amaçlı çalışması ve etkin yönetim sisteminin yokluğu gibi nedenlerden dolayı finansal kuruluşlar ve menkul kıymetler borsası gelişememektedir[145].

Hükümet tahvillerinin birincil ve ikincil piyasalarda alınıp satılması çok küçük miktarlarda gerçekleşmektedir. Genellikle katılımcılar ticari bankalardan oluşmaktadır.

Sermaye fonları, sigortacılık ve emeklilik fonlarının faaliyetleri parasal ve finansal kaynakları uzun süreliğine temin etme ve bu kaynakları borsada değerli kâğıtları satın alma ya da bankalar için uzun vadeli kaynak sağlayabilmesi açısından piyasada önemli yatırım kuruluşları olabilirler. Kırgızistan'da bu sektörler gelişememektedir. Sigortacılık kuruluşları daha ilk gelişme düzeyinde bulunmaktadır. Sermayeleri yeterli büyüklükte değil ve yatırımcılar için çekici olmamaktadır. Dolayısıyla ekonomide yatırım sürecine de yeterli derecede katılamamaktadır. Ülkede biri devlet ve biri özel olmak üzere iki tane emeklilik fonu bulunmaktadır. Ülkenin ekonomik ve demografik yapısına bağlı olarak bu sektör etkin çalışmamaktadır. Bu sektörlerin geliştirilmesi uzun dönemlik amaç olarak devam etmelidir.

2.2. KIRGIZİSTAN MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI

2.2.1. Merkez Bankasının Temel Görevleri ve Yetkileri

1991 yılında bağımsızlığını kazanmasından sonra Kırgız Cumhuriyetinde para politikasının düzenlenmesinde, uygulanmasında ve kontrolünde Merkez Bankası sorumlu kılınmıştır. 12 Aralık 1992 yılında 'Merkez Bankası hakkında' ve 'Bankalar ve Bankacılık Faaliyetleri hakkında'ki kanunlarının yürürlüğe girmesiyle

[145] Akılbek Japarov, "Kırgız Cumhuriyetinde Menkul Kıymetler ve Sermaye Piyasası Piyasasının Geliştirilmesi Hakkında. Günümüz Ekonomik Sorunları", **www.m-economy.ru**, 2008, No: 4(28), (25.12.2009).

ülkede bankacılık faaliyetleri yürütülmeye başlamıştır. Ekonomide yaşanan önemli değişiklikler dikkate alınarak ve Merkez Bankasının ve ticari bankaların bazı faaliyetleri dünya standartlarına uygun şekilde düzeltilerek 'Kırgız Cumhuriyeti Merkez Bankası hakkında' ve 'Kırgız Cumhuriyetinde Bankalar ve Bankacılık hakkında' kanunları 29 Temmuz 1997 yılında tekrar düzeltilmiştir.

Merkez Bankasının kurulur kurulmaz ilk işi ülkede yaşanmakta olan hiperenflasyon, işsizlik ve reel gelirdeki dramatik düşüşle mücadele etmek için hükümetle birlikte hızlı bir şekilde yürütülen geçiş süreci politikalarını ele alması olmuştur. Bağımsızlığın ilk yıllarında tüm eski Sovyet ülkelerinde yaşanan hiperenflasyon ve onun reel ekonomiye yansıyan olumsuz etkileri yeni oluşmaya başlayan para politikasının temel amacının fiyat istikrarını korumak olarak kabul edilmesinin temel nedeni olmuştur.

MB'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak, bununla birlikte finansal piyasaların geliştirilmesi, finansal sistemin kontrol edilmesi, ödemelerin ve takas sisteminin güvenli biçimde sürdürülmesi gibi finansal istikrarın sağlanması görevini de üstlenmektedir.

Kırgızistan Cumhuriyeti Merkez Bankasının temel fonksiyonlarını şöyle sıralayabiliriz[146]:

- Kırgızistan Cumhuriyetinin para politikasını belirlemekte ve yürütmektedir,
- Banknot ihracı imtiyazı tek elden MB'a aittir,
- Kanun çerçevesinde nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme yetkisine sahip,
- Döviz politikasını hazırlamakta ve gerçekleştirmektedir,
- Döviz işlemlerini geçekleştirmekte, bununla birlikte döviz işlemlerin, döviz alım, satım ve değiştirme standartlarını belirlemektedir,
- Ülkenin resmi döviz rezervlerini yönetir,
- Bankacılık işlemlerin, lombard faaliyetlerin yürütülmesi için bu kuruluşlara lisans verme ve bu kuruluşların üstünden gözetme görevini yerine getirmektedir,
- Bankaların ve lisansı MB tarafından verilen finansal kuruluşların faaliyetlerini düzenlemekte ve kontrol etmektedir,

[146] **"Kırgız Cumhuriyeti Merkez Bankası Hakkında Kanun",** Madde 4, Merkez Bankasının Fonksiyonları, http://www.nbkr.kg/index1.jsp?item=40&lang=RUS, (12.12.2011).

- Bankacılık sistemi için bankacılık işlemleri yürütme kurallarını, bankalardaki muhasebe ve hesap verme işlemlerinin belirler,
- Ödeme sisteminin etkin bir şekilde çalışmasına ve bankalar arası ödemeleri gerçekleştirmeye yardımcı olur,
- Milli İstatistik Kurumu ile birlikte ülkenin ödemeler bilançosunu hazırlar,
- Para politikası, bankacılık ile ilgili uluslar arası toplantı, konferanslarda Kırgızistan Cumhuriyetini temsil etmektedir,
- Yasa ve kanunlara uygun olan başka yetki ve hukuklara da sahip olmakta, fonksiyonlarını yerine getirmekte yükümlüdür.

KCMB yetkisi altındaki işleri, bunun içinde para politikası uygulamasını hükümetten bağımsız olarak yürütür. Ancak diğer makroekonomik amaçlarla çelişki oluşmaması için hükümetle işbirliği içinde çalışır. Merkez bankası Hükümet ile birlikte yılın başında bir yıllık ekonomik program açıklamakta, bu programda ülkenin büyümesi ve kalkınması için stratejik amaçlar belirlenmekte ve bu amaçlara ulaşmak için Merkez Bankası ve Hükümet kendilerine amaç belirlemektedirler. Buna göre ülkenin büyüme oranı, enflasyon oranı, bütçe dengesi, cari işlemler dengesi, borç yönetimi gibi stratejik amaçlar hedeflenmektedir. Merkez bankası yönetimi üç yıllık para politikası stratejisini belirlemekte ayrıca bir yıllık programı açıklamaktadır. Para politikası komitesi ekonomideki değişiklikleri göz önünde bulundurarak bu programı her üç ayda yenilemektedir. Ayrıca her ay ve her hafta gerektiği zaman hedeflenen enflasyona ulaşmada kullanılacak araçları belirlemektedir.

MB açıklık, şeffaflık ve hesap verebilirlik prensiplerini benimsemektedir. Hükümeti, piyasadaki tüm katılımcıları, hane halkını bilgilendirmek amacıyla genel ekonomik gelişmeleri ve uyguladığı para politikası ve sonuçları hakkında yani fiyatlar genel seviyesindeki hareketler, para ve kur politikası, mali piyasalar, kamu maliyesi, ödemeler dengesine ilişkin bilgileri içeren ‘Para Politikası Raporu’nu 2000 yılından itibaren yayınlamaktadır. Bununla birlikte, 2002 yılından itibaren enflasyondaki değişmeleri daha iyi açıklamak için enflasyon raporunu her üç ayda bir açıklanmaktadır. Bu rapor merkez bankasına beklenmedik olayları ve dönem boyunca ortaya çıkan ek bilgiyi hesaba katmalarına ve bu değişimlere bağlı olarak amaçlarını yeniden gözden geçirmelerine olanak vermektedir. Para politikasının

uygulanması ve enflasyonun gelişmesi ile ilgili raporları hazırlayarak merkez bankası enflasyon beklentilerini de ayarlamayı amaçlar[147].

Merkez Bankası yıllık enflasyon oranı hedefini son dönemlerdeki ve cari dönem ekonomik durumu ve ekonomideki tüm sektörü değerlendirerek, buna bağlı olarak gelecek dönem ekonomik gelişmeleri tahmin ederek enflasyona etki edebilecek her değişkeni hesaba katarak belirler. Bu orana ulaşmak için elinde olan her türlü aracı kullanabilmektedir.

2.2.2. Para Politikası Araçları

Kırgızistan'da para politikasını yürütmekte yükümlü olan Merkez Bankası'nın temel ve öncelikli hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır.

KCMB para politikası araçlarını piyasadaki para hacmini belirlemek ve değiştirmek, para piyasasında faizleri belirlemek, ticari bankaların likiditelerini ayarlamak, döviz kurunu belirlemek için kullanmaktadır. KCBM para politikası araçlarını kendisi belirleyebilmektedir, yani araç bağımsızlığına sahiptir.

Para politikasının yürütülmeye başlandığı 1993 yılından beri merkez bankasının kullandığı araçların kullanımı ekonomideki ve finansal sistemdeki gelişmeler göre değişmelere uğramıştır. İlk yıllarda nakit ve kredi ihaleleri daha çok kullanılmaktaydı[148]. 1992 yılında zorunlu rezerv sistemi ve 1993 yılında kredi ihalesi uygulamaya başlamıştır. Hazine bonosu ihalesi 1993 yılında başlamış ancak merkez bankası kredilerinin çoğu hükümet tarafından kullanılmıştır. İnterbank piyasası çalışmaya başlayınca kredi ihalesi 1996 yılının aralık ayında durdurulmuştur. 1997 yılında repo işlemleri uygulanmaya başlamıştır[149].

1998 yılı Ocak ayından itibaren yeni Kanunun yürürlüğe girmesi sonucu para politikası uygulaması daha güçlenmiş, piyasaya yönelik araçların kullanımı artmaya başlamıştır.

---

[147] MB iletişim politikası için ayrıca bkz. Aydarova, Altınay ve Çoro Döölötaliyev. "Para Politikası Unsuru Olarak Kırgız Cumhuriyeti Merkez Bankasının İletişim Politikası", **KCMB Çalışma Yayınlar**, 2011.

[148] Ulan Sarbanov, "Monetary and Exchange Rate Policy in Economies with Newly Independent Currencies: Lessons from Recent History", **International Conference in Honor of the Kyrgyz Som, Bishkek,** Kyrgyz Republic, May 27-28, 1998, s. 4.

[149] IMF, Kyrgyz Republic: Recent Economic Developments, **IMF Staff Country Report** , No. 99/31, 1999, s. 28.

2000 yılında da merkez bankası notları piyasaya sunulmuştur. Diğer taraftan aynı yılda döviz alım satım (swap) işlemleri yürütülmeye başlamıştır. Finansal piyasadaki gelişmeler sonucu son yıllarda toplam işlem hacmi artmıştır.

Kırgızistan Cumhuriyeti Merkez bankasının kullandığı para politikası araçlarını şöyle sıralayabiliriz: açık piyasa işlemleri, çeşitli kredilendirme mekanizmaları (overnight, son merci kredileri), zorunlu karşılık oranı, döviz işlemleri, faiz oranı.

2.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankası kısa vadeli para piyasalarını düzenlemek için bazı araçlara sahiptir. APİ en çok kullanılan para politikası aracıdır. MB faiz oranının ve döviz kurunun aşırı dalgalanmasına yol açmamak için piyasadaki likiditeyi bankalar arası para piyasaları ve açık piyasa işlemleri aracılığı ile ayarlamaktadır. Piyasada repo ve ters repo ile doğrudan alım ve satım işlemleri yaparak, bankalar arası piyasada ise mevduat alış-verişi yaparak piyasaya ya likidite sağlamakta ya da fazla likiditeyi çekebilmektedir.

KCMB repo işlemlerini devletin ve kendisinin çıkartmış olduğu menkul değerler aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Bu menkul değerler devlet hazine bonoları, devlet borç tahvillerinden ve merkez bankası bonolarından (notları) oluşmaktadır.

Para politikasını yürütmek için merkez bankası hükümetin çıkardığı menkul kıymetleri sadece ikincil piyasada satın alma ve satma hakkına sahiptir, fakat banka menkul kıymetleri sermayesini arttırmak amacıyla satın alıyorsa birincil piyasadan da satın alabilmektedir.

Devlet hazine bonoları 3, 6, 12 aylık olarak çıkartılmaktadır. Nominal fiyatı 100 som olmakla birlikte kağıt şeklinde çıkartılmamakta, hesaplara kaydedilerek satılmaktadır. İhale ilan edilmekte ve buna herkes ticari bankalar aracılığıyla katılabilmektedir.

Merkez bankası 1998 yılına kadar devletin bütçe açıklarını kapatmak için hükümeti finanse etmiştir. Karşılıksız emisyon niteliğini taşıyan bu faaliyetin enflasyon eğilimlerine sebep olduğu gözlemlenmiştir. 1998 yılında meclisin aldığı

kararla merkez bankasınının hükümete açmış olduğu krediler durdurulmuş ve böylece merkez bankasının para politikasını daha bağımsız yönetmesi sağlanmıştır.

2000 yılından itibaren merkez bankası para piyasasındaki kısa vadeli gelişmeleri kontrol etmek amacıyla devlet hazine bonolarından daha kısa vadeli (7, 14, 28 günlük) bonoları çıkartmaya başlamıştır. Hazine bonoları devlet bütçesini finanse etmek için kullanılırken, merkez bankası bonoları likiditeyi ayarlamak ve faiz oranını belirlemek amacında kullanılmaktadır. İhale edilerek satılan bu bonolar daha çok ticari bankalar tarafından talep edilmekte ve bonoların yüzde 95'i ticari bankaların elinde bulunmaktadır.

2.2.2.2. Faiz Politikası

Para politikasının diğer önemli bir aracı merkez bankasının politika faiz oranını belirlemesidir. 1993 yılından 1996 yılının sonuna kadar merkez bankası politika faiz oranı kredi ihalesinde belirlenen faiz oranı ile belirleniyordu. İlk kredi ihalesi 17 Şubat 1993 yılında yapılmıştır. İhalenin amacı faiz oranının reel değerini belirlemek ve kredilerin piyasa şartına uygun olarak dağıtılmasıydı. İhalede kredi almak isteyen bankalar faiz oranlarını belirliyorlardı ve kredi en yüksek faizi vermek isteyen bankalara 3 ay vadeli verilmiştir. Kredi ihalesinde rekabetin yokluğu nedeniyle baz olarak kullanılan faiz oranının belirlenmediği gerekçesiyle 9 Aralık 1996 yılında ihaleleri durdurulmuştur[150]. 1997 yılının Ocak ayından itibaren faiz oranı 3 aylık hazine bonolarının birincil piyasada oluşan ortalama getirisi esas alınarak belirlenmeye başlamıştır. 3 aylık hazine bonosunun esas alınmasının nedeni faiz oranının interbank piyasasında oluşan faiz oranlarına en yakın olmasıydı. Bununla birlikte kısa vadeli para piyasası araçları arz ve talebe ve finansal piyasadaki likiditeye daha duyarlı olduğu düşünülmüştür[151]. Ancak Merkez Bankası bonolarının kullanıma çıkarıldığı 2000 yılının Haziran ayından itibaren bu oran 28 günlük bonoların birincil piyasa ortalama getirisine göre belirlenmektedir[152]. MB bono ihalesinde oluşan faiz oranının politika faizi olarak alınması para politikası aracı

[150] Rita Makembeyeva, **Kırgızistan Cumhuriyetinde Parasal Sisteminin Gelişimi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ulusal İlimler Akademisi, Bişkek, 2004, s. 36.
[151] Sarbanov, s. 4.
[152] KCMB, **Yıllık Rapor 2000**, Bişkek, 2001, s. 37.

olarak para politikasının amacına hizmet etme açısından daha etkili olacağı düşünülmüştür.

Politika faiz (iskonto oranı) oranının ekonomideki kısa vadeli parasal kaynakların değerlerinin belirlenmesine yön göstermesi beklenir. Bu amaçla iskonto oranının rolünü arttırmak ve finansal piyasadaki parasal kaynakların değerlerini etkilemesi açısından 2002 yılının mart ayından itibaren gecelik kredilerin faiz oranı iskonto oranına bağlanmıştır ve katsayı 1,2 olarak hesaplanmaktadır. Bununla birlikte gecelik kredi faiz oranına merkez bankasının repo ve SWAP işlemlerinin faizleri de eşit hale gelmiştir. Bu değişiklikler para piyasasında faiz oranlarının değişimini olumlu etkilemiştir ve dalgalanma 2000 yılına göre azalmıştır[153]. Bankacılık sisteminde likiditenin düşüklüğü ve finansal piyasaların gelişmemişliği nedeniyle 2003- 2004 yıllarında bankalardan gelen talep düşük olmuştur ve bunun sonucunda bazı ihaleler gerçekleşmemiştir. 2005 yılında MB bono piyasasını geliştirmek için her ay için emisyon miktarını önceden açıklamaya başlamıştır. İhale sırasında emisyon miktarının değiştirilmesi kanunen yasaklanmaktadır. Bu değişiklik iskonto oranının para piyasasındaki önemini daha da arttırmıştır[154].

Faiz oranlarında yaşanan aşırı dalgalanmalar sonucu 2007 yılının kasım ayından itibaren politika faiz oranı olarak 28 günlük notların son 20 haftada gerçekleşen iskonto oranlarının ortalaması esas alınmaya başlamıştır. 28 günlük bonolara olan talebin arzdan daha yüksek olarak gerçekleşmesi nedeniyle 2007 yılının sonundan itibaren MB notları ihale dışında da piyasaya çıkarılmaya başlamıştır[155]. MB notlarına olan aşırı talebi azaltmak ve faiz oranlarını spekülasyondan korumak ve para politikasının amacına uygun olacak şekilde etkileyebilmek amacıyla 2008 haziran ayında ise MB bonoları ihalesinde emisyon miktarını değiştirme yetkisini almıştır. 2008 yılı Ocak ayından eylül ayına kadar kullanılan iskonto oranı belirleme metodu piyasadaki değişikliklere büyük gecikmeler ile cevap verildiği belirlenerek 2008 yılının ağustos ayından itibaren politika faiz oranı son 4 ihalenin ortalama getirisi ile belirlenmeye başlamıştır[156]. Bu değişiklik faiz oranının yükselmesine yol açmıştır. Bununla birlikte gecelik kredi faiz

[153] KCMB, **Yıllık Rapor 2002,** Bişkek, 2003, s. 40.
[154] KCMB, **Yıllık Rapor 2005,** Bişkek, 2006, s. 39.
[155] KCMB, **Yıllık Rapor 2007,** Bişkek, 2008, s. 38.
[156] KCMB, **Yıllık Rapor 2009**, Bişkek, 2010, s. 39.

oranının aşırı yükselmemesi için iskonto oranı temel alınarak hesaplanan katsayı 1.5'ten 1.2'ye indirilmiştir.

Özetlersek APİ piyasadaki faiz oranların belirlenmek, bankaların ulusal ve döviz likiditelerini ayarlamak ve döviz kurunun belirlenmesine etki etmek için kullanılmaktadır.

2.2.2.3. Kredilendirme Mekanizmaları

Merkez bankası bankalara likidite sağlamak amacıyla çeşitli kredilendirme yollarına başvurmaktadır. Dolayısıyla kredi hacmini yükselterek ya da azaltarak para arzını kontrol edebilir. Bunlar kısa vadeli overnight kredileri (Lombard kredileri), son merci kredileridir. Lombard kredileri bankaların likidite ihtiyacını karşılamak amacıyla 7 güne kadar verilen kredi olarak 1998 yılına kadar kullanılmıştır. 1 Ocak 1998 yılından itibaren Lombard kredileri durdurulmuş, gecelik (overnight) kredi kullanılmaya başlamıştır[157]. Gecelik (overnight) kredileri gecelik olarak verilmekte olup, bankaların kısa vadeli ihtiyaçlarını karşılamaya yöneliktir. Son merci kredileri de 1 Ocak 1998'de uygulamaya koyulmuştur. Bu kredi türü durumları çok kötü, kapatılma aşamasına giren bankalara verilen kredilerdir. Merkez bankasının sağladığı kredilerin süresi 6 ayı aşmamaktadır ve kanunca belirlenen aktifler rehin olarak alınmaktadır[158]. Bu süre olağandışı durumlarda merkez bankası yönetim kararı ile uzatılabilmektedir ve kanunca belirlenen ayrı bir rejim uygulanmaktadır.

Bu kredilerden overnight kredilerinin payı yüksektir. Bankalar likidite sağlamak amacıyla merkez bankasının açmış olduğu bu kredilere başvurmaktadırlar. Fakat para politikasının bu aracı diğer araçlara kıyasla çok kullanılmamaktadır. Bu tür krediler daha çok zor durumlardaki bankalara verildiği için bankacılık sisteminin istikrarlığını koruma amacı için kullanılmaktadır. Bankaların likiditelerini azaltıp arttırmak için kullanılan etkin bir araç değildir.

---

[157] IMF, Kyrgyz Republic: Recent Economic Developments, **IMF Staff Country Report**, No. 99/31, 1999, s. 30.

[158] KCMB, **"Kırgız Cumhuriyeti Merkez Bankası Hakkında Kanun",** Madde 5, MB Operasyonları, KCMB, Bişkek, 1997, http://www.nbkr.kg/index1.jsp?item=40&lang=RUS, (12.12.2011).

Bankalar kısa vadeli ihtiyaçlarını bankalar arası piyasadan sağlamaktadırlar, bunun nedeni bankalar arası faiz oranı merkez bankasının kredilerine uyguladığı faiz oranından daha düşük olmasıdır.

2.2.2.4. Zorunlu Karşılık Oranı

Zorunlu rezerv oranı merkez bankası tarafından belirlenen, ticari bankaların nakit varlıklarının belirli bir oranını rezerv olarak merkez bankasındaki hesabında tutmak zorunda olduğu bir orandır[159]. Zorunlu rezerv oranı para arzını, banka kredilerini ve likidite taleplerini ayarlamak için kullanılmaktadır[160]. Zorunlu karşılık oranı, hesaplanma yöntemi, bankaya yatırma işlemleri, yatırılmadığı durumda ödenecek tutar merkez bankası yönetimi tarafından belirlenmektedir[161]. Zorunlu karşılık oranı bankaların merkez bankasında tuttuğu hesaba aktarılmakta ve milli para üzerinden alınmaktadır.

Zorunlu karşılık oranı som cinsindeki mevduatlardan ve bir yıla kadar olan döviz mevduatından alınmaktadır. Bankacılık sektörüne kaynak çekmek amacıyla 2000 yılının Eylül ayından itibaren bir yıldan uzun süreli döviz cinsinden mevduatlardan zorunlu karşılık alınmamıştır. 2009 yılından Ocak ayından itibaren bir yıldan uzun süreli döviz cinsinden mevduatlara tekrar zorunlu karşılık uygulanmaya başlamış, bu değişikliğe zorunlu karşılık politikasının etkisini arttırmak için gidilmiştir.

2001 yılında zorunlu karşılıklar tebliğinde değişiklikler gidilmiştir. Buna göre zorunlu karşılık oranları yüzde 20'den yüzde 10 düşürülmüştür. Rusya krizi sonucunda iflas eden bankaların bankacılık sisteminden çıkarılması ve ekonominin istikrarlı gelişme göstermeye başlaması sonucu bankacılık sektörünün kaynak sağlamasını arttırmak amacıyla azaltılmıştır. Bu değişiklik sonucunda bankaların fazla rezervleri artış göstermeye başlamış ve kredi miktarının artmasına ve faiz oranların düşmesine katkı sağlamıştır. Tablo 5'te de gösterildiği gibi 2000 yılında 138,5 milyon soma eksik olan ve bu döneme kadar da eksik tutulan ticari bankaların

[159] KCMB, **Yıllık Rapor 2009**, KCMB, Bişkek, 2010, s. 43.
[160] KCMB, **Yıllık Rapor 2009**, s. 49.
[161] KCMB Hakkında Kanun, KCMB, Bişkek, 1997, http://www.nbkr.kg/index1.jsp?item=40&lang=RUS (12.12.2011).

merkez bankaları hesabındaki para miktarı 2002 yılından sonra artış göstermiştir ve genel olarak zorunlu karşılık miktarı tüm bankalar tarafından yerine getirilmiştir.

Tablo 5: Zorunlu Karşılık Oranları

Yıllar	Zorunlu Karşılık Oranı (%)	Bankaların Merkez Bankası Hesabındaki Mevduatı (milyon som)	Zorunlu Karşılık Miktarı (milyon som)	Fazla(+), Yetersiz(-) Rezervler (milyon som)
1997	20.0	255.1	257.4	-2.3
1998	20.0	339.3	392.9	-53.6
1999	20.0	249.3	377.0	-127.7
2000	20.0	260.7	399.2	-138.5
2001	10.0	276.8	296.4	-19.6
2002	10.0	406.7	262.3	144.4
2003	10.0	528.9	351.6	177.3
2004	10.0	822.7	534.9	287.8
2005	10.0	1373.3	869.2	504.1
2006	10.0	2077.9	1366.7	711.2
2007	10.0	2740.8	1779.4	961.4
2008	10.0	3740.0	2290.1	1449.9
2009	9.5	4246.7	2904.9	1341.8
2010	8.0	4464.7	2744.7	1720.0
2011	9.0	4367.4	2802.1	1565.4

Kaynak: KCMB

Zorunlu karşılık oranı 2001 yılından 2009 yılına kadar yüzde 10 olarak sabit tutulmuştur. Bununla birlikte bu dönemde ticari bankaların merkez bankasındaki mevduatı ve zorunlu karşılık miktarı artış göstermiştir. Söz konusu değişkenlerdeki artışlar piyasadaki para arzının ve mevduatlardaki artışlardan kaynaklanmıştır.

2008 yılına kadar merkez bankası zorunlu karşılıklara faiz ödemesi yapmaktaydı. Ancak artan enflasyon sonucu sıkı para politikası uygulamaya koyan merkez bankası 2008 yılı Ekim ayından itibaren zorunlu karşılıklar için faiz ödemesini durdurmuştur[162].

2009 yılına kadar sabit kalan zorunlu karşılık oranı Haziran ayında bankaların kredi kaynaklarını arttırmak amacıyla yüzde 9.5'e, 2010 yılında yüzde 8'e

[162] KCMB, Yıllık Rapor 2008, s. 42.

indirilmiştir. Zorunlu karşılık oranı düşürülmesine rağmen bir taraftan uzun süreli döviz mevduatlarından zorunlu karşılıklar alınmaya başlaması bir taraftan mevduatların artması zorunlu karşılık miktarını arttırmıştır. Zorunlu rezerv miktarı 2008 yılı 2290 milyondan 2009 yılında 2904,9 milyon soma yükselmiştir. 2010 yılında zorunlu karşılık miktarının azalması "Azya Universal Bank'ın" çalışmasının durdurulmasından kaynaklanmıştır[163].

Sıkı para politikasını uygulamaya başlayan MB 2011 yılı Mart ayında yüzde 9'a arttırmıştır. Zorunlu rezerv oranının artması ve mevduatlardaki artış sonucu zorunlu karşılık miktarı da artış göstermiştir.

Bu oran sık değiştirilmediği için bankaların likidite oranlarını değiştirmede etkili araç olarak kullanılamamaktadır.

2010 yılına kadar döviz mevduatı için ayrılacak olan parayı hesaplamada kullanılacak döviz kuru merkez bankası yönetimi tarafından yılda iki kez belirlenmekteydi ve sabit kurdan hesaplanmaktaydı. Bu durum bankaların kaynaklarının olumsuz etkilediği gerekçesiyle 2010 yılının Mayıs ayından itibaren piyasada belirlenen döviz kuru üzerinden hesaplanmaya başlamıştır[164].

2.2.2.5. Döviz Kuru Politikası

Döviz kuru politikası ülkenin dış ticaret ilişkilerini ve yatırımları etkileyen en önemli para politikası aracıdır. Kırgızistan'da dalgalı kur sistemi uygulanmakta ve döviz kurları piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmektedir. Merkez bankasının herhangi bir kur hedefi bulunmamaktadır. Ancak fiyat istikrarı amacının yanında ulusal paranın istikrarı da amaçlanmaktadır. Döviz kurunda aşırı oynaklık görülmesi ya da aşırı oynaklığa neden olabilecek gelişmelerin yaşanması durumunda döviz kurlarına döviz alım satım yoluyla müdahale edebilmektedir.

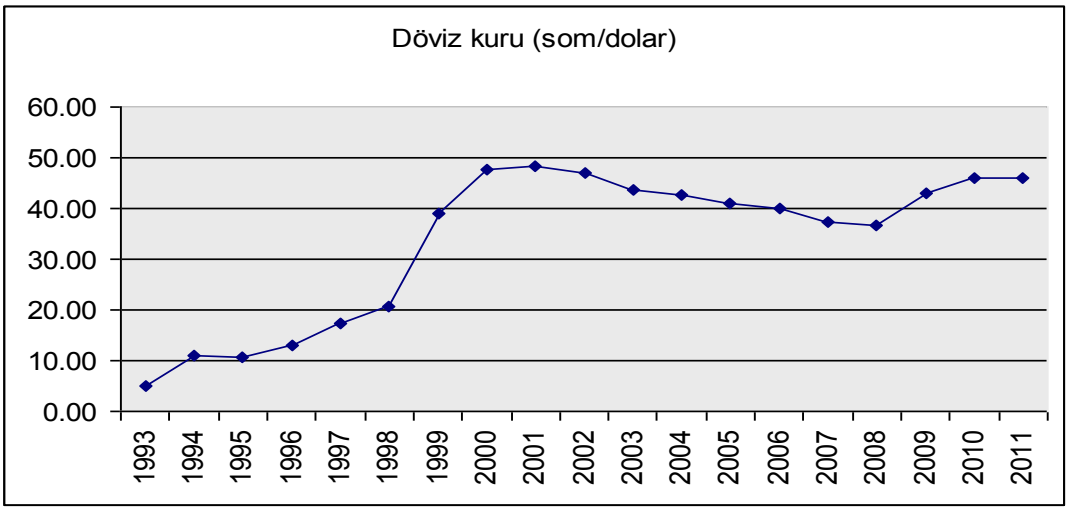
1998 yılına kadar döviz kurları merkez bankanın düzenlemiş olduğu döviz ihaleleriyle belirleniyordu. 1998 yılından itibaren döviz kuru bankalar arası piyasada arz ve talebe göre belirlenmektedir[165].

[163] KCMB, Yıllık Rapor 2010, KCMB, Bişkek, 2011, s. 49.
[164] KCMB, Yıllık Rapor 2010, s. 50.
[165] Makembeyeva, s. 35.

Diğer ülkelerde olduğu gibi Kırgızistan'da da daha çok Amerikan Doları kullanılmaktadır. Döviz kurunun (som/dolar) gelişimine bakarsak somun ilk yürürlüğe girdiği dönemlerde değeri yüksek olmuştur. 1993 yılında 1 dolar 4 som olarak belirlenirken izleyen yıllarda hızla değer kaybetmiştir. 1997 yılında 17.27 som iken 1998 yılındaki Rusya krizinin etkisinden ulusal para yüzde 70 değer kaybetmiştir. 1999 yılında kur ortalama olarak 45.43 som'a kadar yükselmiştir. Ayrıca serbest piyasada kriz nedeniyle 1998 yılının son aylarında 1 dolar 60 som'a eşit hale gelmiştir.

Kırgızistan Merkez Bankası, günlük işlemlerin akıcı bir şekilde devam etmesi ve uluslararası rezervlerin güçlendirilmesi amacıyla piyasaya müdahale etmektedir.

Şekil 4: Döviz Kuru Gelişmeleri (Som/ABD Doları)



Kaynak: KCMB veri tabanı

KCMB para politikasına uygun olacak şekilde döviz piyasasına çeşitli düzeylerde müdahale etmektedir. Döviz arzının arttığı dönemlerde döviz alımı, döviz talebinin arttığı zamanlarda döviz satımı ile müdahale etmektedir.

Dış ve iç etkilere karşı korunmada, yani döviz kurunun aşırı yükseldiği dönemlerde piyasaya döviz sunulması için döviz rezervlerine ihtiyaç duyulmaktadır. Bunun için merkez bankasının altın ve döviz rezervlerini belirli bir düzeyde tutması gerekmektedir. Merkez bankası rezervleri istatistiklerde ithalat ayları ile hesaplanmaktadır. Bu, ülkenin ihracat yapmadan mevcut rezervler ile ne kadar süre ithalatı karşılayabileceğini göstermektedir.

Bununla birlikte, döviz kurlarına ulusal ekonominin rekabetini arttırmak için paranın değer kazanmasını ya da değer kaybetmesini engellemek için de müdahale edilmektedir.

Ülke ithalatının büyük kısmının tüketim mallarından oluşması; ihraç mallarının da tarım ürünleri ve madenler gibi ham mallardan ibaret olması, ülkenin sürekli dış açık vermesine yol açmaktadır. Dış açık ise, döviz talebinin döviz arzından fazla olması demektir. Ülkenin ithalata aşırı bağımlı olmasından dolayı döviz kurları artarsa ithal edilen malların fiyatları artmaktadır, bu da enflasyonun artmasına neden olmaktadır[166]. Bu durumda da, Kırgızistan Merkez Bankası güdümlü döviz kuru politikası uygulamasından dolayı, döviz kurunda aşırı yükselişler olmaması için, döviz piyasasına müdahale etmek zorunda kalmaktadır. Bu da dış borçlardaki artışı derinleştirmektedir. Diğer yandan ulusal paranın değerinin yüksek tutulması borç ödemeyi kolaylaştırmaya ve fiyatların artışını önlemeye yönelmektedir. Bütçe gelirlerin yetersiz olması borç ödemede sıkıntı yaratmakta, döviz kuru değerinin daha düşük olması daha az gelirle borç ödemeni sağlamaktadır.

2.2.3. Kırgızistan'da Para Politikası ve Enflasyon Dinamikleri

KCMB'nın faaliyet amacı uygun para politikasını yürüterek fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir[167]. Temel amacı yanında ulusal paranın satın alma gücünü korumak, ülkenin bankacılık ve ödeme sisteminin etkinliğini, güvenliğini ve güvenilirliğini sağlamak diğer temel görevleridir[168].

Fiyat istikrarı makroekonomik istikrarın ve sürdürülebilir ekonomik büyümenin temel şartı olarak kabul edilmektedir. Ülke ekonomisinin temel amacı olan uzun dönemli büyümeyi ve kalkınmayı sağlayacak enflasyon oranını sağlamak merkez bankasının görevidir ve bu amaca uygun para politikasını yürütmekle yükümlüdür.

---

[166] İmanaliyev A. M., "Maliye ve Para Politikası İlişkisi", **Vestnik KRSÜ**, Cilt: 9. No: 9, 2009, s. 32.
[167] "**Kırgız Cumhuriyeti Merkez Bankası Hakkında Kanun**", Merkez Bankasının Fonksiyonları, Madde 4, http://www.nbkr.kg/index1.jsp?item=40&lang=RUS, (12.12.2011).
[168] "**Kırgız Cumhuriyeti Merkez Bankası Hakkında Kanun**", Merkez Bankasının Temel Görevleri, Madde 3, http://www.nbkr.kg/index1.jsp?item=40&lang=RUS.

Fiyat istikrarını sağlamak ve para arzının artış hızını ekonominin ihtiyacı kadar ayarlamak para politikasının etkin çalışmasının temel kriterleri olarak belirlenmektedir.

Tablo 6: Kırgızistan'da Enflasyon Gelişmeleri (TÜFE %)

Yıllar	Yıllık Ortalama	Bir Önceki Yılın Aralık Ayına Göre
1992	854.0	854.0
1993	1086.2	929.9
1994	180.7	62.1
1995	43.5	32.1
1996	31.9	34.8
1997	23.4	13.0
1998	10.5	16.8
1999	37.0	39.9
2000	18.7	9.6
2001	6.9	3.7
2002	2.1	2.3
2003	3.0	5.6
2004	4.1	2.8
2005	4.4	4.9
2006	5.6	5.1
2007	10.2	20.1
2008	24.5	20.0
2009	6.9	0.0
2010	8.0	19.2
2011	16.5	5.7

Kaynak: KCMB, KC Ulusal İstatistik Kurumu ve Dünya Bankası veri tabanının ilgili bölümlerinden toplanmıştır.

KC Merkez Bankası (KCMB) enflasyon hedefi için gösterge niteliğinde Tüketici Fiyatları Endeksini (TÜFE) esas almaktadır. Bununla birlikte fiyatlar genel seviyesini göstermek açısından tarım ürünleri fiyat endeksini ve üretici fiyat endeksini açıklamaktadır. Bununla birlikte gıda ve enerji fiyatlarının çok fazla mevsimsel etki göstermesi ve özellikle son yıllarda bu malların fiyatlarında yaşanan istikrarsızlık, bu malların hesaba katılmadan çekirdek enflasyon hesaplanmaya başlamasına yol açmıştır.

Enflasyon dinamiklerini incelediğimizde 1991 yılında başlayan hiperenflasyon 1994 yılına kadar sürmüştür. 1995 yılında iki haneye düşen enflasyon 2000 yılına kadar devam etmiş. 2001 yılından 2006 yılına kadar istikrarlı ve düşük oranda gerçekleşen enflasyon 2007 yılında yükselmiş ve ilerleyen yıllarda istikrarsız bir seyir izlemiştir. Buna göre enflasyonu 1992-1994, 1995-2000, 2001-2006 ve 2007-2011 olarak dört dönemde inceleyebiliriz.

Yetmiş yıldan fazla Sovyetler Birliği'nin bir parçası olarak yaşayan ülkeler merkezi planlama sisteminden piyasa ekonomisine geçişin ilk yıllarında yüksek enflasyon sorunuyla karşı karşıya kalmışlardır. Yüksek enflasyon, ülkelerin ekonomik durumunu zayıflatmıştır. Sovyetler döneminde enflasyon olsa bile fiyatlar kontrol altında olduğu ve merkezden belirlendiği için gösterilmiyordu. 1992 yılında hemen hemen fiyatların hepsi piyasada belirlenmesi için serbest bırakılmıştır.

1990 yılında tüketici fiyat endeksi yardımıyla hesaplanan enflasyon oranı yüzde 3 iken, bu oran, bağımsızlığın ilk yıllarında, para (ruble) arzındaki hızlı artışlar, aşırı talep baskıları, üretimde hızlı düşüşler ve fiyatların serbestleştirilmesi sonucu dramatik bir şekilde yükselmiştir. BDT ülkelerinde bağımsızlığın ilk yıllarında ortalama enflasyon yüzde 3000'e kadar çıkmıştır. Kırgızistan'da ise 1991'de yüzde 85, 1992'de yüzde 854,6 ve 1993'te bağımsızlık yıllarındaki en yüksek seviye olan yüzde 1208,8'e ulaşmıştır. Böyle bir durum finansal sistemin yıkılmasına, gelirin borç verenlerde borçlulara kaymasına, faiz oranların yüzde 400, yüzde 500'lere kadar yükselmesine, dolayısıyla yatırım yapma olanaklarının kaybolmasına hatta firmaların maliyetlerini karşılayamamasına yol açmıştır. Yüksek enflasyon halkın elindeki tüm tasarrufların erimesine yol açmıştır[169]. Ulusal paranın fonksiyonlarını yerine getirememesi değiş-tokuşun daha çok tercih edilmesi durumlarına yol açmıştır. Ekonomide hala rublenin kullanılmakta olması ve para politikasının Rusya Merkez Bankasına bağlı kalması enflasyonla mücadelede zorlukların yaşanmasına neden olmuştur. KCMB enflasyonla mücadele edebilmesi ve bağımsız para politikasını uygulayabilmesi için ulusal paraya ihtiyaç duymuştur ve 1993 yılında Kırgız para birimi "Som" dolaşıma çıkarılmıştır. Ulusal para biriminin kabul edilmesi sonucu enflasyonla mücadele daha kolay hale gelmiştir.

[169] Vladimir Kumskov, "Kırgızistan'da Enflasyonun Kaynakları", **Vestnik KRSU,** 2010, Cilt: 10, Sayı: 5, s. 4.

Üretimin ilk beş yıl içerisinde yaklaşık iki kat daralması ve enflasyonun bu yıllarda hiperenflasyon denecek kadar yüksek seviyelere ulaşması Kırgızistan'ın stagflasyon dönemi diyebileceğimiz, yani iktisat yazınında geçiş resesyonu olarak da adlandırılan olgunun yaşanmasına yol açmıştır[170]. Diğer taraftan iç üretimle karşılanamayan, ithal mallara dayanan tüketim, Kırgızistan'ın döviz ihtiyacını artırarak, dış borçlarının artmasına da yol açmıştır. Böyle bir durumda hem enflasyonu düşürmek hem de dış açığı azaltmak için toplam talebi daraltan politikaların uygulanması kaçınılmaz hale gelmiştir.

Kırgızistan Cumhuriyeti bağımsızlığının ilk yıllarında merkezi yönetim sisteminden piyasa ekonomisine geçişte reformları daha etkin gerçekleştirebilmek amacıyla uluslar arası kuruluşlardan destek almıştı. Bu bağlamda para politikasını oluşturmak ve hiperenflasyon ile mücadele etmede IMF programlarından yararlanılmıştır.

IMF destekli politikalar ile piyasa ekonomisine geçiş için çeşitli programlar kabul edilmiş ve enflasyonla mücadelede sıkı para ve maliye politikaları uygulanmaya başlamıştır. 1992 yılında başlatılan reformlar hızlı şekilde yürürlüğe girmiş, yeni vergi sistemi çalışmaya başlatılmış, özelleştirme süreci hızlı bir şekilde yürütülmüş, uluslar arası ticaret ve sermaye giriş çıkışlarına serbestlik verilmiş ve vergi tarifeleri indirilmiştir. Uygulanan sıkı para politikaları neticesinde 1992 yılında dört haneli, 1993 yılında üç haneli olan enflasyon 1994 yılında iki haneye indirilerek enflasyon oranı hızlı bir şekilde azaltılmıştır.

Yapılan reformların uygulanmaya girmesi ve ekonominin yavaş yavaş toparlanmaya başlaması ile ve Kumtör altın madeninin çalışmaya başlaması ekonominin 1995-1997 yılında toparlanmasına ve enflasyon oranının da iki haneli rakamlara düşmesini sağlamıştır. Ancak, 1998 yılı Ağustos ayında yaşanan Rusya krizi ile birlikte 1998 yılı sonbaharında ülkede fiyatlar tekrar artış göstermiş ve 1999 yılında enflasyon yüzde 39,9'a ulaşmıştır. Üretimin düşmesi, petrol ve tarım ürün fiyatlarının artması ve Rusya, Kazakistan, Özbekistan ile olan ticaretin bozulması, bütçenin açık vermesi, bankaların krizden zarar görmesi fiyatların artmasına yol açmıştır. Ulusal paraya güvenin sarsılması ve döviz talebinin artmasından dolayı

[170] Cunus Ganiyev, "Kırgızistan'da Enflasyon Dinamikleri", **Kırgızistan Türkiye Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 20, Bişkek, 2008, s. 34, http://yordam.manas.kg/ekitap/pdf/Manasdergi/sbd/sbd20/sbd-20-03.pdf.

ulusal para da hızlı değer kaybetmiştir. 1997 yılında ortalama 17 som olan dolar 1998 yılı sonunda 30 soma, merkez bankasının müdahalelerine rağmen 1999 yılı sonunda ise 45 soma kadar yükselmiştir. KCBM som'un değerini korumak için sıkı önlemleri almaya devam etmiştir. Para arzı M2 1995, 1996 yıllarında sırasıyla yüzde 16 ve 20 artmış, 1998 yılında yüzde 5'e kadar azaltılmıştır[171]. 1999 yılında bütçe ödemelerindeki artış neticesinde 1999 yılında para arzı yüzde 25 arttırılmıştır. 1999 yılında enflasyon hedefi yüzde 20 belirlenirken yılsonunda yüzde 39 olarak gerçekleşmiştir. MB 1998 yılına kadar devletin bütçe açıklarını kapatmak için hükümeti finanse etmiştir. Karşılıksız emisyon niteliğini taşıyan bu faaliyetin enflasyon eğilimlerine sebep olduğu gözlemlenmiştir. 1998 yılında meclisin aldığı kararla merkez bankasının hükümete açmış olduğu krediler durdurulmuş ve böylece merkez bankasının para politikasını daha bağımsız yönetmesi sağlanmıştır.

MB hesaplamasına göre 1999 yılında özel tüketim vergisindeki artış, elektrik ve su tarifelerindeki artışlar TÜFE'deki artışın yüzde 14'ini açıklamıştır. Bununla birlikte ithal edilen petrol, buğday ve un fiyatlarındaki artış TÜFE içindeki ağırlıkları nedeniyle fiyat artışına yüzde 40 oranında etki etmiştir[172].

1999 yılı ve 2000 yılının başına kadar ekonomide Rusya krizinin etkileri devam etmiştir. Bu dönemde merkez bankasının amaçlarından biri likiditeyi azaltarak enflasyona etki etmekti. 1999 yılındaki bütçe harcamaları ile artmış olan likiditeyi MB 2000 yılında da çekmeye devam etmiştir. 1999 yılında yüzde 30 artmış olan M2Y 2000 yılın ilk yarıyılında ancak yüzde 5, yıllık toplam da yüzde 12 olarak artış göstermiştir. 2000 yılının ilk yarısında yüzde 7 olarak gerçekleşen enflasyon bağımsızlık sonrasında sağlanan ilk düşük enflasyon oranı olmuştur.

Genel olarak 2000 yılına kadar oluşan enflasyon merkez bankası kontrolü dışında gerçekleşmiştir. Üretim yetersizliği, ithalat mal fiyatlarındaki artışlar, Rusya krizinin etkisi, kamu harcamalarındaki artışlar, rezerv para yetersizliği, parasal finansal ilişkilerin daha gelişmemişliği, para politikası araçlarının yetersizliği ve etkin kullanılmaması enflasyonu etkilemiştir.

Para politikası araçlarından APİ ve özellikle de MB bono ihaleleri 2005 yılına kadar çok etkin kullanılamamıştır. Piyasadaki likiditeyi çekmek amacıyla arttırılan bono ihaleleri talep yetersizliğinden ve katılımcıların yokluğundan dolayı çoğu kez

[171] Ayrıntılı bilgi için tablo 8'e bakınız.
[172] KCMB, **Yıllık Rapor 2000**, KCMB, Bişkek, 2001, s. 135.

gerçekleşmemiştir. 2003 yılı boyunca bono faiz oranı yüzde 4 oranında sabit kalmıştır. Ekonomide istikrarın oluşması ve enflasyonun düşmesi sonucunda faiz oranları da azalmıştır.

Makroekonomik değişkenlerin daha istikrarlı seyir izlemesi 2000 yılından itibaren MB'nın enflasyonu etkileyen faktörleri belirlemesine imkân sağlanmıştır. KCMB enflasyonu etkileyen faktörleri aşağıdaki gibi üç gruba ayırmaktadır[173]: parasal faktörler, parasal olmayan faktörler ve enflasyonist beklentiler. Parasal faktörler, döviz kuru ve banka dışı paralardan (M0); parasal olmayan faktörler, üretici fiyatlarındaki değişmeler, gıda ürünleri, enerji fiyatları, konut ödemeleri, iletişim ve ulaşım hizmetlerinin fiyatlarındaki değişmelerden oluşmaktadır. Enflasyonist beklentilerin etkisi de önceki dönem enflasyon oranının etkisi olarak ele alınmaktadır.

MB enflasyonla mücadelede bu üç faktörü etkilemeye çalışmakta, ancak temel görevi enflasyonun parasal faktörlerden kaynaklanan kısmı olmaktadır. Bu bağlamda hedeflenen enflasyonu sağlamak için piyasadaki likiditeyi ayarlamaya çalışmaktadır.

Tablo 7: Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (TÜFE) ve Enflasyonu Etkileyen Faktörler

Yıllar	Hedef Enflasyon (%)	Gerçekleşen Enflasyon (%)	Parasal Faktörlerin Etkisi (%)	Parasal Olmayan Faktörlerin Etkisi (%)	Enflasyon Beklentisinin Etkisi (%)
2000	20	9.6		65	
2001	10.0-12.0	3.7	14.1	49.2	36.7
2002	6.0-8.0	2.3	62	21.7	16.3
2003	4.0-5.0	5.6		daha yüksek	
2004	<4,5	2.8		daha yüksek	
2005	4-4.7	4.9		daha yüksek	
2006	5.7	5.1	20.7	79.3	
2007	5.0-6.0	20.1	3.3	86	10.7
2008	15	20.0	28.7	60.5	10.8
2009	15	0.0			
2010	7.5-9.5	19.2	24	51	25

Kaynak: KCMB raporlarından yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

[173] Ganiyev, s. 36

Tablo 7'den 2000 yılından sonra hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranlarına baktığımızda, 2006 yılına kadar genel olarak enflasyon oranının hedefin altında gerçekleştiğini görmekteyiz.

2000 yılından itibaren ekonomide istikrar yönünde atılan adımlar ve KCMB'nın uyguladığı sıkı para politikası neticesinde 2001-2006 yıllar arasında enflasyon oranları tek haneli rakamlara indirilmiştir. Bu dönemde merkez bankası para politikası amacına ulaşmada başarılı olmuştur. Bu dönemde ekonomide yaşanan istikrar, finansal sistemdeki gelişmeler ve yeni para politikası uygulamaları ve en önemlisi ülkenin ithalatı içerisinde önemli bir yere sahip olan enerji ürünlerinin, tarım ve gıda ürünlerinin uluslar arası piyasalarda fiyatlarının düşük seyretmesi önemli bir rol oynamıştır.

MB ve hükümetin ortak çalışmaları sonucu 2001 yılı Aralık ayına göre gerçekleşen enflasyon oranı 3.7 iken bunun yüzde 14.1 parasal faktörlerden, yüzde 49.2'si parasal olmayan faktörlerden ve 36.7'si enflasyon beklentilerinden oluşmuştur.

2000 yılından sonra göreceli olarak gelişen ekonomideki olumlu gelişmeler 2005 yılında gerçekleşen siyasi olaylardan sonra değişmeye başlamıştır. Yeni gelen hükümet sosyal harcamaları ve en çok kamu çalışanlarına ödenen maaşlar ve emekli maaşlarını arttırmıştır. Bu artışlar çok fazla olmasa da ek harcamaları gerektirmiştir. Büyüme ile ilişkili olmayan bu artışlar piyasadaki likiditenin artmasına da yol açmıştır.

2005 yılında yüzde 4.9, 2006 yılında yüzde 5.1, olarak gerçekleşen enflasyon oranı 2007 yılında yüzde 5-6 olarak hedeflenirken aniden yükselerek yüzde 20,1'e çıkmıştır. Bu yükselme 2008 yılında da devam etmiş ve yarıyılına kadar yüzde 15,1 artarak, 2008 yılı genelinde yüzde 20,5 olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler para politikasının 2007 ve 2008 yıllarında hedefin tutturulamadığını göstermektedir.

MB 2007 yılında enflasyona neden olan faktörlerin yüzde 86'sının parasal olmayan faktörlerden, yüzde 3,3'ünün parasal faktörlerden, yüzde 10,7'sinin ise enflasyon beklentisinden kaynaklandığını hesaplamıştır[174].

[174] KCMB, Yıllık Raporu 2007, s. 37.

Tablo 8: Ana Harcama Gruplarına Göre TÜFE

	2007	2008	2009	2010	2011
TÜFE (bir önceki döneme % artış oranı)	**20.1**	**20.0**	**0.0**	**19.2**	**5.7**
Mal Ürünleri Fiyat Artışı	21.3	18.5	-0.5	20.4	4.7
Gıda Ürünleri ve Alkolsüz İçecekler	31.5	20.9	-7.4	27.0	3.5
Alkollü İçecekler ve Tütün Ürünleri	9.1	13.0	5.2	12.9	9.8
Gıda Hariç Diğer Tüm Ürünler	9.8	16.0	10.4	14.2	9.2
Hizmet Ürünleri Fiyat Artışı	10.6	34.4	4.4	11.9	11.1

Kaynak: KCMB

TÜFE hesaplanırken hesaba katılan malların yüzde olarak dağılımına baktığımızda gıda fiyatları yüzde 58, gıda hariç diğer ürün fiyatları yüzde 27 ve hizmet ürünleri yüzde 15'ni oluşturmaktadır. TÜFE kapsamında gıda ürünlerinin bu denli yüksek olması enflasyonun gıda ürünlerindeki oynaklıktan etkilenmesine neden olmaktadır.

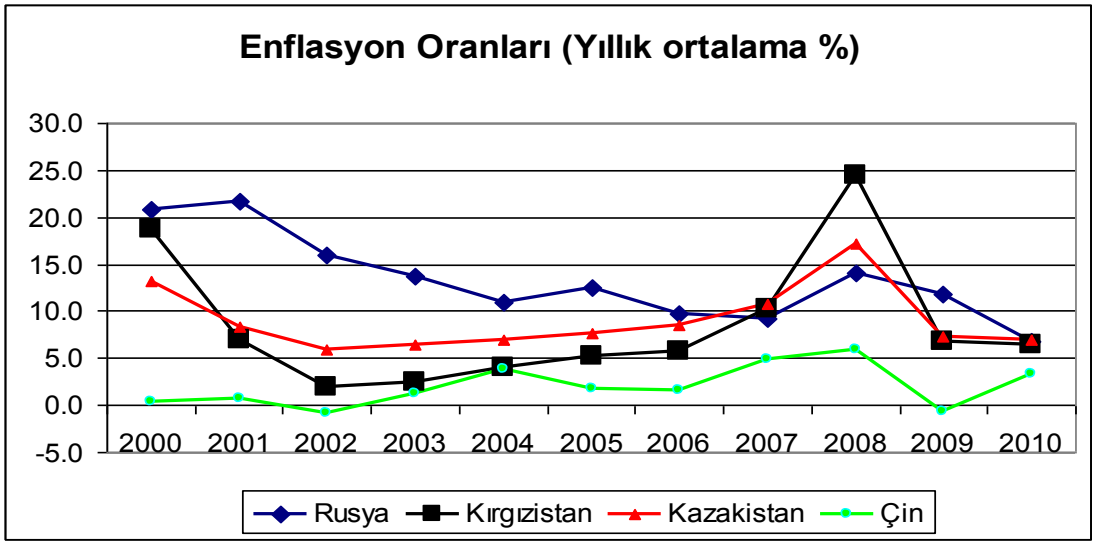
Tablo 8'de TÜFE içindeki mal fiyatların artışı gösterilmektedir. Buna göre 2007 ve 2008 yılında gıda ürünleri fiyatlarının artışı enflasyonu arttırmaktadır. Gıda ürünlerindeki artış hizmet ürünlerinin artmasına da yol açmaktadır. 2009 ve 2011 yılında gıda ürünlerindeki düşüş enflasyon oranlarını da düşük göstermektedir.

Dünya genelinde ve komşu ülkelerde yaşanan gıda ürünlerindeki, petrol ve gaz fiyatlarında yükselişler, ülke içindeki tarım üretimdeki azalış ve verimlilikteki düşüş enflasyonun temel kaynakları olarak açıklanmaktadır.

Kırgızistan ekonomisinin dışa açık bir ülke olduğu ve birçok malda dışa bağımlı olması ülke ekonomisi için risk unsuru oluşturmaktadır. Dünya genelinde yaşanan ekonomik olaylar, özellikle önemli ticaret ortakları olan komşu ülkeler Kazakistan, Rusya ve Çin'deki ekonomik durum, Kırgızistan ekonomisini çok yakından etkilemektedir. 2000 yılına kadar Rusya krizinin ekonomiye dolayısıyla enflasyona etkisi devam etmiştir. Şekil 5'de gösterildiği gibi 2000 yılından sonra Rusya'da yaşanan enflasyon ile Kırgızistan'daki enflasyon arasında ilişki azalmış görünse de genel olarak aynı yönde hareket etmektedirler. 2001 yıl sonrası ülkede yaşanan enflasyon Kazakistan ve Çin'de yaşanan enflasyon oranı ile aynı yönde

hareket ettikleri görünmektedir. Dış ticarette Kazakistan ile Çin'in ağırlığını dikkate aldığımızda bu normal olarak karşılanmaktadır.

Şekil 5. Önemli Dış Ticaret Ortakları Olan Ülkelerdeki Enflasyon Oranları



Kaynak: Dünya Bankası, EBRD veri tabanından yararlanılarak hazırlanmıştır.

Genel olarak düşük oranlarda gerçekleşen enflasyon 2007 yılında ve en çok 2008 yılında yükselmiştir. Ancak en çok artış Kırgızistan'da meydana gelmiştir. 2008 yılındaki yüksek enflasyon sonrasında izleyen 2009 yılında Çin'de eksi olarak gerçekleşen enflasyon komşu ülkeleri de etkilemiştir.

Tablo 9'da para arzı gelişmeleri gösterilmektedir. Friedman'a göre para arzı nominal gelirdeki artış ile aynı oranda arttırılmalı, fazla para enflasyona yol açar. Ancak finansal piyasadaki gelişmeler para arzının daha hızlı artmasına yol açmaktadır.

1998 yılında parasal tabanının gelişim hızında bir düşüş gerçekleşmiştir. 1999 ve 2000 yıllarında da parasal taban nominal gelir artışından düşük oranda arttırılmıştır. Rusya krizi sonucu oluşan durum karşısında merkez bankası enflasyona karşı ve döviz kurunu düşük tutmak amacıyla parasal tabanı sınırlı tutmuştur. 2001 yılından sonra 2007 yılına kadar hızlı artış gösteren parasal tabandaki ve diğer parasal büyüklüklerdeki artış ekonomide yaşanan istikrarlı makroekonomik durum ve para talebindeki artışlar sonucu gerçekleşmiştir[175]. Örneğin M2 ile gösterilen

[175] KCMB, **Yıllık Rapor 2006**, KCMB, Bişkek, 2007, s. 32.

geniş tanımdaki para arzı 2002-2005 yılı nominal GSYİH'dan ortalama olarak yüzde 2-3 katına daha fazla artmıştır. Ancak 2006 yılında nominal GSYİH yüzde 11.3 artarken para arzı (M2) yüzde 51'e artmıştır. Para arzındaki bu denli yüksek artış toplam talebin artmasına yol açmıştır.

Tablo 9: Parasal Büyüklüklerdeki[176] ve Nominal GSYİH'deki Değişim (%)

Yıllar	Parasal Taban	M0	M1	M2	M2Y	Nominal GSYİH
1996	23.9	23.8	21.2	15.9	21.3	31.0
1997	21.1	11.7	12.6	20.4	25.4	23.7
1998	6.8	5.7	2.5	5.7	17.2	10.2
1999	23.4	26.5	31.7	26.7	33.9	29.9
2000	12.3	15.0	12.0	11.3	12.1	25.4
2001	18.0	22.0	20.5	17.1	11.3	11.5
2002	42.9	36.9	40.0	34.2	34.1	2.0
2003	31.6	35.5	35.1	33.5	33.5	10.1
2004	22.9	19.4	22.6	22.4	32.0	11.1
2005	24.9	17.5	16.5	17.6	9.9	6.5
2006	47.4	48.6	51.1	51.1	51.6	11.3
2007	38.5	37.4	39.1	44.2	33.3	19.8
2008	11.3	10.2	8.6	9.9	12.6	24.5
2009	18.3	15.3	17.5	15.2	20.4	4.3
2010	16.9	22.4	24.4	22.1	18.6	7.5
2011	12.8	13.9	13.7	15.6	14.9	22.3

Kaynak: KCMB

Ulusal paraya olan talebin artması iç piyasada dolar arzının dolar talebine göre fazla olmasından ve bu büyük ölçüde dış sektörden, yabancı kaynaklı bankaların piyasaya girmesinden, dış ülkelerde çalışanların ülkeye gönderdikleri paralardan, kredi ve hibelerden kaynaklanmıştır. (Cari transferler 2000 yılında 87 milyon dolardan 2008 yılında 1476,7 milyon dolara, cari transferlerin GSYİH' oranına baktığımızda yüzde 6,4'ten yüzde 28,8'e kadar yükselmiştir) [177].

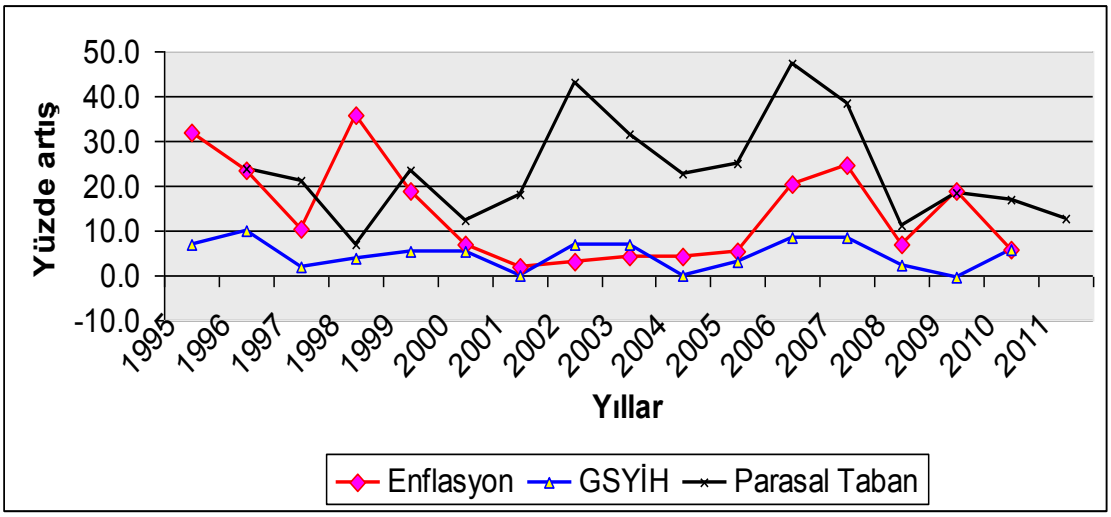
[176] Parasal büyüklükler: M0 = dolaşımdaki para (banka dışı para), M1 = M0+ vadesiz mevduatlar, M2= M1 + vadeli mevduatlar, M2Y=M2+döviz mevduatları.

[177] KCMB, **2008-2010 Yılları İçin Para Politikası Temel Stratejileri**, KCMB, 2007, s. 12, http://www.nbkr.kg/DOC/15032012/000000000014779.pdf , (07.09.2010).

Döviz girişinin artması sonucu net dış aktiflerdeki artış para bazının artışının önemli kaynağı olmuştur. 2007 yılında net dış aktiflerdeki artış KCMB'nın bankalar arası döviz piyasasından net satın alımlarından, program doğrultusunda yurtdışından gelen kredi ve yardımlardan, rezervlerin kullanımı sonucu elde edilen gelirden v.s. oluşmuştur[178].

Para arzındaki artış enflasyonist süreç yaratmadıkça zararlı değildir. Ancak 2007 yılında MB enflasyonun yükselmesinde parasal faktörlerin etkisini yüzde 3 olarak gösterse de bu etkinin daha fazla olduğu düşünülmektedir.

Şekil 6: Para Arzı Enflasyon İlişkisi



Kaynak: KCMB verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

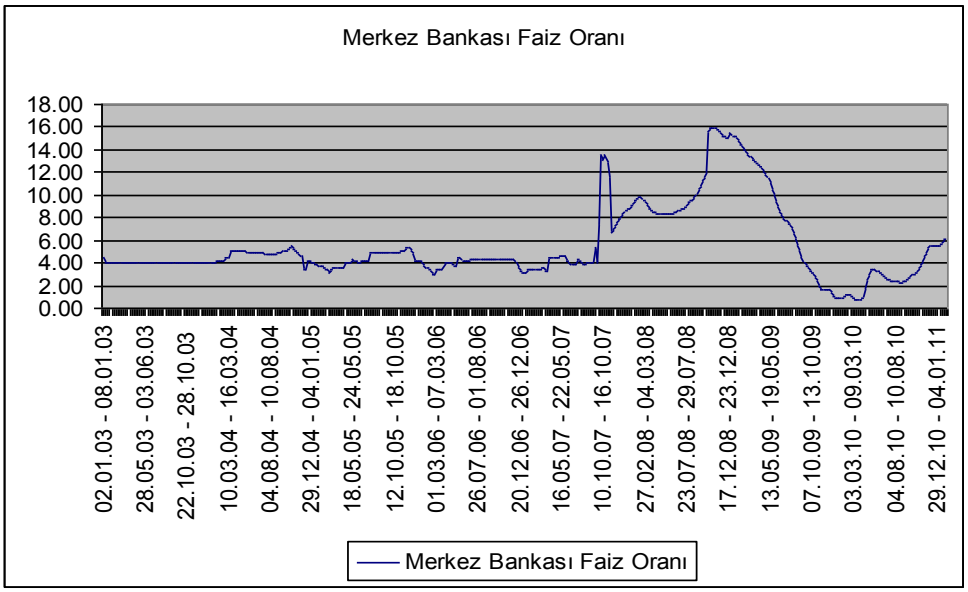
2000-2005 yıllarında ortalama yüzde 24 oranında artan M2 para arzı 2006 ve 2007 yılında hedeflenen oranı (14.9 ve 25.9) aşarak yüzde 51 ve yüzde 44 artış göstermiştir. Para miktarındaki bu artış büyüme ile ilişkili olmadığından doğal olarak talebin artmasına dolayısıyla 2007, 2008 yılında enflasyon artışına yukarıda belirtilen orandan daha fazla etki etmiştir. Ekonomide para arzının artması talep enflasyonuna neden olabilir.

KCMB 2007 yılında enflasyonun hemen yükselmesi sonucu para arzını azaltmıştır. 2008 yılında parasal taban yüzde 11,3, dolaşımdaki para yüzde 10,2 ve geniş para (M2) yüzde 9.9 artış göstermiştir.

[178] KCMB, Yıllık Rapor 2007, KCMB, 2008, s. 32.

2007 yılı boyunca bankacılık sisteminde likiditenin yüksek olması kısa vadeli aktiflere olan talebi arttırmıştır. KCMB bu aşırı likiditeyi çekmek için sıkı para politikasını uygulamak amacıyla yılın ikinci yarısında MB bonolarının arzını arttırmıştır. MB aylık bono arzını 2007 Temmuz ayında 32 milyon somdan Eylül ayında 400 milyona, Ekim, Aralık aylarında aylık 1.0-1.2 milyar som'a kadar yükseltilmiştir. Bununla birlikte 7, 14 ve 28 günlük bonolar ile birlikte daha uzun süreli 91 ve 182 günlük bonolar ihraç edilmiştir. 2007 yılında MB bono satışı toplam 4229 milyon som olarak 2006 yılındakinden (172 milyon som) 20 katına artmıştır. Politika faiz oranı 2007 yılın yarısına kadar yüzde 3-5 arasında bir seyir izlemiştir. 2007 yılının son çeyreğinde ise aniden artarak yüzde 12'ye kadar yükselmiştir. 2007 Aralık ayının sonunda yüzde 8,8 olmuştur.

Şekil 7: KCMB Bono Faiz Oranı



Kaynak: KCMB

2007 yılının son çeyreğinde başlayan fiyat artışları 2008 yılında da devam etmiştir. MB piyasada görülen fazla likiditeyi çekmeye devam etmiştir. Yılın ortasından itibaren MB bono ihracını arttırmış, bono faiz oranları da yükselmiştir. MB araçlarından en çok kullanılan MB bono ihracı yüzde 48 arttırılmıştır. MB bono dışında, repo ve swap işlemlerini de gerçekleştirmiştir.

Her ne kadar ülkedeki enflasyon dış ülkelerdeki fiyat artışından kaynaklansa da asıl neden ülke ekonomisinin yapısından kaynaklanmaktadır. Ülkedeki enflasyonun nedeni ekonomide ihtiyaçları karşılamaya yetecek mal miktarının üretilememesidir[179]. 2004 yılında GSYİH yüzde 7 artsa da 2005 yılında ekonomi yüzde 0,2 küçülmüştür. 2006 ve 2007 yıllarında gerçekleşen büyüme hizmet sektöründen kaynaklanmıştır. Sanayi üretimi 2005 yılında yüzde 12,1, 2006 yılında yüzde 10,2 küçülmüştür. Tarım sektöründe ise artış sırasıyla yüzde 1,7 ve 1,5 olarak gerçekleşmiştir. İthalat her geçen yıl ihracattan daha hızlı artmaktadır. Bütçe dengesi sürekli açık vermektedir. Ülkede yetersiz üretilen mal miktarı ve verimliliğin az olmasından dolayı ulusal ekonomi dünya ekonomi konjonktüründen güçlü bir şekilde etkilenmektedir. Buna bağlı olarak da dış faktörler enflasyon üzerine ciddi etkide bulunmaktadır.

Ülkede fiyatların artmasına neden olan diğer bir faktör gelir artış hızının emeğin verimliliğinden daha hızlı bir şekilde artmasıdır. Bu durum ise hızlı bir şekilde artan cari transferlerden kaynaklanmaktadır. Reel ücretler ile emek verimliliği arasındaki fark 2000 yılından itibaren artmaya başlamış ve ortalama yüzde 9 oranındadır. Bu eğilim verimliliğin daha düşük olduğu tarım sektöründe daha çok gözlemlenmektedir[180].

Ekonomide yaşanan bu gibi istikrarsızlıklar ekonomik beklentilere, dolayısıyla ekonomik gelişmeye de ters etkide bulunmaktadır.

Enflasyonu önlemek için ülkede hem üretimin hem de üretilen mal ve hizmet çeşitliliğinin arttırılması gerekir.

2008 yılında yaşanan ekonomik krizin etkisinden ve enerji sektöründe ortaya çıkan problemlerden dolayı MB bir taraftan fiyat istikrarını sağlamaya ve bir taraftan da finansal istikrarı korumaya ve uzun vadede ekonomik büyümeyi teşvik edecek politikaları yürütmeye yönelmiştir[181]. Dünya ekonomik krizinden dolayı ülkedeki ekonomik aktivitedeki yavaşlamayı azaltmak için piyasaya likidite sağlamak ve bir taraftan fiyat istikrarını korumak amacında likiditeyi azaltmak gibi ikilemle karşı karşıya kalmıştır.

[179] Kumskov, s. 2
[180] KCMB, Yıllık Rapor 2008, KCMB, Bişkek, 2009, www.nbkr.kg, s. 32.
[181] Yıllık Rapor 2008, s. 32.

Kriz döneminde bankacılık sisteminin istikrarlılığını sağlamak ve ticari bankalara ve reel ekonomiye kaynak sağlamak amacıyla ihtisas fonu oluşturmuştur. 2009 yılında oluşturulan bu fon ile ekonomiyi canlandırmak ve piyasaya likidite sağlamak amacıyla kredi verilmiştir. Kuruluş amacına ulaştığı gerekçesiyle 2011 yılının Ağustos ayında faaliyeti durdurulmuştur.

2010 yılında yaşanan politik istikrarsızlıklardan dolayı ekonomik aktivitenin yavaşlaması, reel ekonomideki daralma ve finansal sistemdeki zorluklar MB'nın fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı ve büyümeyi teşvik edecek politikaları yürütmeye devam etmesine neden olmuştur. MB bu amaçlara piyasaya gerekli likidite sağlayarak ulaşmaya çalışmıştır. 2010 yılında yaşanan siyasi olaylardan sonra ekonominin yüzde 5 oranında daralacağı tahmin edilirken yeni kurulan hükümet ile MB sıkı çalışmaları sonucu yüzde 1,4 oranında daralmıştır. Bankacılık sektöründe de sistematik krizlerin ortaya çıkması önlenmiştir.

2010 yılında oluşan enflasyon bir taraftan ekonomik daralmayı önlemek için arttırılan likidite ve artan bütçe harcamaları sonucu talep artışı bir taraftan yılın üçüncü çeyreğinde buğday ürünlerindeki fiyat artışları ve petrol fiyatlarındaki artış gibi dış şokların etkisinden de kaynaklanmıştır. Ancak MB enflasyon nedenlerinin parasal faktörlerine etki edebilirken parasal olmayan faktörlerine etki edememektedir.

2011 yılında MB sıkı para politikasını uygulamaya devam etmiştir. Piyasadaki likidite bütçe açığının artması ve kredilerde görülen artıştan kaynaklanmıştır. MB uyguladığı sterilizasyon işlemleri ve dünya ekonomisinde fiyatların istikrarlı olması sonucunda MB enflasyonu düşük oranda tutabilmiştir.

Kırgızistan"da uygulanan para politikaları, temel amacı olan fiyat istikrarına ulaşmada herhangi bir stratejiye bağlı olmaksızın, ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda genişletici ya da sıkı para politikasını uygulanmaktadır.

MB çeşitli tanımdaki parasal büyüklükleri ayarlamaya çalışmaktadır. MB parasal büyüklüklerde kesin bir artış oranı belirlemeden ekonomik konjonktüre ve büyümeye göre ekonomideki tüm değişkenleri hesaba katarak temel amacı olan fiyat istikrarını sağlayacak ve finansal sistemin ihtiyaç duyduğu ölçüde azaltıp değiştirmeye çalışmaktadır. Ancak para talebindeki istikrarsızlıklardan dolayı para arzını kesin olarak belirlemek zor olmaktadır.

Akhtar ve diğ. (2009), Bernard (2005) çalışmalarında[182] KCMB'nın para arzını hedeflediği belirtiliyor.

"KCMB ara hedef olarak geniş paraya ve operasyonel hedef olarak ticari bankaların rezerv paralarına odaklanmaktadır" [183].

"KCMB döviz mevduatlarını da içermek üzere geniş parayı ara hedef olarak ve parasal tabanı operasyonel hedef olarak kullanmaktadır. Parasal büyüklükler üçer aylık dönemler itibariyle kontrol etmekte, haftalık operasyonel hedef ise ticari bankaların fazla rezervleri olmaktadır" [184].

Kırgızistan bağımsız olarak para politikasını uygulamaya başladığı yıllarda birçok ülkede parasal hedefleme stratejisi uygulanmaktaydı. Piyasa ekonomisi ile ilgili tecrübenin olmamasından dolayı IMF ve Dünya Bankası programlarından yararlanılmıştır. MB bu programlar doğrultusunda para arzını hedeflemekte, ancak son 5-6 yıl içerisinde tam bir hedef belirlenmemektedir.

KCMB herhangi bir stratejiyi benimsemese de para politikasının temel odak noktası ekonomideki para hacmi olmaktadır. Parasal büyüklüklere ek olarak piyasadaki sinyalleri zamanında alabilmek ve ona göre politika değişikliklerini yapabilmek için diğer parasal göstergeleri (reel ve nominal faiz oranları, döviz kurları, ihraç edilen ve ithal edilen mal fiyatları, finansal araçların getirileri) de kullanmaktadır.

KCMB piyasadaki likiditeyi ayarlamada bankaların likidite düzeyini esas almaktadır. Bankaların likiditesi değiştiğinde piyasadaki para hacmi değişmektedir. Başka bir deyişle bankaların likiditesi artarsa özel sektörün ve bireylerin de kullanabileceği para miktarı artar, bankaların likiditesi azalırsa para hacmi azalır. Bankaların likiditesinin değişmesi parasal tabanı etkilemekte, parasal tabanın değişmesi geniş paranın değişmesine de yol açabilmektedir.

Bankacılık sisteminde enflasyona yol açabilecek düzeyde fazla likidite oluştuğu durumlarda para politikası araçları ile fazla likiditeyi çekmekte, likidite sıkışıklığı olduğu durumlarda ise piyasaya likidite sürmektedir.

---

[182] Shamshad Akhtar, Henri Lorie, Arne Petersend, **Effectiveness of Central Banks and Their Role in The Global Financial Crisis: Case of Selected Economies**, Asian Development Bank, 2009, s. 121.
Staff Team Led by Laurence C. Bernard, **Monetary Policy İmplementation at Different Stages of Market Development**, İMF, Washington DC, 2005, ss. 48-52.

[183] Akhtar ve diğerleri, s. 121.

[184] C. Bernard**,** s. 49.

Son yıllarda uygulanan enflasyon hedeflenmesinin diğer para politikası rejimlerine göre daha düşük enflasyon sağladığı belirtilmektedir. KCMB de orta dönem aralığında son yıllarda birçok ülkede kullanılmakta olan enflasyon hedeflemesine geçmek amacıyla enflasyon hedeflemesinin şartlarını sağlamak için çalışmalarını sürdürüyor. KCMB'nın orta dönem aralığında enflasyon hedefi belirlemesi ve bu orana ulaşmaya çalışması bir şekilde enflasyon hedeflemesi stratejisine benzer. Bununla birlikte KCMB MB bağımsızlığı, şeffaflık ve hesap verebilirlik prensiplerini sağlamaya çalışmaktadır. Yapılan araştırmaya göre[185] MB bağımsızlığı ve şeffaflık 0-1 puan arasında (0-çok kötü, çok iyi) değerlendirildiğinde KCMB bağımsızlığı 0.89, şeffaflık ise 0.40 puan olarak değerlendirilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli şartlarından biri gelişmiş finansal piyasanın mevcut olması, aktarım mekanizmasında faiz kanalının etkin çalışmasıdır. Bu bağlamda MB politika faiz oranı ile fiyatlar arasındaki ilişki güçlü olması gereklidir. Kırgızistan'da finansal piyasanın daha gelişme aşamasında olmasından dolayı KCBM bu bağlamda çalışmaları yürütmektedir.

KCMB para politikası araçlarına baktığımızda araçların kullanımı yıllar itibariyle değişmektedir. MB para hacmini ve yapısını ayarlamak amacıyla para politikası araçlarından en çok APİ ve döviz işlemlerini kullanmaktadır.

Tablo 10: KCMB Para Politikası Araçlarının Kullanımı (%)

MB Araçları	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
MB Bonolarının Emisyonu	0.3	0.6	0.1	1.8	18.3	48.4	59	32.1	45.6
Ters Repo	9	2	3	18.5	15.4	4.4	1.6	0.3	4.5
Repo	2.2	3.8	0.2						
Döviz Müdahaleleri	31.4	13.2	56	75.7	51.6	37.5	49.8	34.6	36.8
SWAP İşlemleri	5.1	2	0.9	3.5	7.6	6.4	0	2.5	0
Reeskont Kredileri	52.8	78	37.7	0	3.3	0	1.8	9.6	8.3
Mevduatlar				0.5	7.2				
Özel Kredilendirme Fonu							3	5.8	3

Kaynak: KCMB Yıllık raporlarından toplanmıştır

[185] Ali Al-Eyd, David Amaglobeli, Bahrom Shukurov, and Mariusz Sumlinski, "Global Food Price Inflation and Policy Responses in Central Asia", **IMF Working Paper,** WP/12/86, March 2012, s. 16.

MB'nın 2000 yılından sonra kullanmaya başladığı MB bono alım satım işlemleri 2007 yılından sonra MB işlemleri içerisinde ağırlık kazanmaya başlamıştır. 2006 yılına kadar MB bonolarına olan düşük talep likidite artışına bağlı olarak artmaya başlamıştır. 2006 yılında MB'nın toplam işlemleri içerisinde 1.8 olan söz konusu para politikası aracı 2007 yılında yüzde 18'e, ilerleyen yıllarda da yüzde 60 kadar yükselmiştir. Hazine kâğıtları ile yapılan repo, ters repo işlemleri MB operasyonları içerisinde her geçen yıl daha az işlem görmektedir.

Bankaların likiditesinin değişmesine paralel olarak faiz oranları da değişmektedir. Bankaların likidite düzeyi MB repo ve bono faiz oranlarının ve bankalar arası piyasadaki faiz oranlarının belirlenmesine yol açar. Bankalar arası piyasada belirlenen faiz oranları belli ölçüde piyasadaki kredi ve mevduat faiz oranların değişmesine yol açar. Kredi ve mevduat faiz oranları ise yatırım kararlarını etkilemektedir.

Tablo 11: Faiz Oranları Gelişmeleri ve Enflasyon

Faiz Oranları	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
KCMB Bono Faiz Oranı	4.4	4.0	4.0	4.1	3.2	5.5	10.8	7.9	2.7	9.2
Hazine Bono Faizi, 3 Aylık	8.7	3.8	4.0	4.3	4.2	7.4	12.7	10.9	4.6	8.0
Hazine Bono Faizi, 6 Aylık	12.2	6.9	4.8	4.8	5.8	4.8	14.4	12.3	7.4	13.0
Hazine Bonosu, 12 Aylık	17.7	9.1	8.2	7.0	7.9	7.0	15.2	13.6	12.1	16.9
REPO Ortalama Faiz Oranı	5.9	4.2	5.0	4.0	3.3	3.9	8.9	8.3	3.7	9.4
Mevduat Ortalama Faiz Oranları	4.1	2.8	2.8	2.5	2.4	2.9	3.7	3.5	3.7	3.8
Kredi Ortalama Faiz Oranı	26.5	23.7	21.2	20.7	20.1	19.0	20.4	21.8	21.7	20.4
Enflasyon Oranı	2.1	3.1	4.1	4.3	5.6	10.2	24.5	6.8	19.2	5.7

Kaynak: KCMB

Politika faiz oranı ilk önce interbank faiz oranını, ikinciden repo ve ters repo faiz oranlarını, hazine bono getirilerini ve kredi, mevduat faiz oranlarını etkilemesi beklenir. Fakat küçük ve zayıf interbank piyasaları politika faiz oranından diğer faiz oranına giden zinciri bozmaktadır[186].

Piyasadaki likiditeyi ayarlamak için en fazla başvurulan araç MB'nın döviz işlemleridir. Piyasadaki döviz arz ve talebine ve ekonomik duruma göre MB işlem hacmi değişmektedir. MB döviz müdahalelerini döviz kuru oynaklığını azaltmak ve

[186] Akhtar, s. 121

somun istikrarlığını korumak için yapmaktadır. Döviz müdahaleleri MB'nın piyasadaki likiditeyi ayarlamada kullandığı en etkin aracıdır. MB döviz kuruna müdahale etmesi serbest dalgalanma yerine daha çok yönetilen dalgalanma rejiminin uygulamakta olduğunu göstermektedir. MB'nın döviz kurlarına müdahale etmesi ulusal üreticilere rekabet gücü sağlamaktan ziyade enflasyonu düşük tutmak içindir.

KCMB döviz işlemleri ile parasal büyüklükler ayarlaması doğru yapıldığında, ayrıca dolaşımdaki para miktarı doğru ayarlandığında enflasyon hedefi açısından oldukça iyi sonuçlar alınmaktadır[187].

[187] Ömürkulova Nuriza, **Geçiş Ekonomisinde Enflasyon Problemleri (Kırgızistan Örneğinde)**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kırgız Cumhuriyeti İlimler Akademisi, Alışbayev Ekonomi Enstitüsü, Bişkek, 2010, s. 65.

Tablo 12: Döviz Kuru Gelişmeleri

Yıllar	Döviz Kuru (som/dolar)	Değişim (%) (1)	TÜFE (%) (2)	Reel Kur Değişimi (%) (1-2)
1993	5.04		1,086.19	
1994	10.84	115.08	180.68	-65.6
1995	10.82	-0.18	43.45	-43.64
1996	12.84	18.67	31.97	-13.3
1997	17.37	35.28	23.44	11.84
1998	20.77	19.57	10.45	9.13
1999	39.02	87.87	35.91	51.96
2000	47.72	22.3	18.71	3.59
2001	48.45	1.53	6.91	-5.38
2002	46.94	-3.12	2.06	-5.17
2003	43.72	-6.86	3.08	-9.94
2004	42.67	-2.4	4.11	-6.51
2005	41.01	-3.89	4.34	-8.23
2006	40.16	-2.07	5.55	-7.62
2007	37.31	-7.1	10.2	-17.3
2008	36.57	-1.98	24.53	-26.51
2009	42.89	17.28	6.85	10.43
2010	45.96	7.16	19.2	-12.04
2011	46.14	0.4	5.7	-5.3
1994-1995	10.83	57.45	112.07	-54.62
1996-2000	27.54	36.74	24.09	12.64
2001-2008	42.1	-3.2	7.6	-10.83
2009-2011	45	8.3	10.6	-2.3
1994-2011	35.07	16.53	24.29	-7.76

Döviz kurları gelişmelerine baktığımızda 2001 yılına kadar dolar hep değer kazanmıştır. Rusya krizi bu değerlenmenin en önemli nedeni olmuştur. Enflasyonun iki haneli rakamlara indirildiği 1996 yılından 2000 yılına kadar dolar ortalama olarak yüzde 36 değer kazanmış, enflasyon ise yüzde 24 olarak gerçekleşmiştir. Ancak 2001 yılından 2009 yılına kadar döviz kurları ulusal para karşısında devamlı değer kaybetmiştir. Bu dönemde döviz kuru ortalama olarak yüzde 3.2 değer kaybetmiştir.

Ülkenin üretim ve tüketim mallarında ithalata bağlı olması döviz kurları yoluyla da enflasyonu etkiler. Dolayısıyla döviz kurlarındaki bu gelişim enflasyonu olumlu etkilemiştir. Döviz kurlarındaki gelişim ile enflasyon oranlarındaki ilişki birbirini desteklemiştir. Enflasyondaki düşüş makroekonomik istikrarın sağlanmasına yol açarken, ülkedeki makroekonomik istikrar döviz girişini de arttırmıştır. Döviz girişinin artması da ulusal paranın değerini arttırarak ithal malların ucuza satın alınabilmesini sağlamıştır.

2009 yılı finansal kriz etkisinden dolayı döviz kurundaki artış sonucu som değer kaybetmiş. Son yıllarda yaşanan enflasyondaki artışın büyük bir oranı gıda ürünlerinde meydana gelen artıştan kaynaklanmıştır, ancak döviz kurunun etkisi de artmış olabilir.

Döviz girişi dış ticaret açığını dikkate aldığımızda cari transferlerden, doğrudan ve dolaylı yatırımlardan, uluslararası kuruluşlardan ve diğer ülkelerden alınan krediler ve hibelerden sağlanmaktadır. Ülkede üretimin yetersiz olmasından dolayı ülke parasının değer kazanması iyi etki ederken, yurt dışına satılan malların fiyatlarını arttırmaktadır.

Özetlemek gerekirse, KCMB'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu amaçla çelişmeyeceği çerçevede ulusal ekonominin büyümesi için uygun para politikasını yürütür. MB enflasyon ile mücadelede elinde uygun olan tüm araçları kullanabilmektedir.

KCMB her yıl için ekonomik konjonktüre uygun enflasyon hedefini önceden belirlemekte ve bu oranı sağlamaya çalışmaktadır. Bunun için piyasadaki para arzını ayarlayarak enflasyona etki etmeye çalışır. Bununla birlikte döviz kurlarındaki oynaklığı azaltmaya yönelik döviz piyasasına müdahalede bulunur. Ayrıca enflasyona etki edebilecek tüm değişkenleri dikkate alarak uygun para politikasını yürütmektedir.

Kırgızistan'da enflasyon ise 20 yıllık süre içinde yıllara göre değişik nedenlerden etkilenmiştir. Geçiş dönemin başlangıcında yaşanan hiperenflasyon denecek kadar yüksek olan enflasyon, Rusya krizi sonrasında oluşan enflasyon, makroekonomik istikrarın sağlandığı ve MB'nın düşük enflasyonu sağlayabildiği 2001-2006 yıllar ve ulusal ekonominin dünya ekonomik konjoktüründen çok

etkilendiği son yıllarda ekonomideki fiyatların istikrarsız seyrettiği durumlar enflasyonun özelliklerini oluşturmaktadır.

Enflasyon nedenleri genel olarak yıllara göre değişmektedir. Enflasyon talep artışından, maliyet artışından kaynaklanmıştır ve ayrıca ithal enflasyon da söz konusudur. Ancak enflasyonun temel nedenini ülkedeki yapısal bozukluklar desek de yanlış olmaz. Toplam talebin toplam arzdan fazla olması, ihtiyaçların çoğunu karşılayamayan düşük üretim ve düşük verimlilik, toplam arzın esnek olmaması, dünya ekonomilerindeki dengesizlikler (dalgalanmalar, krizler), reel artıştan kaynaklanmayan gelir artışları gibi nedenler enflasyona yol açmaktadır.

Başka bir değişle enflasyona parasal ve parasal olmayan değişkenlerin her ikisi de etkilemektedir. Bütçe harcamalarındaki artışlar ve para arzındaki dalgalanmalar, petrol ürünleri ve tarım, gıda ürünlerindeki değişiklikler enflasyonu çok yakından etkilemektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KIRGIZİSTAN'DA ENFLASYONU BELİRLEYEN FAKTÖRLER: EKONOMETRİK BİR ANALİZ

3.1. PARA POLİTİKASI VE ENFLASYON İLİŞKİSİ ÜZERİNE LİTERATÜR

"Paranın Miktar Teorisi" enflasyon ile ilgili ilk sistematik teori olarak bilinmektedir. Klasik iktisatçılar tarafından öne sürülen bu teoriye göre enflasyonun tek nedeni para arzındaki artışlardır. Teoriye göre, ekonomide reel üretim tam istihdamda ve paranın dolanım hızı sabittir. Talep ya da arz fazlalığı/yetersizliği mevcut değildir. Böyle bir dengesizlik olsa bile, tüm fiyatların aşağı ve yukarı doğru esnek olmaları nedeniyle, bunun kısa sürede otomatik olarak düzeleceği ileri sürülmüştür. Dolayısıyla para arzındaki artışlar ekonominin reel kesimini etkilememekte, sadece aynı oranda fiyatlar genel düzeyini etkileyecektir. Dolayısıyla para uzun vadede yansızdır. Bu durum Klasik Dikotomi olarak adlandırılmaktadır. Klasik kuram enflasyonu sadece para arzındaki artışlara dayandırdığı için, güdülecek sıkı para politikası enflasyonu durdurmaya yetecektir.

Ancak 1929 kriziyle birlikte Keynesyen görüş enflasyona yaklaşımı değiştirmiştir. Ekonomilerin eksik istihdam dengesinde olabileceğini paranın nötr bir değişken olmadığını, ve ücret ve fiyatların aşağı doğru esnek olmadığını ortaya koyan Keynes'e göre, enflasyonun nedeni sadece para arzındaki artış değildir. Enflasyonun nedeni ekonominin tam istihdama yaklaşırken ve tam istihdama ulaşıldığında ortaya çıkan aşırı talep baskılarıdır. Ekonomi eksik istihdamda iken toplam talep yetersizliği vardır ve bunu harcamaları dolayısıyla toplam talebi arttırarak üretim artışına gidilebilir. Böylece parasal değişkenler ile reel değişkenler etkilenebilmektedir. Keynesyenlere göre tam istihdamın sağlanmasında para politikası etkin değil, maliye politikasının uygulanması daha etkilidir.

1960'lı ve 1970'li yıllarda ekonomilerde durgunluk ve enflasyonunun birlikte yaşandığı stagflasyon durumunun oluşmasında bir yandan Keynesyen politikaların, diğer yandan da petrol fiyatlarındaki artışın etkisi olduğu yorumları yapılmıştır. Bu dönemde de M. Friedman'ın önderliğinde monetarist iktisat yaklaşımı ortaya çıkmıştır. Öne sürdükleri Paranın Modern Miktar Teorisine göre enflasyon daima

parasal nedenlerden kaynaklanır. Monetarist görüş, ekonomide eksik istihdam olabileceğini, paranın el değiştirme hızının sabit olmadığını ve paranın sadece alışveriş için talep edilmediğini kabul ederek klasik miktar kuramına daha esnek yaklaşmışlar. Ekonomi tam istihdamdan geçici olarak sapmaktadır. Devletin ekonomide ince ayar yapmak için müdahaleleri, sadece enflasyon yaratacaktır. Devresel iniş-çıkışlar için yanıt ise doğal seyrine dönene kadar beklemektir. İstikrarsızlıkları önlemek için para arzınının ise belirli bir oranda ve ekonomideki gelişmelerle orantılı olarak kademeli bir şekilde artırılmasını önermişlerdir. Monetaristlere göre enflasyonu kontrol altına almak için en etkin araç para politikasıdır.

Monetarist görüş 1990 yıllarından sonra finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler sonucu para talebinin istikrarsızlaştığı, dolayısıyla para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkinin zayıflaması nedeni ile önemini kaybetmiştir.

Enflasyonu açıklayan bir başka ekol de 'yapısalcı iktisatçılardır'. Bütün ekonomilerde, özellikle de az gelişmiş ekonomilerde, fiyat artışlarında, arz ve talep yönlü etmenler de neden olmakla birlikte, temel nedenin ekonomik yapıdan kaynaklandığını ileri sürmüşlerdir. Yapısalcı iktisatçılara göre Klasik ve Keynesyen görüşler gelişmiş ekonomilerde enflasyonu açıklamaya yetse de az gelişmiş ekonomiler için yetersiz kalmaktadır. Çünkü bu ülkelerde üretim miktar ve yapısı tüketimin miktar ve yapısı ile uyuşmamaktadır. Bunun nedeni üretim faktörlerinin yetersizliği, özellikle nitelikli iş gücü azlığı, az gelişmiş altyapı, teknik bilginin yaygın olmaması, istikrarsız kamu yönetimi ve geleneksel düşünce ve tutumlardır. Enflasyon olgusunu ekonomik yapıya dayandıran yapısalcı iktisatçılar, enflasyonla mücadele konusunu da ekonomik zayıflıkların giderilmesine dayandırmaktadır.

Günümüzde iktisat okulları arasında, enflasyonu açıklayan değişkenler, para arzı ve enflasyon arasındaki ilişkinin analizi, para politikası ve maliye politikasının enflasyon ve ekonomik büyüme üzerindeki etkileri çeşitli boyutlarda tartışılmaya devam etmektedir.

Literatürde para politikası ve enflasyona ilişkin uygulamalı çalışmalar geniş bir yer almaktadır ve ülke grupları, politika farklılıkları, uygulanan ekonometrik yöntem, alınan sonuçlar ve bu gibi birçok bakımdan farklılık göstermektedir.

Günümüzde para politikası para teorilerine bağlı olarak enflasyonu kontrol etmede son derece önemlidir.

Enflasyon, enflasyonu belirleyen değişkenler ve para politikası ile ilgili çalışmalar Kırgızistan ekonomisi, geçiş ekonomileri ve bazı gelişmekte olan ülkelerden olmak üzere ele alınacaktır.

Kırgızistan'da para politikası ve enflasyon ile ilgili çalışmalar sınırlı bulunmaktadır. Bağımsızlığa kavuşması ancak 20 yıl olan bu ülkede para politikası yeni gelişmektedir. Koychuyev T., Kumskov V., Pak T., Buşman Y. gibi iktisatçılar bu konular üzerinde çalışmalar yapmış, ancak daha çok teorik değerlendirmelere yer vermişlerdir. Ampirik olarak yapılan çalışmalar şöyledir:

Ganiyev (2007), Kırgızistan'ın 1998-2007 yılları arasındaki enflasyon (TÜFE) oranları, döviz kuru, geniş para arzı (M2), ticari bankaların mevduat ve kredi faiz oranları, sanayi malları üretimi endeksi ve nominal ücretler, Kırgızistan'ın önemli ticaret ortaklarından birisi olan Kazakistan'ın TÜFE oranları, Rusya TÜFE'si aylık verileri kullanılarak enflasyon dinamikleri incelenmiştir. EKK yöntemi kullanılarak model tahmin edilmiş ve değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkileri tespit etmek amacıyla Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre para arzı ve enflasyon arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Aksine, enflasyon üzerinde fiyatlardaki mevsimsel dalgalanmaların ve döviz kurundaki değişmelerin çok daha etkili olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, yurtiçi fiyatların Kazakistan ve Rusya ülke fiyatlarıyla ilişkili olduğu bulunmuştur. Granger Nedensellik Testi sonuçları, döviz kuru ile enflasyon arasında güçlü ilişkinin olduğunu göstermiştir. Fakat fiyat değişmelerinin döviz kuruna etkisi mukayeseli daha uzun dönemde anlamlı bulunurken, tersine döviz kurunun enflasyona etkisi ise kısa dönemde de istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. İstatistikî anlamlı ilişkiler 15 aylık süreye kadar sürmektedir.

Kumah (2006), enflasyonu tahmin etmede tüketici fiyatların mevsimsel özelliklerini dikkate alan yeni ekonometrik yaklaşımı kullandığı çalışmasında Kırgızistan verilerinden (1995-2004) yararlanmıştır. Tüketici fiyatlar endeksi, nominal para, nominal döviz kuru (som/dolar), reel çıktı, altın fiyatları ve dış ülke fiyatlarını ve mevsimsel kuklaları kullanarak tahmin ettiği modeli sonucunda mevsimsel etkinin göz önünde bulundurulması gerektiği sonucuna varmıştır. Çalışma

sonucunda altın fiyatları ile enflasyon arasında ters yönlü ancak istatistikî olarak anlamsız ilişki çıkmıştır. Dış ülke fiyatlarındaki artış ise enflasyonu beş çeyreğe kadar pozitif yönde etkilemektedir. Reel çıktıdaki yüzde bir artış tüketici fiyatlarını iki çeyreğe kadar düşürmekte ve üçüncü çeyrekten sonra etkisini yitirmektedir. Para arzındaki yüzde birlik artış iki çeyrek sonra fiyatların artmasına neden olurken döviz kuru değerindeki düşüş (depreciation) hemen fiyatları etkilemekte ve dört çeyrek sonra tam etkisini göstermektedir. Ayrıca uzun dönemde parasal faktörler (para arzındaki artış ve döviz kuru) tüketici fiyatlarındaki değişimin üçte ikisini açıklamaktadır.

Bekbasarov (2010) çalışmasında, para politikasını yürütmenin optimal aktarım mekanizmasını belirlemeyi amaçlamıştır. Durağan olmayan değişkenlerin farkını alarak EKKY yöntemi ile tahmin ettiği modelinde faiz oranı, para arzı ve döviz kanalı arasından döviz kanalının en iyi çalıştığı sonucuna varmıştır. MB ticari bankaların döviz cinsinden likiditelerini değiştirerek döviz kurunu etkileyebileceğini, dolayısıyla döviz kuru en önemli değişken ve aktarım yolu olmaktadır. Bununla birlikte para arzı ve faiz oranı ile enflasyon arasında istatistikî olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Isakova (2007), 1994-2006 yılları için koentegrasyon yöntemini kullanarak enflasyonu açıklayan faktörleri incelemiştir. Maliyet enflasyonu, parasal ve ithal edilen enflasyon faktörlerini inceleyen bu çalışmada geçmiş enflasyon, ulusal paradaki değer kaybı, MB REPO oranları, çıktı açığı, dış sektör ve dünya petrol fiyatları enflasyondaki değişimleri açıklamaktadır, ancak para arzı ile enflasyon arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır.

Kırgızistan'ın geçiş ekonomisi olduğu dikkate alındığında geçiş ekonomileri ile ilgili yapılan çalışmaları incelemek önemlidir. Bu ekonomiler ile ilgili ilk çalışmalar 1990'lı yıllarda yapılmaya başlamıştır.

De Melo, Denizer ve Gelb (1996), geçiş ekonomilerinde gerçekleştirilen liberalleşme reformları için kümülatif liberalleşme endeksleri hesaplamışlar. Bu endeksler kullanılarak piyasa ekonomisine yönelik liberalleşme reformlarının büyüme ve enflasyon oranlarıyla etkileşimi karşılaştırılarak incelenmiştir. Çalışma sonuçları yüksek kümülatif liberalleşme endeksi düşük enflasyon oranına yol açtığını göstermiştir.

Cottarelli, Griffiths ve Moghadam (1998), 47 sanayileşmiş ve geçiş ekonomisinin 1993-1996 yıllarına ait enflasyon oranlarını dinamik panel veri yöntemleri ile incelemişler. Çalışma sonuçları bütçe açıklarının enflasyonu devlet tahvil piyasasının gelişmediği ülkelerde önemli derecede etkilediğini göstermiştir. Ayrıca nispi fiyat değişkenliği, merkez bankası bağımsızlığı, döviz kuru rejimi ve fiyatların liberalleşme derecesi enflasyonu önemli şekilde etkileyen değişkenlerdir. Doğal işsizlik oranı gibi yapısal değişkenlerin enflasyon üzerindeki etkisi ise zayıf olarak bulunmuştur ya da kanıtların sınırlı olduğu belirtilmiştir.

Hernandez-Cata (1999), 26 geçiş ekonomisinde para arzı ve liberalleşme reformlarının enflasyona etkisini iki aşamalı EKK yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonuçlarına göre fiyat kontrollerinin kaldırılması enflasyonu arttırmakta ancak bu etki bir kere olmakta ve kısa sürmektedir. Ayrıca liberalleşme reformları fiyat artışlarını engellemektedir ve enflasyonun temel belirleyicisi parasal genişleme olmuştur.

Lissovolik (2003) çalışmasında, Ukrayna'da 1993-2002 yıllarını kapsayan enflasyon belirleyicilerini koentegrayon analizi kullanarak incelenmiştir. Çalışmada para arzı ve tüketici fiyatlarının incelenen dönem boyunca ve ilk alt dönem için koentegre olduğunu bulmuştur. Parasal aktarım mekanizması uzun dönemde döviz kuru ve ücretler ile çalışırken, para arzı kısa dönem enflasyon belirleyicisi olmaktadır.

Leheyda (2005), da Ukrayna ekonomisinde 1997-2003 yılları aylık verileriyle enflasyon belirleyicilerini eştümleşme ve hata düzeltme modeli ile incelemiştir. Para talebi, satın alma gücü paritesi ve mark-up ilişki uzun dönemde, kısa dönemde geçmiş dönem enflasyon oranı, para arzı, ücretler, döviz kuru, reel çıktı ve bazı dışsal şokların enflasyonu etkileyen faktörler olduğu bulunmuştur.

Ross (2000), Slovenya ekonomisi için 1992-1997 yılları aylık veriler ile kısıtsız VAR ve Granger nedensellik testini kullanarak enflasyon dinamiklerini incelemiştir. Çalışma sonuçlarına göre geniş para büyüklükleri ve döviz kurunun enflasyon ile güçlü ilişkide olduğu bulunmuştur. Ücretler de enflasyona etki etmekte ancak ücretler önce para arzından ve döviz kurundan etkilenmekte daha sonra enflasyona etki etmektedir.

Ageyev (2011) çalışmasında, 1996-2008 yılları için 10 geçiş ülkeleri olarak bilinen BDT ülkeleri için döviz kuru, nominal ücretler ve para arzını kullanarak enflasyonun kısa ve uzun dönem belirleyicilerini panel veri yöntemleri kullanarak araştırmıştır. Kısa dönemde döviz kurunun değerinin düşmesi ve nominal ücretlerdeki artış enflasyonu etkilemezken, parasal genişlemenin enflasyona doğru güçlü nedensel ilişkisi bulunmaktadır. Uzun dönemde nominal ücretlerdeki artış ve döviz kurundaki artışlar enflasyon oranına güçlü etkide bulunurken, parasal genişleme enflasyonu etkilemede başarısız olmuştur. Bununla birlikte enflasyonun geçmiş değerlerinin etkisi göz ardı edilebilecek kadar küçük kaldığı sonucuna varmıştır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde para politikası uygulamaları ve enflasyon en çok üzerinde durulan konudur ve çok fazla çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmada Türkiye ekonomisi ve gelişmekte olan ülkelerden birkaç çalışmaya yer verilecektir.

Çatalbaş (2007) çalışmasında, Türkiye'deki para arzı (M2) ve enflasyon (TUFE) arasındaki ilişki, yapısalcı yaklaşıma dayandırılarak parametrik olmayan regresyon tekniğiyle tahmin edilmiştir. Bu amaçla, araştırma dönemi olarak 1999.1-2006.3 alınmış ve para arzı ve enflasyona ait 3'er aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda 1999.1 ile 2006.3 dönemi için genellikle TUFE'ye ait katsayı tahminlerinin pozitif çıkmıştır. Bu ise TUFE'nin artması sonucunda para arzı M2'nin de arttığını göstermektedir. Ancak 1999.4, 2000.1, 2001.2 ve 2001.3 dönemlerinde TUFE değerleri için elde edilen katsayı tahminleri negatif bulunmuştur.

Tutar (2005), Türkiye'de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi analiz ettiği çalışmasında 1987:1-2003:4 dönemine ait enflasyon, parasal büyüme, faiz oranları, yerli paradaki değer kaybı ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri VAR modelleri kullanılarak incelemiş. Elde edilen sonuçlara göre, Türkiye'de enflasyon sarmal ve kronik bir hal aldığı, enflasyon şokları enflasyonun en önemli belirleyicisi olurken, parasal şoklar istatistiksel olarak enflasyonun önemli bir belirleyicisi olmadığı bulunmuştur. Enflasyondaki değişim büyük oranda kendi şokları ve yerli paradaki değer kaybında meydana gelen şoklarla açıklanmakta olduğu bulunmuştur. Parasal büyüme veya faiz oranları gibi para politikası araçlarının fiyatlar üzerindeki etkisi çok sınırlı kalmıştır. Buna göre, para politikası

araçları ile enflasyon arasındaki ilişki güçlü ve öngörülebilir değildir. M1 yerine rezerv para kullanılarak elde edilen Etki-tepki fonksiyonu ile Varyans Ayrıştırması sonuçları da Türkiye'de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin güçlü ve öngörülebilir olmadığına göstermiştir.

Işık ve Acar (2006) çalışmalarında, 1987:01-2002:04 donemi Türkiye ekonomisine ilişkin enflasyon, milli gelir, döviz kuru, para arzı ve faiz oranı değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanarak, bu değişkenler arasındaki ilişkileri VAR analizi yöntemiyle belirlemeye çalışmışlardır. Elde edilen sonuçlar faiz oranının hem döviz kuru, hem para arzı, hem de enflasyonu etkileyen kritik bir değişken olduğunu, para arzının enflasyonu doğrudan, döviz kurunun da dolaylı olarak etkilediğini göstermiştir. Varyans ayrıştırması sonucuna göre, enflasyonu en çok etkileyen iki değişkenin sırasıyla yüzde 29'luk ve 25'lik pay ile döviz kuru ve faiz oranı olduğu tespit edilmiştir. Bu iki değişkenin enflasyonla mücadelede politika aracı olarak kullanılıp kullanılamayacağını tespit etmek amacıyla yapılan etki-tepki fonksiyonları, faizleri kontrol etmenin döviz kurunu sabitlemeye oranla daha uygun bir enflasyonla mücadele aracı olabileceğine göstermiştir.

Oktar ve Dalyancı (2011) çalışmalarında, Türkiye ekonomisi için 2003:01-2011:06 dönemi için aylık verilerle TCMB politika faizi ve enflasyon (TÜFE) değişkenleri arasındaki kısa ve uzun dönemdeki ilişkiyi koentegrasyon ve Granger nedensellik analiz yöntemleri ile incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, TCMB politika faizinin kısa dönemde enflasyona duyarlı olduğunu ancak kısa dönemde TCMB politika faizi, enflasyonu Granger nedensellik bağlamında etkilemediği bulunmuştur. Bunun nedeni, Türkiye ekonomisinde enflasyonu etkileyen faktörlerden önemli bir kısmının uzun dönemde çözülebilecek yapısal sorunları içermesidir. Uzun dönem ilişkileri gösteren koentegrasyon sonuçları, TCMB politika faizi ve enflasyon arasında karşılıklı olarak aynı yönde bir ilişki olduğunu göstermiştir. Diğer bir ifadeyle, uzun dönemde TCMB politika faizi, enflasyonu aynı yönde etkilemektedir. Bu durumun bir açıklaması, Türkiye ekonomisi koşullarında TCMB politika faizindeki düşüşlerin, ekonominin maliyet ve arz cephesindeki sağladığı iyileşmelerin, talep cephesindeki enflasyonist baskıları azaltıcı şekilde olmasıdır. Diğer yandan, uzun dönemde enflasyondaki değişmeler de, TCMB politika faizini aynı yönde etkilemektedir. Bunun anlamı ise TCMB'nin enflasyonu

yakından takip ederek enflasyondaki değişime göre hızla faizleri ayarlayabilmesi olarak açıklanmıştır.

Ziotis ve Papadas (2009), Yunanistan'daki para arzı ile perakende gıda fiyatları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. 31 yılın aylık verilerinden yararlanılan bu çalışmada Johansen ve Engle-Granger testlerinden yararlanılmıştır. İki test sonucu da iki değişkenin koentegre olduğunu göstermiştir ve hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır. Bu sonuçlar da parasal değişkenler ile fiyat artışları arasındaki ilişkiyi bir kez daha ispatlamıştır.

Belke ve diğerleri (2010), çalışmalarında para arzı, faiz oranları, ürün ve tüketim malları arasındaki ilişki global düzeyde araştırmışlar. Başlıca OECD ülkelerinden toplanan 1970-2008 yılları veriler ile Johansen/Juselıus cointegrated VAR yaklaşımı kullanılmıştır. Ampirik sonuçlar faiz oranı ve farklı para politikası büyüklükleri kontrol edilirken küresel likidite halen daha tüketim ve ürün fiyatlarının uzun dönem fiyatlarını belirleyen temel faktör olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca parasal büyüklüklerin ortalama talep ve bu yolla da enflasyona yol açan tüketim mallarının fiyatları gibi değişkenler hakkında önemli bilgileri içerdiği ile ilgili tahminleri desteklemiş. Yapılan ampirik çalışma küresel likiditenin önemini vurgulamış.

3.2. EKONOMETRİK YÖNTEM

Daha önce de değinildiği gibi Kırgızistan'da para politikasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Bu amaca ulaşmak için TÜFE değerleri esas alınmaktadır. KCMB genel olarak enflasyona etki eden değişkenleri parasal, parasal olmayan ve beklentiler olarak ayırmaktadır. Enflasyonu parasal olmayan faktörler daha çok etkilemektedir. Ancak elimizde yeterli veri bulunmadığından enflasyona etki eden değişkenleri ayrı ayrı değerlendirmek ekonometrik olarak imkansız olmaktadır. Dolayısıyla elimizde bulunan verilerle enflasyonu etkilediği düşünülen parasal faktörler analiz edilecektir.

Çalışmada öncelikle modelde kullanılacak serilerin durağanlığı test edilecek, daha sonra Engle-Granger iki aşamalı koentegrasyon metodu kullanılacaktır.

1980'lerden önce birçok iktisatçı zaman serilerini durağan kabul ederek ekonometri analizlerini klasik regresyon analizini kullanarak yapmışlardır. Durağan

olmayan serilerle yapılan analizlerin yanıltıcı ve sapmalı regresyon ile sonuçlandığı Granger ve Robert-Engle tarafından ispatlanmıştır.

Bir zaman serisi, ortalamasıyla varyansı zaman içinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı ise durağandır[188]. Zaman serileri, deterministik veya stokastik bir trendin varlığı nedeniyle durağanlık niteliğine sahip olmayabilirler. Durağan olmayan serilerin varyansı ve ortalaması zamana bağlı olarak değişmektedir. Durağan olmayan zaman serileri ile çalışılması sahte regresyon problemi ile karşılaşılmasına yol açabilir. İki değişken arasında varmış gibi görünen ilişkinin (sahte regresyon) sebebi ise durağan olmayan serilerin stokastik trend etkisi içermeleridir. Sahte regresyonda yüksek R^2 ve anlamlı t-istatistikleri söz konusu olsa bile, parametre tahmin sonuçları ekonomik yorum bakımından anlamsızdır[189].

Sahte regresyona yol açmamak için çözüm olarak birçok yöntem önerilmiştir.

Durağan olmayan değişkenlerin birinci veya daha fazla dereceden farkları alınarak[190] stokastik trendin elimine edilmesi önerilmiş, ancak bu yöntemin uzun döneme ait değerli bilgi kaybına neden olduğu belirtilmiştir. Çözüm Engle ve Granger'in literatüre sunduğu koentegrasyon (cointegration - 'eşbütünleşme') analizi ile gelmiştir[191]. Koentegrasyon analizi ekonomik değişkenlerin regresyon ve modellemesinde sahte regresyon/korelasyon sonuçlarını engelleyen ve iktisat teorisinin testinde kullanılan etkili bir yöntem haline gelmiştir. Koentegrasyon durağan olmayan iki zaman serisi arasındaki korelasyonu incelemek için geliştirilmiştir.

Koentegrasyon ilişkisi değişkenler arasında uzun dönem ilişkisini işaret etmektedir ve ekonomik değişkenler arasındaki dengenin yalnızca uzun dönemde ortaya çıktığına inanılmıştır. Korelasyon analizinde kullanılacak değişkenlerin durağan olma zorunluluğu yoktur. Ancak değişkenlerin aynı dereceden bütünleşik

---

[188] Domadar N. Gujarati, **Temel Ekonometri**, çev. Şenesen Ümit, Gülay Günlük Şenesen, 2.baskı, Literatür Yayıncılık, 2001, s. 713.

[189] Mustafa Sevüktekin ve Mehmet Nargeleçekenler, **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi, EViews Uygulamalı,** 3.baskı, Nobel Yayın Dağıtım, 2010, s. 311.

[190] Durağan serilerin bütünleşme düzeyi sıfırdır. Eğer bir zaman serisi birinci farkı alındığında durağan hale geliyorsa bu serinin birinci dereceden bütünleşik olduğu söylenir ve bu seri I(1) şeklinde gösterilir. Benzer şekilde bir zaman serisi n kere farkı alınarak durağanlaştırılabiliyorsa bu zaman serisi n dereceden bütünleşik anlamına gelmekte ve I(n) ile gösterilir.

[191] Utku Utkulu, "Türkiye'de Bütçe Açıkları ve Dış Ticaret Açıkları Gerçekten İkiz Mi? Koentegrasyon ve Nedensellik Bulguları", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 18, Sayı: 1, 2003, ss. 45-61.

olmaları gerekmektedir. Eğer iki veya daha fazla zaman serisi, kendileri durağan olmadıkları halde, bunların doğrusal bir kombinasyonu durağan ise bu serilerin koentegre (eşbütünleşik) oldukları söylenebilir[192].

Bu çalışmada literatürde klasik koentegrasyon yöntemi olarak bilinen Engle ve Granger'in (1987) iki aşamalı yöntemi kullanılmıştır. Buna göre, ilk aşamada uzun-dönem denklemi en küçük kareler yöntemi (EKKY) ile tahmin edilir. Sonra tahmin edilen denklemin hata terimleri elde edilir. Elde edilen hata terimin durağan olup olmadığı test edilir. Eğer değişkenler arasındaki farkı gösteren hata terimleri durağan ise değişkenlerin uzun dönemde aynı yönde hareket ettiği sonucuna ulaşılır. Bu durumda iki değişkenin uzun dönemde koentegre oldukları söylenebilir.

Uzun dönemi yansıtan birinci aşama sonucunda değişkenler koentegre bulundular ise kısa dönemi modelleyen ikinci aşamaya geçilebilir. İkinci aşamadaki model bir fark modelidir. Engle ve Granger'a göre statik birinci regresyonun tahminlenen hata terimlerinin bir gecikmelisi, ikinci aşamada hata düzeltme terimi olarak regresyona dahil edilip, EKKY ile tahmin edilir. Tahmin edilen katsayı istatiksel olarak anlamlı ve negatif olursa ve ayrıca -1 ile 0 arasında yer alırsa bu durumda, hata düzeltme mekanizmasının çalıştığından söz edilebilir. Engle ve Granger (1987) buna Granger Representation Theorem (Granger Temsil Teorisi) adını vermektedir. Granger Temsil Teoremine göre, eğer değişkenler koentegre ise, bu durumda hata düzeltme mekanizması çalışacaktır. Dolayısıyla, zaman içerisinde iki değişken arasındaki farkın açılmasını engelleyen bir mekanizma vardır (hata düzeltme mekanizması) ve bu değişkenler zaman içinde birlikte hareket ederler. Dengeden sapmalar, hata düzeltme mekanizması sayesinde düzeltilir[193].

Uzun-dönem koentegrasyon ilişkisinin varlığı için birinci koşul değişkenlerin birinci farklarının durağan olmasıdır. İkinci koşul ise, bu değişkenler kullanılarak yapılan regresyon sonucunda tahminlenen hata teriminin kendisinin durağan olmasıdır. Her iki koşulun da yerine gelip gelmediğini anlamak için kullanılan alternatif istatistik testler içerisinde en çok kabul gören ve kullanılanı Dickey ve Fuller'in literatüre sunduğu ve daha sonra geliştirilen Dickey-Fuller (DF) testidir.

[192] Dimitrios Asteriou ve Stephen G. Hall, **Applied Econometrics**, Palgrave Macmillan Yayınevi, NY, 2007, s. 293.
[193] Engle ve Granger, ss. 251-276, Asteriou ve Hall, ss. 308-310, Sevüktekin, ss. 485-490.

3.3. İNCELEME DÖNEMİ VE VERİLER

Çalışmada kullanılan veriler Kırgız Cumhuriyeti Merkez Bankası internet sitesinden ve aylık olarak basılan bültenlerinden, Kırgız Cumhuriyeti Milli İstatistik Kurumu'ndan elde edilmiştir.

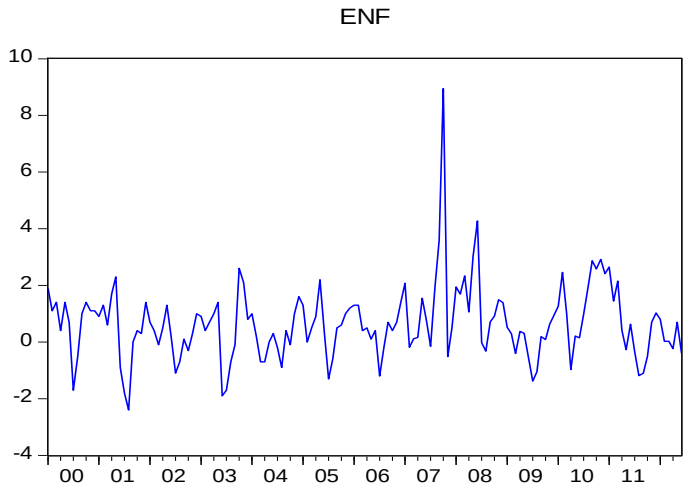
Ekonometrik analize konu olan dönem 2000-2011 dönemini kapsamaktadır. Uzun dönemli bir analiz yapabilmek için yeterli sayıda yıllık verilerin bulunmamasından dolayı yıllık veriler yerine aylık veriler kullanılmaktadır. Verilerin 2000 yılı sonrası ve aylık olarak seçilmesinin birkaç nedeni vardır. Ülke ekonomisi ile ilgili yıllık veriler 1993 yılından itibaren, aylık veriler ise ancak 1998 yılından sonrası bulunabilmektedir. Ayrıca çalışmada 2000 yılı sonrası verilerin kullanılmasının bir diğer nedeni 1998 yılında yaşanan krizin etkisinin analiz dışında bırakmaktır. Ayrıca bazı değişkenlere ilişkin veriler (M2, M2Y, MB bono faiz oranı) 2000 yılından sonra daha net olarak belirlenmektedir.

Uygulamada kullanılan değişkenler şu şekilde tanımlanabilir:

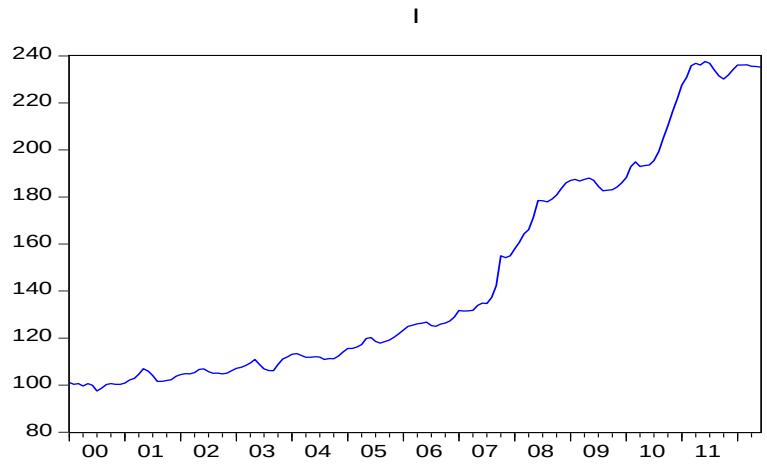
TÜFE aylık yüzde değişim oranı (enf) amaç değişken olarak kullanılmaktadır. Parasal büyüklükler (M0, M1, M2, M2Y), merkez bankası bono ihalelerinde gerçekleşen faiz oranı (faiz) merkez bankasının araç değişkeni olarak kullanılabilmesi açısından önem taşımaktadır. Nominal ABD dolar kuru (dk) Kırgızistan'ın küçük ve açık ekonomi olduğu dikkate alındığında enflasyonu güçlü bir şekilde etki ettiği düşünülen değişken olarak analize dâhil edilmektedir. Döviz kuru ithal edilen enflasyonun belli bir kısmını açıkladığı düşünülmektedir. Ortalama bireysel mevduat oranı (mvd), kredi faiz oranı (kredi) ekonomideki parasal kaynakların fiyatlarını göstermesi açısından önem taşımaktadır. Ayrıca kredi faiz oranı yatırımlara etki ettiği için, kredi faiz oranlarındaki artış maliyeti arttırdığından maliyet enflasyonunu açıkladığı düşünülmektedir. Nominal ücretler (w) ve sanayi üretim endeksi (y) enflasyonun arz yönünden kaynaklanan kısmını açıklayabileceği düşünülerek eklenmiştir. Dünya altın (altın) ve petrol (petrol) fiyatları da ekonomiyi etkilediği düşünüldüğünden denklemlere dahil edilmiştir. Bağımsız değişkenlerdeki mutlak değişmeye karşılık bağımlı değişkenlerdeki mutlak değişme ile ilgilendiğimiz için döviz kuru ve parasal büyüklüklerin logaritmaları alınarak kullanılmıştır. Tüm değişkenlerin düzey verileri kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan veriler, aylık veri olduğundan mevsimsel etki içerip içermedikleri test edilmiştir. Mevsimsel etki gösteren veriler "Hareketli Ortalamalara Oranlama" (Ratio To Moving Average) tekniği kullanılarak düzeltilmiştir.

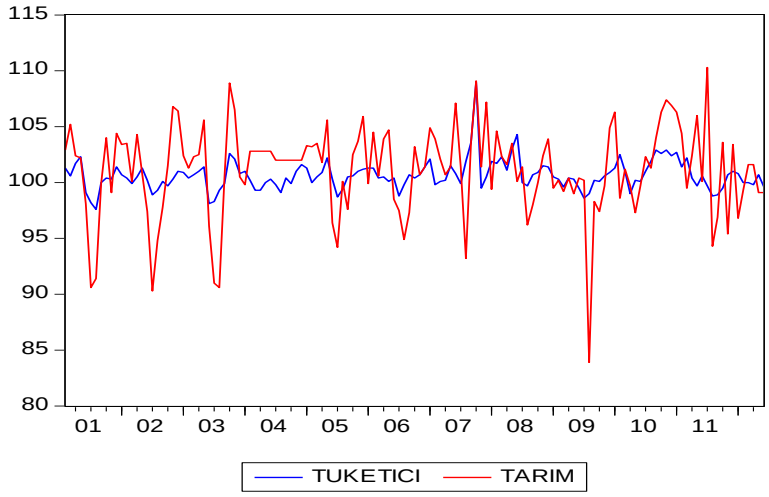
Şekil 8: TÜFE (Aylık Yüzde Değişim Oranı)



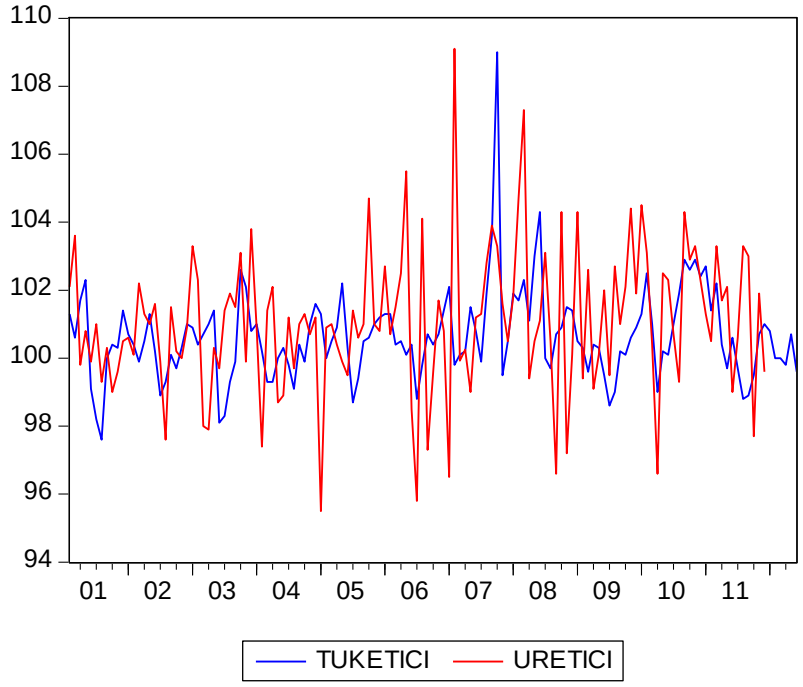
Şekil 9: Kümülatif TÜFE Endeksi (2000=100)



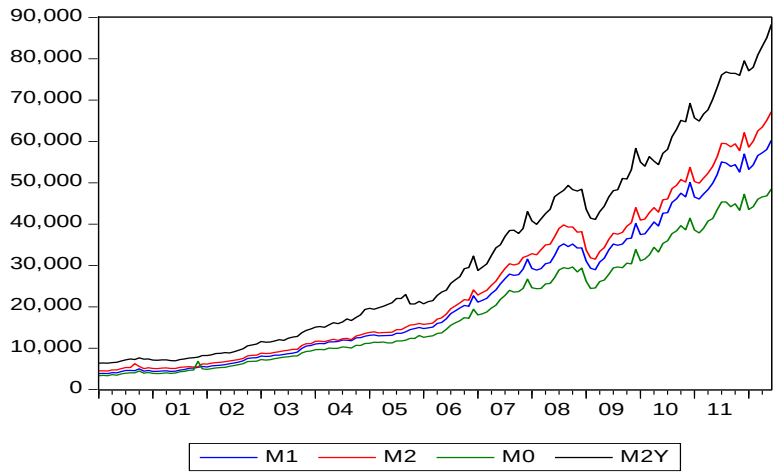
Şekil 10: Tarım Ürünleri Fiyatları Endeksi ve Tüketici Fiyatları Endeksi



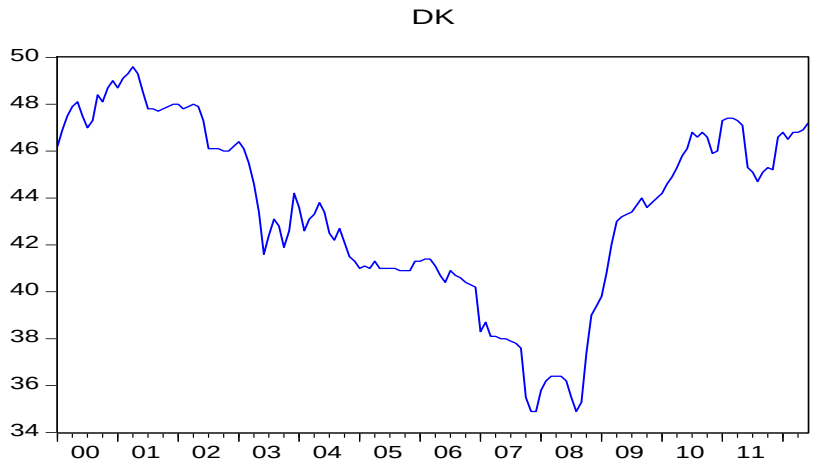
Şekil 11: Tüketici Fiyatları Endeksi, Üretici Fiyatları Endeksi



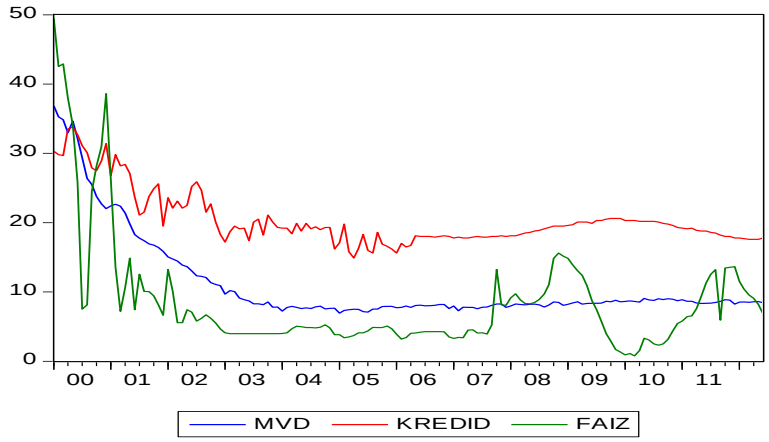
Şekil 12: Parasal Büyüklükler



Şekil 13: Döviz Kuru (som/dolar)



Şekil 14: Faiz Oranları



MVD- ağırlıklandırılmış ortalama mevduat faiz oranı

KREDİD- döviz cinsinden verilen kredilerin faiz oranı

FAIZ- MB bono faiz oranı

3.4. UYGULAMA SONUÇLARI VE BULGULAR

Zaman serileri ile yapılan çalışmalarda öncelikle serilerin durağan olup olmadıklarını test etmek gerekmektedir. Bu amaçla, genellikle Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testleri uygulanmaktadır.

ADF ve PP istatistik değerlerinin her ikisi de negatifleştikçe, belli bir güven aralığında birim kökün varlığını ileri süren hipotezin reddi güç kazanmaktadır. ADF ve PP istatistik değerleri MacKinnon kritik değerleri ile karşılaştırılmaktadır. Bilindiği gibi, eğer süreç birim köke sahipse, durağan olmayan zaman serileri söz konusudur.

Bu çalışmada da değişkenlerin durağan olup olmadıkları söz konusu iki test kullanılarak araştırılmıştır.

Tablo 13: ADF Test İstatistiği Sonuçları

Değişken Adı	Düzey Test İstatistiğ	Gecikme sayısı	Sabitli	Gecikme sayısı	Sabitli ve Trendli	Gecikme sayısı	1.Farklar Test İstatistiğ	Gecikme sayısı
Enf (TÜF	-6.59608	2	-7.52139*	2	-7.56893*	2	-17.4027*	1
UFE	-0.37377	0	-12.5197*	0	-12.5069*	0	-9.62954*	4
ly	-0.2916	0	-3.60926*	1	-3.56126*	1	-11.0781*	0
ldk	-0.02824	1	-1.35954	1	-0.9306	1	-8.40890*	0
lw	4.1496	1	-0.02893	1	-4.52075*	0	-17.2183*	0
faiz	-1.71459	0	-3.27779*	0	-3.08238*	0	-11.43699	0
lm2	5.63672	0	-0.4008	0	-2.35984	0	-6.27334*	0
lm1	5.14763	1	-1.02686	1	-2.26822	1	-14.059*	0
lm0	5.14763	0	-1.02686	0	-2.26822	1	-17.3061*	0
kredii	-1.8544	1	-3.38631*	1	-3.61416*	1	-20.09243	0
mvdi	-1.1837	10	-9.19747*	0	-6.22540*	0	-5.60045*	11

* ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde durağanlığı göstermektedir.
Gecikme sayısı Schwarz Bilgi Kriterine göre otomatik olarak belirlenmiştir.

Tablo 14: Phillips-Perron Test Sonuçları

Değişken Adı	Düzey Test İstatistiği	Sabitli	Sabitli ve Trendli	1.Farklar Test İstatistiği
Enf (TÜFE)	-0.28084	-9.80665*	-9.86014*	
UFE	-0.81266	-12.5109*	-12.4964*	
ly	0.175154	-3.74763*	-3.79521**	
ldk	0.01065	-1.17234	-0.76019	-8.399518*
lw	10.92518	0.202241	-4.20918*	
faiz	-4.27025*	-5.58179*	-4.87300*	
lm2	5.90425	-0.39309	-2.45264	-12.87270*
lm1	6.17566	-0.6743	-2.34504	-12.90514*
lm0	3.83489	-0.76365	-3.56074**	-16.83331*
kredii	-1.77381	-3.89936*	-4.75545**	
mvdi	-6.54722*	-13.22984*	-10.62595*	

* ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde durağanlığı göstermektedir.
Gecikme sayısı Schwarz Bilgi Kriterine göre otomatik olarak belirlenmiştir.

Hesaplanan ADF ve PP test sonuçları Tablo 13 ve 14'te sunulmaktadır. Logaritmaları alınmış parasal büyüklükler (M0, M1, M2, M2Y), döviz kuru düzey

değerleri durağan değildir. Ancak birinci farkları alındığında yüzde bir anlamlılık düzeyinde durağan hale gelmektedir. Ancak faiz oranı, ADF ve PP testlerinin her ikisinde de düzey değerinde durağan çıkmaktadır. ADF testinde mevduat ve kredi faiz oranları sabit ve trend içermeyen modelinde birim kök içerirken trendli ve sabitli ve sabitli düzeyinde durağan olmaktadır. Ancak PP testinde mevduat düzey değerinde durağan çıkmaktadır. ADF testinden elde edilen sonuçlar PP testi ile de doğrulanmaktadır.

Durağanlık test sonuçlarına göre tüm serilerin birinci farkı alındığında durağan oldukları sonucuna varılmıştır. Diğer bir değişle seriler birinci dereceden entegredir. Bu durumda uzun dönem regresyon denklemleri tahmin edilebilir.

Değişkenler koentegre ise güvenilir uzun dönem ilişki var demektir. Bu bağlamda enflasyon ve enflasyonu açıkladığı düşünülen değişkenler arasında koentegrasyon ilişkisinin olup olmadığını araştırmak amacıyla Engle-Granger iki aşamalı yöntem kullanılmıştır.

Kırgızistan'da enflasyon ve enflasyonu belirleyen faktörleri belirlemeye ve arasında herhangi bir uzun dönem ilişki olup olmadığını araştırmak amacıyla çeşitli denklemler oluşturulmuştur. Bu denklemler oluşturulmadan önce bağımsız değişken olarak kullanılacak değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları incelenmiştir. Sonuçlar tablo 15'te sunulmuştur. Bu sonuçlardan korelasyonu yüksek olan değişkenler tahmin edeceğimiz denklemde birlikte yer almamaktadır.

Tablo 15: Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	LDK	FAIZ	LM2	LM1	LW	KREDID	MVD	PETROL	ALTIN
LDK	1.000	0.278	-0.449	-0.453	-0.336	0.600	0.550	-0.527	-0.118
FAIZ	0.278	1.000	-0.364	-0.386	-0.318	0.706	0.800	-0.229	-0.180
LM2	-0.449	-0.364	1.000	0.999	0.984	-0.606	-0.656	0.863	0.912
LM1	-0.453	-0.386	0.999	1.000	0.981	-0.626	-0.677	0.855	0.905
LW	-0.336	-0.318	0.984	0.981	1.000	-0.540	-0.601	0.833	0.943
KREDID	0.600	0.706	-0.606	-0.626	-0.540	1.000	0.919	-0.493	-0.378
MVD	0.550	0.800	-0.656	-0.677	-0.601	0.919	1.000	-0.484	-0.420
PETROL	-0.527	-0.229	0.863	0.855	0.833	-0.493	-0.484	1.000	0.795
ALTIN	-0.118	-0.180	0.912	0.905	0.943	-0.378	-0.420	0.795	1.000

Korelasyon katsayıları yüksek olan değişkenler arasında otokorelasyon sorunu ortaya çıkabilir ve anlamsız sonuçlara neden olabilir. Bu nedenden dolayı korelasyon katsayıların 0.70'den yüksek olan değişkenler bir denklemde tahmin

edilmemektedir. Tablo 14 sonuçlarına göre parasal büyüklükler (LM2, LM1), petrol, altın fiyatları ve ücretler arasında ve faiz oranları arasında yüksek korelasyon katsayıları bulunmuştur. Dolayısıyla bu değişkenler aynı denklem içinde tahmin edilmemiştir.

Oluşturduğumuz enflasyon denklemleri ilk önce EKKY ile tahmin edilmiş ve tahmin edilen denklemin hata terimleri elde edilmiştir. Elde edilen bu hata terimlerin durağan olup olmadıkları araştırılmış. Hata terimine dayalı ADF testi kullanılarak elde edilen test istatistiği MacKinon kritik değeri ile karşılaştırılmıştır. Tablo 16'da elde edilen hata terimleri durağanlık sonuçları yer almaktadır.

Tablo 16: Koentegrasyon Denklemleri ve ADF Koentegrasyon Test Sonuçları

Denklem	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişkenler	Hata Terimi	Hata Terimi ADF Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değer %5 Anlamlılık Düzeyinde	Sonuç
Denklem 1	enf	lm0, ldk, faiz	u1	-7.91185	-4.17	I(0)
Denklem 2	enf	lm2, ldk, mvd	u2	-7.91185	-4.17	I(0)
Denklem 3	enf	lm2y, faiz	u3	-7.402533	-4.17	I(0)
Denklem 4	enf	lm0, faiz	u4	-7.412555	-3.8	I(0)
Denklem 5	enf	lm2, faiz	u5	-7.416612	-3.8	I(0)
Denklem 6	enf	lm0, ldk, mvd	u6	-7.733013	-4.17	I(0)
Denklem 7	enf	lm1, ldk, mvd	u7	-7.725433	-4.17	I(0)
Denklem 8	enf	lm2, ldk, kredıd	u8	-7.721567	-4.17	I(0)
Denklem 9	enf	lm0, ldk, kredid	u9	-7.723046	-4.17	I(0)
Denklem 10	enf	lm2, ldk, faiz	u10	-7.512317	-4.17	I(0)
Denklem 11	enf	lm0, ldk	u11	-5.095788	-3.8	I(0)
Denklem 12	enf	ldk, faiz	u12	-9.990953	-3.8	I(0)
Denklem 13	enf	lm2, ldk, faiz, lw	u13	-7.859718	4.15	I(0)
Denklem 14	enf	lm2, ldk, faiz, y	u14	-7.799038	4.15	I(0)

Test istatistikleri kritik değerden mutlak olarak küçük ise hata terimlerinin durağan olduğu sonucuna varılmıştır. Tahmin edilen denklemlerin hata terimlerinin hepsi durağan bulunmuştur. Dolayısıyla değişkenler arasında uzun dönem koentegrasyon ilişkisi var olduğu saptanmıştır.

Engle-Granger tahmin sürecinin ikinci aşaması, Hata Düzeltme Mekanizması, koentegrasyon ilişkisinin varlığının bir çeşit sağlaması olarak kullanılmaktadır. Uzun dönem ilişkisinin Hata Düzeltme Mekanizmasında modele önceki dönemin denge

düzeyinden sapmalarını (hata terimini) katarak kısa dönem dinamiklerin ele alındığı hata düzeltme mekanizmasında aranan özellik, hata teriminin bir gecikmeli (Ut-1) tahmin katsayısının istatiksel olarak anlamlı ve negatif olması ve ayrıca -1 ile 0 arasında yer almasıdır. Bu durumda, hata düzeltme mekanizmasının çalıştığından söz edilebilir. Engle-Granger, koentegrasyona sahip serilerin hata düzeltme mekanizmasına sahip olacaklarını göstermektedir. Granger Temsil Teoremine göre, eğer değişkenler koentegre ise, bu durumda hata düzeltme mekanizması çalışacaktır.

Tablo 17: Kısa Dönem Denkleminde Hata Düzeltme Katsayıları

Denklem	ui(-1) Katsayısı	ui(-1) Katsayısı t Test İstatistikleri
Denklem 1	-0.842253	-10.15351
Denklem 2	-0.339142	-9.922507
Denklem 3	-0.55234	-7.612836
Denklem 4	-0.549555	-7.516917
Denklem 5	-0.548281	-7.450219
Denklem 6	-0.603308	-7.683739
Denklem 7	-0.600411	-7.594217
Denklem 8	-0.357032	-3.708806
Denklem 9	-0.604546	-7.77353
Denklem 10	-0.365591	-7.70063
Denklem 11	-0.832483	-10.08045
Denklem 12	-0.824117	-9.89307
Denklem 13	-0.595317	-7.971634
Denklem 14	-0.589675	-7.797496

Hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığını araştırdığımız denklemlerde hata terimlerin bir gecikmeli (Ut-1) değerlerinin tahmin katsayısı -1 ile 0 arasında yer almıştır ve istatiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Bu durumda, hata düzeltme mekanizmasının çalıştığından söz edilebilir.

Engle-Granger İki Aşamalı modelleme yaklaşımı açısından denklemlerde koentegrasyon var olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlardan hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını söyleyebiliriz. Hata düzeltme katsayısı uzun dönemde meydana gelen dengesizliklerin ne kadar sürede giderileceğini belirtmektedir.

Yukarıdaki tablo 16 ve 17'de gösterilen denklemlerden tahmin edilen modellerde kısa ve uzun dönem ilişkisinin var olduğu sonucu bulunmaktadır, ancak bağımsız değişkenlerin katsayıları çoğu denklemde anlamsız çıkmıştır. Dolayısıyla

tüm denklemlerin katsayıları incelenmemekte olup, tahmin edilen modellerden bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında uzun ve kısa dönemde anlamlı ve beklenen ilişki bulunan model aşağıda ele alınmıştır.

Yukarıda ele alınan denklemlerden denklem 2, denklem 5, denklem 8 ve denklem 10 ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

Denklem 2

ENF = 10.073+ 0.0562*MVD -3.585*LDK + 0.3526*LM2

p değerleri (0.05) (0.01) (0.007) (0.03)

R^2= 0.07

DW= 1.19

F istatistiği=4.12 (prob=0.00)

Hata terimlerin ADF Test İstatistiği = -7.91

MacKinnon Kritik Değeri = -3.785

Hata terimine dayalı ADF test istatistiği MacKinnon kritik değerinden büyük olduğu için hata terimleri durağan çıkmıştır. Dolayısıyla hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığını araştırmak amacıyla ikinci aşamaya geçilir.

D(ENF) = 0.0773+ 0.262*D(MVD) -1.086*D(LDK) -1.975*D(LM2) -0.339*Ut(-1)

p değerleri (0.453) (0.15) (0.50) (0.24) (0.003)

R^2= 0.09

DW= 2.23

F istatistiği=3.75 (prob=0.00)

Tablo 18: Denklem 2 İçin Tanısal Test Sonuçları

Gecikme				
	Normallik testi			
	Jarque-Ber	316	Olasılık	0.0000
	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
2	F-statistic	1.949349	Prob. F(2,142)	0.1462
	Obs*R-squ	3.98157	Prob. Chi-Square(2)	0.1366
4	F-statistic	0.967693	Prob. F(4,140)	0.4273
	Obs*R-squ	4.008771	Prob. Chi-Square(4)	0.4048
	Heteroskedasticity Test: ARCH			
	F-statistic	38.40991	Prob. F(1,146)	0
1	Obs*R-squ	30.82626	Prob. Chi-Square(1)	0
	Ramsey RESET Test:			
1	F-statistic	28.09622	Prob. F(1,143)	0
	Log likelihc	26.72784	Prob. Chi-Square(1)	0
	Chow Kirilma Testi			
2007/10	F-statistic	2.515691	Prob. F(57,87)	0.0001
	Log likelihc	145.1088	Prob. Chi-Square(57	0

Kısa dönem denkleminin sonuçlarına göre hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığını gösteren hata teriminin bir gecikmeli (Ut-1) değerinin tahmin katsayısı -1 ile 0 arasında yer almıştır ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu durumda, hata düzeltme mekanizmasının çalıştığından söz edilebilir ve Engle-Granger İki Aşamalı modelleme yaklaşımı açısından değişkenler arasında koentegrasyonun var olduğu sonucuna ulaşılır. Kısa dönem denkleminindeki değişkenlerin katsayılarına baktığımızda hata düzeltme katsayısı dışında tüm katsayılar istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur.

Tanımsal istatistiklerine bakıldığında LM test sonuçları değişkenler arasında otokorelasyonun olmadığını göstermektedir. Ancak ARCH LM testi değişen varyans sorununu göstermekte ve ayrıca Ramsey reset testi belirleme hatasını göstermektedir. Bununla birlikte kısa dönem ilişkinin gücünü gösteren R^2 çok düşüktür. Bu sonuçlar kısa dönem denklemin yetersiz bilgi verdiğini göstermektedir.

Uzun dönem denkleminde tüm değişkenlerin katsayıları anlamlı bulunmuştur. Ancak katsayı değerleri çok düşük olmaktadır.

Denklem 8

ENF = 9.534+ 0.078*KREDID -3.555*LDK + 0.296*LM2

p değerleri (0.07) (0.03) (0.01) (0.06)

R^2= 0.06

DW= 1.19

F istatistiği=3.52 (prob=0.00)

Hata terimlerin ADF Test İstatistiği = -7.93

MacKinnon Kritik Değeri = -3.785

Hata terimine dayalı ADF test istatistiği MacKinnon kritik değerinden büyük olduğu için hata terimleri durağan çıkmıştır. Dolayısıyla hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığını araştırmak amacıyla ikinci aşamaya geçilir.

D(ENF)=0.034+0.04*D(KREDID)-7.961*D(LDK)-2.768*D(LM2)-0.357*Ut(-1)

p değerleri (0.453) (0.15) (0.50) (0.24) (0.003)

R^2= 0.30

DW= 1.85

F istatistiği=15.31(prob=0.00)

Tablo 19: Denklem 8 için Tanısal Test Sonuçları

Gecikme				
	Normallik testi			
	Jarque-Ber	327.62	Olasılık	0.0000
	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
2	F-statistic	2.001533	Prob. F(2,142)	0.1389
	Obs*R-squ	4.085236	Prob. Chi-Square(2)	0.1297
4	F-statistic	1.016744	Prob. F(4,140)	0.401
	Obs*R-squ	4.206234	Prob. Chi-Square(4)	0.3788
	Heteroskedasticity Test: ARCH			
	F-statistic	35.39053	Prob. F(1,146)	0
1	Obs*R-squ	28.87581	Prob. Chi-Square(1)	0
	Ramsey RESET Test:			
1	F-statistic	25.06228	Prob. F(1,143)	0
	Log likeliho	24.06201	Prob. Chi-Square(1)	0
	Chow Kirilma Testi			
2007/10	F-statistic	2.439642	Prob. F(57,87)	0.0001
	Log likeliho	142.2787	Prob. Chi-Square(57	0

Kısa dönem denkleminin sonuçlarına göre hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığını gösteren hata teriminin bir gecikmeli (Ut-1) değerinin tahmin

katsayısı -1 ile 0 arasında yer almıştır ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu durumda, hata düzeltme mekanizmasının çalıştığından söz edilebilir ve Engle-Granger İki Aşamalı modelleme yaklaşımı açısından değişkenler arasında koentegrasyonun var olduğu sonucuna ulaşılır. Bu denklemde de kısa dönem katsayıları hata düzeltme katsayısı hariç istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. R^2'de kısa ve uzun dönemde de denklem 2'ye göre değerleri artmıştır. Kısa dönem denkleminin tanımsal istatistiklerine bakıldığında Denklem 2'nin tanımsal test sonuçlarıyla aynı çıkmıştır. Denklem 2'de gösterilen testlere ilaveten kırılma tarihini gösteren Chow testi ilave edilmiştir. Enflasyon grafiğine baktığımızda 2007 yılı ekim ayında enflasyon aniden artmıştır. Bu ayı kırılma tarihi olarak aldığımızda Chow testi kırılmanın olduğunu göstermiştir. Bu testten yola çıkarak 2007/10 için kukla eklenerek model yeniden tahmin edilmiştir.

Denklem 8 (b)

ENF = 4.10 + 0.064*KREDID - 2.0*LDK + 0.2771*LM2+ 7.968D

P değerleri (0.38) (0.05) (0.10) (0.04) (0.00)

R^2= 0.30

DW= 0.98

F istatistiği=15.96 (prob=0.00)

Hata terimlerin ADF Test İstatistiği = -7.73

MacKinnon Kritik Değeri = -3.785

D(ENF)=0.034+0.026*D(KREDD)-10.62*D(LDK)-2.20*D(LM2)-0.458*Ut(-1)
+7.26D

P değerleri (0.85) (0.71) (0.14) (0.00) (0.00)

R^2= 0.25

DW= 1.89

F istatistiği=9.68 (prob=0.00)

Tablo 20: Denklem 8 (b) Tanısal Test istatistikleri Sonuçları

Gecikme				
	Normallik testi			
	Jarque-Ber	390.55	Olasılık	0.0000
	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
2	F-statistic	5.573713	Prob. F(2,141)	0.0047
	Obs*R-squ	10.91682	Prob. Chi-Square(2)	0.0043
4	F-statistic	3.331496	Prob. F(4,139)	0.0122
	Obs*R-squ	13.03502	Prob. Chi-Square(4)	0.0111
	Heteroskedasticity Test: ARCH			
	F-statistic	0.053883	Prob. F(1,146)	0.8168
1	Obs*R-squ	0.054601	Prob. Chi-Square(1)	0.8152
	Ramsey RESET Test:			
1	F-statistic	1.816196	Prob. F(1,142)	0.1799
	Log likelihc	1.893642	Prob. Chi-Square(1)	0.1688

Kısa dönem denkleminin sonuçlarına göre hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığını gösteren hata teriminin bir gecikmeli (Ut-1) değerinin tahmin katsayısı -1 ile 0 arasında yer almıştır ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

2007/10 için kukla eklenerek tahmin edilen modelde kukla katsayısı anlamlı çıkmakta, ancak diğer değişkenlerin katsayı işaretleri ve anlamlılığı değişmemektedir. Ramsey Reset test istatistiği belirleme hatasının olmadığını ve ARCH LM testi değişen varyans sorununun ortadan kalktığını göstermekte, ancak otokorelasyon sorunu mevcut bulunmaktadır. Otokorelasyonun nedeni serilerin aylık gözlemlerden oluşmasından dolayı ve cari ayın gözlem değeri ile bir önceki ayın gözlem değeri arasında nedensel olmayan bir ilişki ve birliktelik söz konusu olabilir.

Denklem 10

ENF = 8.720+ 0.032*FAIZ - 2.770*LDK + 0.213*LM2

P değerleri (0.09) (0.03) (0.01) (0.12)

R^2= 0.07

DW= 1.15

F istatistiği=7.89 (prob=0.00)

Hata terimlerin ADF Test İstatistiği = -7.6924

MacKinnon Kritik Değeri = -4.487

Hata terimine dayalı ADF test istatistiği MacKinnon kritik değerinden büyük olduğu için hata terimleri durağan çıkmıştır. Dolayısıyla hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığını araştırmak amacıyla ikinci aşamaya geçilir.

D(ENF)=0.077+0.119*D(FAIZ)-8.58*D(LDK)-3.039*D(LM2)-0.578*Ut(-1)

p değerleri (0.453) (0.0001) (0.715) (0.2123) (0.0003)

R^2= 0.36

DW= 1.78

F istatistiği=20.89 (prob=0.00)

Tablo 21: Denklem 10'un Tanımsal İstatistik Test Sonuçları

Gecikme				
	Normallik testi			
	Jarque-Ber	140	Olasılık	0.0000
	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
2	F-statistic	4.127853	Prob. F(2,142)	0.0181
	Obs*R-squ	8.186711	Prob. Chi-Square(2)	0.0167
4	F-statistic	2.304853	Prob. F(4,140)	0.0613
	Obs*R-squ	9.205857	Prob. Chi-Square(4)	0.0562
	Heteroskedasticity Test: ARCH			
	F-statistic	38.39522	Prob. F(1,146)	0
1	Obs*R-squ	30.81692	Prob. Chi-Square(1)	0
	Ramsey RESET Test:			
1	F-statistic	28.04176	Prob. F(1,143)	0
	Log likelihc	26.6804	Prob. Chi-Square(1)	0
	Chow Kirilma Testi			
2007/10	F-statistic	2.371861	Prob. F(57,87)	0.0001
	Log likelihc	139.7102	Prob. Chi-Square(57	0

Kısa dönem denkleminin sonuçlarına göre hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığını gösteren hata teriminin bir gecikmeli (Ut-1) değerinin tahmin katsayısı -1 ile 0 arasında yer almıştır ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Kısa dönem tanımsal test istatistikleri istenilen durumda çıkmamıştır. Ramsey Reset test istatistiği belirleme hatasının olduğunu ve ARCH LM testi ve LM testi otokorelasyon ve değişen varyans sorununu göstermekte.

Denklem 10 (a)

ENF = 3.453+ 0.024*FAIZ -1.340*LDK + 0.2024*LM2+ 7.8714D

p değerleri (0.453) (0.03) (0.22) (0.09) (0.00)

R^2= 0.31

DW= 0.95

F istatistiği=16.12 (prob=0.00)

Hata terimlerin ADF Test İstatistiği = -7.5058

MacKinnon Kritik Değeri = -4.487

D(ENF)=0.087+0.095*D(FAIZ)-2.633*D(LDK)-8.238*D(LM2)-0.437*Ut(-1) +6.291*D

P değerleri (0.453) (0.0001) (0.715) (0.2123) (0.0003) (0.003)

R^2= 0.29

DW= 1.87

F istatistiği=11.94 (prob=0.00)

Tablo 22: Denklem 10(a) Kısa Dönem Denklem Tanımsal test İstatistikleri

	Normallik testi			
Gecikme	Jarque-Bera İstatistiğ	390.55	Olasılık	0.0000
	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
2	F-statistic	4.168297	Prob. F(2,141)	0.0174
	Obs*R-squared	8.317803	Prob. Chi-Square(2)	0.0156
4	F-statistic	2.72022	Prob. F(4,139)	0.0321
	Obs*R-squared	10.81693	Prob. Chi-Square(4)	0.0287
	Heteroskedasticity Test: ARCH			
	F-statistic	0.048483	Prob. F(1,146)	0.826
1	Obs*R-squared	0.049131	Prob. Chi-Square(1)	0.8246
	Ramsey RESET Test:			
1	F-statistic	2.750013	Prob. F(1,142)	0.0995
	Log likelihood ratio	2.857991	Prob. Chi-Square(1)	0.0909

Denklem 10'a kukla değişkeni eklenerek tahmin edilen modelde kukla katsayısı anlamlı bulunmaktadır. Kısa dönem denkleminde hata teriminin bir gecikmesinin katsayısı negatif ve 0 ile 1 arasında ve istatistiki olarak anlamlı, dolayısıyla uzun dönem hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır. Kısa dönem denklemin tanımsal istatistikleri kabul edilebilir görünmekte, Ramsey reset testine göre belirlenme hatası yok, değişen varyans yok. Ancak otokorelasyon bulunmaktadır.

Denklem 10(b)

D(ENF)= - 0.072 + 4.929*D(LM2(-2)) - 15.555*D(LDK) +26.614*D(LDK(-1)) + +0.107*D(FAIZ) - 0.549*Ut(-1)

P değerleri (0.45) (0.00) (0.00) (0.02) (0.00) (0.00)

R^2= 0.53

DW= 1.64

F istatistiği= 20.00 (prob=0.00)

D(ENF)=-0.13+0.081*D(FAIZ)+31.129*D(Log(DK(-1)))+5.560*D(Log(M2(-2)))-0.459*Ut(-1)+6.06D

p değerleri (0.45) (0.00) (0.00) (0.02) (0.00) (0.00)

R^2= 0.38

DW= 1.94

F istatistiği= 18.00 (prob=0.00)

Tablo 23: Denklem 10 (b) için Tanısal Test Sonuçları

Gecikme				
	Normallik testi			
	Jarque-Ber	814	Olasılık	0.0000
	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
2	F-statistic	3.433057	Prob. F(2,139)	0.0351
	Obs*R-squ	6.919487	Prob. Chi-Square(2)	0.0314
4	F-statistic	1.702836	Prob. F(4,137)	0.1529
	Obs*R-squ	6.962367	Prob. Chi-Square(4)	0.1379
	Heteroskedasticity Test: ARCH			
	F-statistic	0.004474	Prob. F(1,144)	0.9468
1	Obs*R-squ	0.004536	Prob. Chi-Square(1)	0.9463
	Ramsey RESET Test:			
1	F-statistic	21.58323	Prob. F(1,140)	0
	Log likelihc	21.07656	Prob. Chi-Square(1)	0

Denklem 5

ENF = -2.583+ 0.027*FAIZ + 0.306*LM2

p değerleri (0.05) (0.04) (0.02)

R^2= 0.04

DW= 1.116

F istatistiği=3.51 (prob=0.00)

Hata terimlerin ADF Test İstatistiği = -7.52

MacKinnon Kritik Değeri = -3.38

D(ENF)=-0.07+0.105*D(FAIZ)-3.378*D(LM2)-0.544*Ut(-1)

p değerleri (0.443) (0.002) (0.47) (0.000)

R^2= 0.35

DW= 1.86

F istatistiği= 26.00 (prob=0.00)

Tablo 24: Denklem 5 için Tanımsal Test İstatistikleri

Gecikme				
	Normallik testi			
	Jarque-Ber	236	Olasılık	0.0000
	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
2	F-statistic	1.15458	Prob. F(2,143)	0.3181
	Obs*R-squ	2.367812	Prob. Chi-Square(2)	0.3061
4	F-statistic	0.750938	Prob. F(4,141)	0.559
	Obs*R-squ	3.107969	Prob. Chi-Square(4)	0.5399
	Heteroskedasticity Test: ARCH			
	F-statistic	36.17534	Prob. F(1,146)	0
1	Obs*R-squ	29.389	Prob. Chi-Square(1)	0
	Ramsey RESET Test:			
1	F-statistic	28.04176	Prob. F(1,143)	0
	Log likelihc	26.6804	Prob. Chi-Square(1)	0

Denklem 5(a)

ENF = -1.993+ 0.027*FAIZ + 0.245*LM2+8.129D

p değerleri (0.08) (0.06) (0.03) (0.00)

R^2= 0.30

DW= 0.94

F istatistiği=20.93 (prob=0.00)

Hata terimlerin ADF Test İstatistiği = -7.52

MacKinnon Kritik Değeri = -3.38

D(ENF)=-0.09+0.105*D(FAIZ)-3.037*D(LM2)-0.445*Ut(-1)+5.869D

p değerleri (0.76) (0.001) (0.23) (0.00) (0.00)

R^2= 0.28

DW= 1.85

F istatistiği= 15.00 (prob=0.00)

Tablo 25: Denklem 5 (a) için Tanısal Test İstatistikleri

Gecikme				
	Normallik testi			
	Jarque-Ber	2916	Olasılık	0.0000
	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
2	F-statistic	4.414588	Prob. F(2,142)	0.0138
	Obs*R-squ	8.7221	Prob. Chi-Square(2)	0.0128
4	F-statistic	3.093156	Prob. F(4,140)	0.0178
	Obs*R-squ	12.09877	Prob. Chi-Square(4)	0.0166
	Heteroskedasticity Test: ARCH			
	F-statistic	0.040639	Prob. F(1,146)	0.8405
1	Obs*R-squ	0.041184	Prob. Chi-Square(1)	0.8392
	Ramsey RESET Test:			
1	F-statistic	1.745011	Prob. F(1,143)	0.1886
	Log likelihc	1.807224	Prob. Chi-Square(1)	0.1788

Tahmin edilen denklem sonuçlarına göre tüm denklemlerde hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır. Bu durumda Engle-Granger iki aşamalı modelleme yaklaşımı açısından enflasyon ve bağımsız değişken olarak kullandığımız değişkenler arasında koentegrasyon var olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Hata düzeltme katsayısına göre uzun dönemde meydana gelen dengesizlikler her dönem bizim durumumuzda her ay ortalama olarak yüzde 35-45 oranında düzeltilmektedir.

Hata düzeltme mekanizması uzun dönem ilişkinin var olduğunu gösterirken, kısa dönem denklemlerdeki değişkenlerin katsayıları MB bono faiz oranı hariç gecikmesiz değerlerinde anlamsız bulunmaktadır. Ancak değişkenlerin gecikmeleri alındığında para arzı iki gecikme sonra, döviz kuru bir gecikme sonra anlamlı bulunmaktadır.

MB bono faiz oranı ile enflasyon aynı yönde hareket etmektedir. Faiz düştükçe enflasyon düşmekte, arttığında artmaktadır. Bunun anlamı KCMB'nın

enflasyonu yakından takip ederek enflasyondaki değişime göre MB bono ihracını azaltıp arttırmakta ve bono faiz oranlarını da böylece ayarlamakta olmasından kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte MB bono faiz oranı katsayısı anlamlı olmasına rağmen küçük olmaktadır. Uzun dönemde de MB bono faiz oranının katsayı anlamlı, ancak değeri kısa döneme göre daha küçük.

Mevduat faiz oranı, kredi faiz oranı da ayrı ayrı denklemlerde tahmin edilmiştir. Uzun dönemde bu değişkenlerin katsayıları da anlamlı ve pozitif ilişkiyi göstermektedir.

Pozitif ilişki uzun dönemde nominal faiz oranlarının enflasyona göre ayarlanmakta olduğu anlamına da gelir.

Para arzı ile enflasyon arasında da uzun dönemde pozitif ilişki bulunmaktadır. Katsayı değeri istatistiki olarak anlamlı, ancak değeri düşüktür. Para arzındaki yüzde bir artış enflasyonu 0.002 birim arttırmaktadır. Kısa dönemde ise iki gecikme ile anlamlı bulunmuştur. Para arzındaki yüzde bir artış enflasyonu 0.049 birim arttırmaktadır.

Uzun dönemde enflasyon ile döviz kuru arasındaki ilişki negatif olarak çıkmaktadır. 2000 yılından sonra gerçekleşen enflasyon oranının aylık gelişimine baktığımızda 2007 yılı ekim ayında enflasyon sıçrama göstermiştir. Bu artışın katsayıları etkilediği düşünülerek bu tarihe kukla değişkeni eklenerek model tahmin edilmiştir Ancak 2007/10 için kukla değerini eklediğimizde döviz kuru anlamsızlaşıyor. Kısa dönemde döviz kurunun bir gecikmesinin katsayısı anlamlı çıkmakta ve döviz kurundaki yüzde bir artış enflasyonu 0.49 birim arttırmaktadır.

Döviz kuru ile enflasyon gelişmelerini (tablo 12) dikkate aldığımızda analiz dönemi (2000/01-2012/06) arasında döviz kurları 2001 yılından 2009 yılına kadar devamlı değer kaybetmiştir. 2009 yılından sonra değer kazanmaya başlamıştır.

Enflasyonu belirleyen parasal değişkenleri incelediğimiz bu çalışmada parasal faktör olarak kullanılan para arzı, döviz kuru ve faiz oranının enflasyonu etkilediğini, ancak bu etkinin beklenildiği gibi küçük olduğu sonucuna varılmıştır. En çok etki eden değişken ise döviz kuru olmaktadır. Döviz kurlarının gelişimi enflasyonun talep ve arz yönünü de etkileyebileceği için döviz politikası dikkatli yürütülmesi gerekmektedir.

Engle-Granger yöntemi enflasyon ile para arzı, döviz kuru ve faiz oranları arasında uzun dönem ilişkinin olduğunu göstermekte, ancak kısa dönem denklemlerin tanısal istastiklerine baktığımızda tüm testlerin istenilen sonuçları vermediği görülmektedir. Bu açıdan katsayıların sağlamlılığı tartışılmalı olabilir.

Ayrıca modelimiz çok değişkenli olduğu için değişkenler arasında birden fazla koentegre edici vektor sayısı bulunabilir. Engle-Granger yöntemi bu açıdan eksik olmaktadır. Dolayısıyla daha sağlam bilgilere ulaşmak için başka bir çalışmada farklı modeller kullanılarak konu genişletilebilir.

SONUÇ

İkinci Dünya savaşından önce geçici ve önemsiz bir sorun olarak görülen enflasyon, savaş sonrası dönemde ve özellikle 1970 yıllarından sonra dünya genelinde yaşanan yüksek enflasyon sonucu istikrarsızlık yaratan çok önemli bir olgu haline gelmiştir.

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyinin sürekli ve önemli bir şekilde yükselmesi veya paranın sürekli olarak satın alma gücünü kaybetmesi olarak tanımlanmaktadır. Enflasyon bir ekonomide var olan bir istikrarsızlık sonucu ortaya çıkmakta, aynı zamanda kendisi de istikrarsızlığa neden olabilmektedir. Bu yüzden ekonomide yüksek düzeyde enflasyonun var olması istenmeyen olgu haline gelmiştir.

Enflasyon artış hızına göre genel olarak sürünen enflasyon, yüksek enflasyon ve hiperenflasyon olarak ayrılmakta ve enflasyonun maliyeti enflasyonun düzeyine göre farklılık göstermektedir. Bununla birlikte enflasyonun ekonomik birimler tarafından beklenip beklenmemesine bağlı olarak maliyeti değişmektedir. Genel olarak yüksek oranda gerçekleşen ve sürüp giden bir enflasyon ekonomiyi tahrip etmektedir. Yüksek enflasyon toplumun ekonomik ve sosyal yapısını bozmakta, kendisini enflasyona uyarlayamayan kesimler için satın alma gücü ve refah kaybına yol açarak, gelir dağılımını, toplumsal adaleti olumsuz etkilemektedir. Ayrıca yarattığı belirsizlik nedeniyle geleceğe yönelik karar almayı zorlaştırmakta, piyasalarda risk primini yükseltmekte, uzun vadeli yatırımların yapılmasını ve tüketim kalıplarını olumsuz yönde etkilemektedir. Bu olumsuzluklarının yanında ayrıca ekonomi için risk yaratmayacak düzeylere çekilen, düşük oranda, istikrarlı bir enflasyon büyüme için gerekli bir ihtiyaç olarak da görülmektedir.

Enflasyon nedenlerine göre maliyet enflasyonu, talep enflasyonu ve ithal edilen enflasyon olarak ayrılmaktadır. Ancak bu nedenler birbirlerinden tamamen bağımsız değillerdir ve birbirini etkilediğinden tam ayırım yapmak zordur.

Geçmiş yıllarda para politikalarının fiyat istikrarı, tam istihdam, büyüme ve ödemeler dengesinin sağlanması gibi birçok amacının olduğu görülmektedir. Farklı zamanlarda ve yerlerde bu amaçların biri ya da bir kaçı para politikasının temel amacı olarak kullanılmıştır. Ancak amaçlar arasında bir trade-off söz konusu olduğu, dolayısıyla bu hedeflerden bir tanesinin seçilmesi gerektiğiyle ilgili görüş birliği

sağlanmıştır. Günümüzde para politikalarının uygulanmasında uzun dönemde varılmaya çalışılan temel amaç fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarının ekonomide kaynak verimliliğini arttırdığı, iktisadi birimlerin geleceğe ilgili sağlıklı kararlar almasını ve büyümenin artmasını olumlu etkilediği görüşü herkes tarafından kabul edilmektedir. 2008 yılında yaşanan küresel kriz fiyat istikrarın yanında finansal istikrarın önemini arttırmasına rağmen para politikası açısından fiyat istikrarı temel amaç olmaya devam etmektedir. Ancak uzun vadede finansal istikrarın ve makroekonomik dengelerin sağlanması, sürdürülebilir ekonomik büyümeye ulaşmak göz ardı edilemez bir öneme sahiptir.

Para politikası amacı fiyat istikrarı iken bu amacı yerine getirmede hangi yaklaşımın kullanılacağı her zaman önem arz etmiştir. Fiyat istikrarını sağlamak için merkez bankaları enflasyonla mücadelede farklı stratejilere başvurmuştur. Döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve son 20 yılda en çok başvurulan enflasyon hedeflemesi en yaygın kullanılan stratejilerdir. Bu stratejilerin her birinin farklı özellikleri ve uygulama açısından farklı koşulları vardır.

Finansal liberalleşmenin artması ve artan uluslar arası sermaye hareketleri, para talebindeki istikrarsızlığın artması ve para arzı ile diğer ekonomik göstergeler arasındaki ilişkinin zayıflaması, merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamada kullandıkları parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejilerinin başarılı olma şansını zayıflatmıştır. Bu gelişmeler sonucu ortaya çıkan arayışlar, enflasyon hedeflemesini genel kabul gören bir yöntem haline getirmiştir. Günümüzde pek çok ülke açık ya da örtük şekilde enflasyon hedeflemesini uygulamaktadır.

Finansal serbestleşme ve onun yarattığı ekonomik değişiklikler para politikası araçlarını da değiştirmiştir. Son dönemde piyasa bazlı para politikası araçlarının önemi artmıştır.

Para politikası uygulama sürecinde temel amaca ulaşmak için kullanılacak operasyonel yapının doğru belirlenmesi para politikası başarısı açısından önemli olmaktadır. Hangi değişkenlerin temel amacı doğrudan ya da dolaylı olarak etkilediğini belirlemek aktarım mekanizması olarak bilinmektedir. Başlıca aktarım kanalları faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı, varlık fiyatları kanalı ve beklentiler kanalı olarak belirlenmektedir. Ekonominin yapısına, büyüklüğüne,

finansal sistemin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak aktarım kanallarının etkinliği değişmektedir.

Çalışmamızın birinci bölümünde para politikası ve enflasyon ile ilgili genel bir bilgi edindikten sonra, bu bilgiler ışığında Kırgızistan ekonomisi analiz edildi.

SSCB döneminde üretim faktörleri devlet mülkiyetine ait olup, iktisadi faaliyetler merkezi bir otorite tarafından planlanmaktaydı. Özel mülkiyet anlayışı olmayıp, yalnız kamu mülkiyeti söz konusuydu. Üretim ve fiyatlar merkezi bir planlama bürosu tarafından tespit ediliyordu. Sovyetler birliğinin dağılmasıyla bağımsızlığını kazanan Kırgızistan merkezi planlı ekonomiden piyasa ekonomisine geçiş yapmıştır. Bu amaçla geniş çaplı reformları gerçekleşmiştir. Hızlı geçiş yapmayı amaçlayan reformlar sonucunda piyasaya yönelik yeni kanunlar kabul edilmiş ve yürürlüğe konulmuştur. Bu reformlar ile ekonomik faaliyetlerin serbestleştirilmesi amaçlanmıştır. Dış ticaret üzerindeki engeller kaldırılmış, sermaye ve iş gücünün serbestçe dolaşımına izin verilmiştir. Fiyatlar piyasada belirlenmeye başlamış, makroekonomik istikrar için piyasa ağırlıklı araçlar kullanılmaya koyulmuştur. Özelleştirmeler sonucu küçük ve büyük çaplı işletmelerin yüzde 80'i özel sektöre devredilmiş, dolayısıyla kaynakların en etkin şekilde kullanılması amaçlanmıştır. Böylece ekonomik faaliyetlerde devletin payı en aza indirilmeye çalışılmıştır.

Piyasa ekonomisi ile ilgili tecrübenin olmamasından dolayı uluslar arası kuruluşlardan IMF, Dünya Bankasından, vs. tavsiyeler alınmış ve reformların uygulanması için kaynak sağlanmıştır.

SSCB'nin dağılması sonucu ekonomik açıdan bağımlı olan tüm Sovyet ülkeleri ekonomik kriz yaşamıştır. Kırgızistan'da reformların ilk dönemi olan 1991-1995 yılları içerisinde reel GSYİH yüzde 50 oranında küçülmüştür. Ayrıca hiperenflasyon, artan işsizlik ve reel gelirde düşüş yoksulluğun artmasına yol açmıştır. Hızlı bir şekilde yürütülmeye çalışılan reformlar sonucunda 1996 yılından itibaren ekonomi canlanmaya başlamıştır. 1998 yılında yaşanan Rusya krizi halen zayıf olan Kırgızistan ekonomisini de olumsuz etkilemiştir. 2000 yılından sonra ancak toparlanmaya başlayan ekonomi günümüze kadar yavaş yavaş büyüme göstermektedir. Yirmi yıllık bağımsızlık sürecinde piyasa ekonomisinin temeli oluşturulmaya çalışılmıştır ve gelişme yolundadır. Temel makroekonomik

değişkenlerde gelişmeler sağlanmasına rağmen ülkede yapısal problemler halen mevcut bulunmaktadır. Piyasa ekonomisini geliştirmek ve ekonomik büyüme ve kalkınmayı arttırmak adına ülke için en uygun politikalar yürütmeye çalışılmaktadır.

Bağımsızlığın ilk yıllarında tüm eski Sovyet ülkelerinde yaşanan yüksek enflasyon ve bunun reel ekonomiye yansıyan olumsuz etkileri yeni oluşmaya başlayan para politikasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak kabul edilmesinin temel nedeni olmuştur. Fiyat istikrarı makroekonomik istikrarın ve sürdürülebilir büyümenin temel şartı olarak kabul edilmektedir.

1991 yılında bağımsızlığını kazanmasından sonra Kırgız Cumhuriyetinde para politikasının düzenlenmesinde, uygulanmasında ve kontrolünde MB sorumlu olmuştur. MB para politikasını yürütmenin yanı sıra piyasaların geliştirilmesi, finansal sistemin kontrol edilmesi, ödeme sisteminin güvenli bir şekilde yürütülmesi gibi finansal istikrarın sağlanması görevini üstlenmektedir. Ekonomik büyüme ve finansal sistemin gelişmesi merkez bankasının enflasyonla mücadelesini kolaylaştırmaktadır.

Yirmi yıllık zaman aralığında para politikası uygulamaları ve temel amacı olan fiyat istikrarının sağlamasına yönelik başarısının değerlendirilmesi yapıldığında dönemler itibariyle değişmektedir.

KCMB enflasyon için gösterge niteliğinde tüketici fiyatları endeksini (TÜFE) esas almaktadır. TÜFE içindeki temel tüketim malları gıda ve enerji malları fiyatları mevsimsel dalgalanma gösterdiği ve kısa dönemlik etkileri içerdiği için son yıllarda çekirdek enflasyon hesaplanmaktadır. Bununla birlikte tarım ürünleri fiyat endeksi ve üretici fiyat endeksini açıklamaktadır.

Genel olarak MB enflasyona yol açan faktörleri parasal, parasal olmayan faktörler ve enflasyon beklentileri olarak ayırmaktadır. Enflasyonun parasal nedenlerden kaynaklanan kısmını kontrol edebilirken, parasal olmayan nedenlerden kaynaklanan kısmına etki edemediğini açıklamaktadır.

Para politikasının uygulanmaya başladığı yıllarda para arzındaki hızlı artış, üretimdeki hızlı düşüş ve fiyatların serbestleştirilmesinden dolayı gerçekleşen aşırı talep baskıları sonucu yaşanan hiperenflasyon sıkı para politikası uygulanması sonucu kısa bir sürede düşürülmüştür. Buna 1993 yılında ulusal paranın tedavüle çıkarılması ve merkez bankasının bağımsız para politikası yürütebilmesi büyük katkı

sağlanmıştır. 1995-1997 yıllarında ekonomide görülen canlanma fiyat artışlarının da düşürülmesini sağlarken 1998 yılında yaşanan kriz tekrar fiyatların artmasına yol açmıştır. 2000 yılına kadar para politikasının yürütülmesi için uygun şartların sağlanmasına yönelik çalışmalar yürütülmüş, piyasa ekonomisine yönelik yürütülen reformlar meyvelerini vermeye başlamıştır. 2000-2006 yıllarında enflasyon genel olarak hedeflenenin oranın altında ve düşük oranlarda gerçekleşmiştir. Genel olarak enflasyonun düşmesinin nedenleri ülkeye gelen döviz sonucu somun yabancı paralar karşısında değer kazanması, gıda, tarım ve enerji ürünleri fiyatlarında görülen yavaşlama, yapısal reformların başarılı yürütülmeye devam etmesi ve iç talepteki istikrar ve bunlara bağlı olarak oluşan olumlu beklentiler olarak sayılabilir.

2007 yılı Ağustos ayında uluslar arası piyasalarda meydana gelen dalgalanma ve tarım sektöründe gözlemlenen daralma iç fiyatların hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. 2008 yılında dünya ekonomisinde yaşanan kriz ve enerji fiyatlarındaki artışlar gene enflasyonun yükselmesine yol açmıştır. Genel olarak MB bu yıllarda enflasyonun kontrol edilemeyen nedenlerden kaynaklandığını belirtmektedir. 2009 yılında krizden dolayı daralan iç ve dış talep, dünya piyasasında gıda ve enerji fiyatlarında görülen düşüş ve merkez bankanın uyguladığı sıkı para politikası enflasyonun yılsonunda sıfırlara inmesine yol açmıştır. 2010 yılında bir taraftan siyasi olaylar sonucu yaşanan büyümedeki daralma ve bir taraftan yılsonunda gıda ve enerji fiyatlarındaki artış genel fiyatlar düzeyini arttırmıştır.

Genel olarak, yaşanan yüksek enflasyon parasal olmayan nedenlerden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla reel ekonomideki olumsuz gelişmeler yaşandığı dönemlerde merkez bankası temel amacına ulaşamamaktadır.

Ülkede tüketimi karşılayacak yeterli mal miktarının üretilememesi, üretimin ithal mallara bağlı olması, ileri teknoloji ürünlerinin ithal edilmesi ve hava şartlarına bağlı olarak temel tüketim malı olan buğday ürünlerinin üretimdeki istikrarsızlık ülke ekonomisinin dışa bağımlılığını arttırmaktadır.

Kırgızistan ekonomisi özellikle son yıllarda dış ticaret açığının ve dış borçlarının hızlı artması sonucu dış şoklara karşı daha duyarlı hale gelmiştir. Dünya genelinde yaşanan ekonomik gelişmeler, özellikle önemli ticaret ortakları olan komşu ülkeler Kazakistan, Rusya ve Çin'deki ekonomik durum, Kırgızistan

ekonomisini çok yakından etkilemektedir. Son yıllarda enflasyonda yaşanan oynaklıklar dış ülkelerde meydana gelen fiyat artışından kaynaklanmıştır.

Dış dünyaya bağımlılığın artması ve enflasyonun da yüksek seyretmesi ülkenin yapısal sorunlarından kaynaklanmaktadır. Başta IMF ve diğer uluslar arası kuruluşlardan sağladığı kredi ve yapısal uyum programları ile Kırgızistan stratejik büyüme programlarını uygulamaktadır.

Temel amacının fiyat istikrarını sağlamak ve korumak olarak belirleyen merkez bankası enflasyon oranlarını düşük tutmak için en uygun politikayı uygulamaya çalışmaktadır. Merkez bankasının operasyonel yapısı para politikası araçlarına dayanmaktadır. KCMB elindeki araçlarla piyasadaki likidite düzeyini ekonominin ihtiyacı doğrultusunda ayarlamaya çalışmaktadır. Enflasyon riski oluştuğu zaman piyasadan likiditeyi çekmekte, fiyatların istikrarlı gelişimi gözlendiği durumlarda piyasaya likidite sunmaktadır.

KCMB temel amaca ulaşmak için kullanabileceği araçları kendisi belirlemektedir, diğer bir değişle merkez bankasının araç bağımsızlığı söz konusudur. Finansal piyasadaki gelişmeler merkez bankasına para politikası araçlarını daha etkin kullanabilmesini sağlamaktadır. Para politikasının yürütülmeye başladığı 1993 yılından sonra merkez bankasının kullandığı araçlar birkaç defa değiştirilmiştir. İlk yıllarda en çok nakit ve kredi ihaleleri kullanılmıştır. 1992 yılında zorunlu rezerv sistemi ve 1993 yılında kredi ihalesi uygulanmaya başlamıştır. Hazine bonosu ihalesi 1993 yılında başlamış ancak merkez bankası kredilerinin çoğu hükümet tarafından kullanılmıştır. 1997 yılında hükümetin direkt finanse edilmesi durdurulmuştur. İnterbank piyasası çalışmaya başlayınca kredi ihalesi 1996 yılının Aralık ayında durdurulmuştur. Interbank piyasasının çalışmaya başlaması MB'nın işlem hacmini arttırmış ve daha etkin davranabilmesini sağlamıştır. 1997 yılında repo işlemleri uygulanmaya koyulmuş, 2000 yılında da merkez bankası bonoları piyasaya sunulmuştur. Diğer taraftan aynı yılda döviz alım satım (swap) işlemleri yürütülmeye başlamıştır. Kısa vadeli kaynakların fiyatının piyasada belirlenmesi amacıyla 1997 yılından 2000 yılına kadar 3 aylık hazine bono ihalesinde belirlenen oran temel alınmış, MB bonosu çıkarılmaya başladıktan sonra MB bono faiz oranları esas alınmaya başlamıştır.

2000 yılı sonrasında para politikası araçlarının kullanımı değerlendirildiğinde en çok APİ'ye başvurulmaktadır. Son yıllarda MB bono ihalesi MB işlemlerinin içinde en çok başvurulan araç olması ile birlikte MB bono işlemleri artmıştır ve kısa vadeli faiz oranlarının belirlenmesinde önemli olmaktadır. Bununla birlikte döviz işlemleri MB işlemlerinin yüzde 50'ye yakınını oluşturmaktadır ve en çok başvurulan aracıdır. MB dalgalı döviz kuru sistemi uyguladığını açıklamakta olsa da döviz kurlarına yapılan müdahaleler döviz kuru sisteminin yönetilen dalgalanma olduğunu göstermektedir. Ayrıca MB döviz kurlarında istikrarı sağlamak için sıkça döviz piyasasına müdahalede bulunacağını belirtmekte, ancak ne zaman ne miktarda satın alacağını ya da satacağını açıklamamaktadır.

Reeskont kredileri zor durumda olan bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılamak için kullanılmaktadır. Zorunlu karşılık oranları tek oran olarak belirlenmekle birlikte çok sık değiştirilmemektedir. Dolayısıyla para politikasının bu araçları fiyat istikrarından çok finansal istikrar amacı için kullanılmaktadır.

Genel olarak para politikası araçlarının etkili olarak kullanılabilmesi finansal sistemin gelişmişliğine bağlı olmaktadır. Kırgızistan'da finansal sistemin temelleri oturtulmuş ve son yıllarda gelişme göstermektedir.

Kırgızistan"da uygulanan para politikaları, temel amacı olan fiyat istikrarına ulaşmada herhangi bir stratejiye tam olarak bağlı olmaksızın, ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda genişletici ya da sıkı para politikasını uygulanmaktadır.

KCMB her yıl için enflasyon hedefi belirlemekte ve bu hedefe ulaşmak için en uygun politikayı yürütmeye çalışmaktadır. MB enflasyon hedefine ulaşmak için çeşitli tanımdaki parasal büyüklükleri ayarlamaya çalışmaktadır. MB parasal büyüklüklerde kesin bir artış oranı belirlemeden ekonomik konjonktüre ve büyümeye göre ekonomideki tüm değişkenleri hesaba katarak temel amacı olan fiyat istikrarını sağlayacak ve finansal sistemin ihtiyaç duyduğu ölçüde azaltıp değiştirmeye çalışmaktadır. Ancak para talebindeki istikrarsızlıklardan dolayı para arzını kesin olarak belirlemek zor olmaktadır. Parasal büyüklüklerin kontrolünün enflasyonu düşürücü etkisi olduğu, faizler ve borçlanmalar aracılığıyla talebi sınırlandıracağı varsayımına dayanmaktadır. Parasal büyüklüklere ek olarak piyasadaki sinyalleri zamanında alabilmek ve ona göre politika değişikliklerini yapabilmek için diğer

parasal göstergeleri (reel ve nominal faiz oranları, döviz kurları, ihraç edilen ve ithal edilen mal fiyatları, finansal araçların getirileri) de kullanmaktadır.

Son yıllarda en çok kullanılan enflasyon hedeflemesinin şartlarını sağlamak için çalışmalar yürütülmektedir. Nominal çıpa olarak enflasyon hedefini belirleyen ve merkez bankası bağımsızlığı, şeffaflık, hesap verebilirlik prensiplerini uygulamaya çalışan KCBM'nın önünde finansal sistemin az gelişmişliği, dolayısıyla faiz oranları ile aktarım mekanizmasının zayıflığı en büyük engel olarak görülmektedir.

Çalışmanın son bölümünde ekonometrik analize yer verilmiştir. Enflasyona etki eden değişkenleri belirlemeyi amaçladığımız bu bölümde veri kısıtlamasından dolayı enflasyonun parasal faktörlerini açıklanmaya çalışılmıştır. Enflasyonun parasal faktörlerden kaynaklanan kısmını kontrol edebileceğini açıklayan merkez bankasının hangi parasal değişkenleri esas alabileceği açısından önem arz ettiği düşünülmektedir.

2000:01-2011:06 dönemleri aylık verileri kullanılarak enflasyon dinamikleri parasal faktörler ile enflasyon arasındaki uzun dönem ilişki Engle-Granger iki aşamalı koentegrasyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Ekonometrik test sonuçlarına göre parasal değişkenler enflasyonun küçük bir kısmını açıklamaktadır. Para arzı ve faiz oranları katsayıları çok küçük olarak hesaplanmıştır. Döviz kurunun katsayısı da küçük olmakla beraber göreceli olarak daha çok etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

Özetlemek gerekirse Kırgızistan'da yaşanan enflasyonun önemli bir bölümü parasal olmayan nedenlerden kaynaklanmakta, parasal nedenlerin etkisi düşük olmakla beraber merkez bankası tarafından kontrol edilmeye çalışılmaktadır. Diğer bir değişle, enflasyon ekonomide talep artışından da, maliyet artışından da kaynaklanmaktadır. Ayrıca ithal enflasyon da söz konusudur. Ancak enflasyonun temel nedenini ülkedeki yapısal bozukluklar desek de yanlış olmaz. Dolayısıyla Kırgızistan'ın sahip olduğu yapısal sorunları çözülmedikçe enflasyon istikrarsız bir seyir izlemeye devam edecektir.

KCMB bu bağlamda para politikasının etkinliğini arttırılması, finansal piyasanın geliştirilmesi, para politikası araçlarının etkinliğinin arttırılması yönündeki politikaları uygulamaya devam etmeli. MB bağımsızlığı, şeffaflık, hesap verebilirlik ve MB iletişim politikası geliştirilmelidir.

Ayrıca fiyat istikrarı, salt para politikası bağlamında gerçekleştirilebilecek bir olgu olarak görülmemeli, enflasyonla mücadele için kamu kesiminin sağlıklı olması ve bütçe disiplininin oluşturulması, açıkların kontrol altında tutulabilmesi, büyüme politikalarının oluşturulması ve teşvik edilmesi için uygun politikalar yürütülmeye devam etmeli..

Kırgızistan'da enflasyonu yapısal bir sorun olmaktan kalıcı bir şekilde çıkarmak için, özellikle arz cephesinde yapısal sorunların çözülmesi, enerji ve ara girdide dışa bağımlılığın azaltılması, üretimin ihracat desteğiyle artırılması ve bu durumum istikrarlı hale getirilmesi enflasyonun kalıcı bir şekilde makul düzeyde seyretmesi için önem arz etmektedir.

KAYNAKÇA

Acartürk, Ertuğrul ve Hakan Arslaner. **Geçiş Ülkelerinde Devletin Ekonomik Rolü: Yabancı Sermaye ve Özelleştirme: Kırgızistan Örneği,** Kırgızistan Türkiye Manas Üniversitesi Yayını, Bişkek, 2004.

Agayev, Seymur. "Exchange Rate, Wages, and Money; What Explains Inflation in CIS Countries: Panel Causality and Panel Fixed Effects Analysis", **EuroJournals Publishing, Middle Eastern Finance and Economics**, ISSN: 1450-2889, Inc. Issue 9, 2011, ss. 6-13, http://www.eurojournals.com/MEFE.htm.

Akhtar, Shamshad, Henri Lorie, Arne Petersend. **Effectiveness of Central Banks and Their Role in The Global Financial Crisis: Case of Selected Economies,** Asian Development Bank, Mandaluyong, Metro Manila, Philippines, 2009.

Aklan, Nejla Adanur ve Mehmet Nargeleçekenler. "Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri"**, İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi,** No:39, 2008, ss. 109-132.

Aklan, Nejla Adanur ve Mehmet Nargeleçekenler. "Para Politikası Faiz Kararları ve Uzun Dönem Faiz İlişkisi, Türkiye Örneği", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi,** Cilt: XXV, Sayı: 2, 2008, ss. 141-163.

Aktan, Coşkun Can, Utku Utkulu, Selahattin Togay. **Nasıl Bir Para Sistemi: Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler,** İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 1998.

Akyazı, Haydar ve Aykut Ekinci. "Enflasyon Hedeflemesi, Büyüme ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası", **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 68, 2009, ss. 3-19.

Al-Eyd, Ali, David Amaglobeli, Bahrom Shukurov, and Mariusz Sumlinski, "Global Food Price Inflation and Policy Responses in Central Asia", **IMF Working Paper,** WP/12/86, March 2012.

Ansgar, Belke, Ingo G. Bordon, Torben W. Hendricks. "Monetary Policy, Global Liquidity and Commodity Prices, A Cointegrated VAR Approach for OECD Countries", **Ruhr Economic Paper** No. 167, **Berlin Discussion Paper,** No. 971, 2009, http://www.oecd.org/eco/43687366.pdf, (06.05.2012).

Aren, Sadun. **İstihdam Para ve İktisadi Politika**, 11.baskı, Savaş Yayınları, Ankara, 1998.

Asteriou, Dimitrios ve Stephen G. Hall. **Applied Econometrics**, Palgrave Macmillan Yayınevi, NY, 2007.

Aydarova, Altınay ve Çoro Döölötaliyev. "Para Politikası Unsuru Olarak Kırgız Cumhuriyeti Merkez Bankasının İletişim Politikası", **KCMB Yayınları**, 2011.

Baki, Pirimoğlu. **Para Politikası**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 1990.

Bekbasarov, Tilek. "Para Politikası Optimizasyon Metotlarının Geliştirilmesi: Kırgızistan Örneğinde", (Yayınlanmamış Doktora Tezi), J.Balasagın Kırgız Milli Üniversitesi, Bishkek, 2009.

Bektenova, Damira. "Geçiş Ekonomi Şartlarında Parasal-Finansal Sistemdeki Fonların Sermayeye Dönüştürülmesi: Kırgızistan Örneğinde", (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Kırgızistan Rusya Slavyan Üniversitesi, Bişkek, 2004.

Bilir, Burcu. "Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, 2006.

Birkan, Ayşe Ö. "Enflasyon Hedeflemesi, Maliyet Enflasyonu, Birikim ve Bölüşüm", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 64-4, 2009, ss. 78-98.

Bocutoğlu, Ersan. **Makro İktistat, Keynesyen Teori ve Politikalar**, 2. baskı, Derya Kitapevi, Trabzon, 2001.

Bozkurt, Cuma. "Enflasyonun Ekonomik ve Sosyal Maliyetleri", **Bütçe Dünyası Dergisi**, Sayı 34, 2010/2, ss. 168-183.

Bozkurt, Cuma. "Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye İçin Uygun Politika Seçimleri", (Doktora Tezi), Çukurova Üniversitesi, Adana 2006, http://www.belgeler.com/blg/12v2, (12.01.2012).

Büyükakın, Figen, Hilal Bozkurt, Vedat Cengiz. "Türkiye'de Parasal Aktarımın Faiz Kanalının Granger Nedensellik Ve Toda-Yamamota Yöntemleri İle Analizi", **Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Sayı: 33, Temmuz-Aralık 2009, ss. 101-118.

Büyükakın, Figen, Vedat Cengiz, Armağan Türk. "Türkiye'de Para Politikası Aktarım Mekanizması: Döviz Kuru Kanalı Üzerine Bir Değerlendirme", **Mevzuat Dergisi,** Sayı: 128, 2008**,** http://www.mevzuatdergisi.com/2008/08a/02.htm (07.02.2012).

Carlo A. Fevero, **Applied Macroeconometrics**, Oxford University Pres, New York, 2001.

Cengiz, Vedat. "Parasal Aktarım Mekanizması İsleyişi ve Ampirik Bulgular", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Sayı: 33, Temmuz-Aralık 2009, ss. 225-247.

Cottarelli, C., Griffiths, M. ve Moghadam, R. "The Nonmonetary Determinants of Inflation: A Panel Data Study", **IMF Working Papers,** WP/98/23, 1998.

Çatalbas, Karpat G. "Türkiye'de Para Arzı İle Enflasyon Arasındaki İlişkinin Parametrik Olmayan Regresyon Analizi İle İncelenmesi", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** 9/3, 2007, ss. 197-212.

Çolak, Faruk. (Ed.) **İktisadın İlkeleri**, Alkım Kitapçılık Yayıncılık, Ankara, 1996.

Çolakoğlu, Bayram. "T.C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenilirliği", **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar**, 40, (475), 2003, ss. 63-74, http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/bayram.doc (20.09.2011).

De Melo, M., Denizer, C. ve Gelb, A. (1996). "From Plan to Market: Patterns of Transition", **The World Bank Polcy Research Working Paper**, No:1564.

De Nicoló, Gianni, Sami Geadah, and Dmitriy Rozhkov, "Financial Development in the CIS-7 Countries: Bridging the Great Divide", **IMF Working Paper,** WP/03/205, October 2003.

Demirhan, Erdal. **"Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi",** Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul, 2002.

Dinler, Zeynel. **İktisada Giriş**, Bursa, Ekin Kitapevi Yayınları, 1995.

Duygulu, Aylin Abuk. "Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme: Türkiye Örneği", **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 7, Sayı: 4, 2005.

Eken, Mehmet Hasan. **Enflasyonun Bankacılık Üzerine Etkilerinin Risk ve Karlılık Açısından Değerlendirilmesi,** Türkiye Bankalar Birliği, Ankara, 1994.

Ercan Kumcu, **Krizler, Para ve İktisatçılar**, 3.baskı, Remzi Kitabevi, 2009.

Erdoğan, Seyfettin ve Durmuş Çağrı Yıldırım, "Türkiye'de Döviz Kuru Kanalının İşleyişi: Var Modeli İle Bir Analiz", **İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi,** No:39, 2008, ss. 95-108.

Ganiyev, Cunus. "Kırgızistan'da Enflasyon Dinamikleri", **Kırgızistan Türkiye Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Bişkek, 2008, Sayı: 20. ss. 33-43, http://yordam.manas.kg/ekitap/pdf/Manasdergi/sbd/sbd20/sbd-20-03.pdf.

Gordiyenko, S.V. "Dolaşımdaki Paranın Artması ve Para Politikasındaki Problemler", **Vestnik KRSU**, Cilt: 4, Sayı: 7, 2004, ss. 36-38.

Grauwe, Paul De, Magdalena Polan. "Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon?", **Scand. J. of Economics**, 107(2), 2005, ss. 239–259.

Gujarati, Domadar N. **Temel Ekonometri**, çev. Şenesen Ümit, Gülay Günlük Şenesen, 2.baskı, Literatür Yayıncılık, 2001.

Günal, Mehmet. **Para Banka ve Finansal Sistem**, Nobel Yayınevi, Ankara, 2006.

Güran, Nevzat. **Makro Ekonomik Analiz**, 3.baskı, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 2002.

Hernandez-Cata, Ernesto. "Price Liberalization, Money Growth, and Inflation During the Transition to a Market Economy", **IMF Working Paper**, WP/99/76, 1999.

IMF, Kyrgyz Republic: Recent Economic Developments, **IMF Staff Country Report**, No. 99/31, 1999.

IMF, Kyrgyz Republic: Request for an 18-Month Arrangement Under the Exogenous Stocks Facility. **Country Report** No. 07/146. Washington, DC: **IMF,** 2007.

Isakova, Asel. "Modeling And Forecasting Inflation In Developing Countries: The Case Of Economies In Central Asia", **Charles University, Center for Economic Research and Graduate Eduacation, Discussion Paper,** No.174, 2007.

Işık, Nihat ve Mustafa Acar. "Enflasyonla Mücadelede Politika Aracı Seçimi: Bir Vektor Otoregresyon (VAR) Analizi", **Muğla Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (İlke), Sayı: 16, 2006, ss. 341-354.

İmanaliyev, A. M. "Maliye ve Para Politikası İlişkisi", **Vestnik KRSÜ**, 2009, Cilt: 9, Sayı: 9, ss. 31-43.

Japarov, Akılbek. "Kırgız Cumhuriyetinde Menkul Kıymetler ve Sermaye Piyasası Piyasasının Geliştirilmesi Hakkında. Günümüz Ekonomik Sorunları", **www.m-economy.ru,** 2008, No: 4(28), (25.12.2009).

Kara, A. Hakan ve Musa Orak 'Enflasyon Hedeflemesi'**, Krizler, Para ve İktisatçılar**, Ed. Ercan Kumcu, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2009.

KC Maliye Bakanlığının Dış Borçlarla İlgili Basın Toplantısı, 23.05.2011. http://www.minfin.kg/index.php?option=com_content&view=article&id=557:2011-07-13-07-32-30&catid=73:2010-10-05-10-34-00&Itemid=143, (15.09.2011).

KCMB, **2008-2010 Yılları İçin Para Politikası Temel Stratejileri**, 2007, http://www.nbkr.kg/DOC/15032012/000000000014779.pdf, (07.09.2010)

KCMB, **2011-2013 Yılları İçin Para Politikası Temel Stratejileri,** 2010, http://www.nbkr.kg/DOC/10012011/000000000009009.pdf, (04.03.2011).

KCMB, **Enflasyon Raporları**, 2002:I-2012:II, Bişkek, www.nbkr.kg

KCMB, **Kırgız Cumhuriyeti Merkez Bankası Hakkında Kanun**, http://www.nbkr.kg/index1.jsp?item=40&lang=RUS, (12.12.2011).

KCMB, **Yıllık Rapor 2000**, KCMB, Bişkek, 2001, www.nbkr.kg

KCMB, **Yıllık Rapor 2001**, KCMB, Bişkek, 2002, www.nbkr.kg

KCMB, **Yıllık Rapor 2002**, KCMB, Bişkek, 2003, www.nbkr.kg

KCMB, **Yıllık Rapor 2003**, KCMB, Bişkek, 2004, www.nbkr.kg

KCMB, **Yıllık Rapor 2004**, KCMB, Bişkek, 2005, www.nbkr.kg

KCMB, **Yıllık Rapor 2005**, KCMB, Bişkek, 2006, www.nbkr.kg

KCMB, **Yıllık Rapor 2006**, KCMB, Bişkek, 2007, www.nbkr.kg

KCMB, **Yıllık Rapor 2007**, KCMB, Bişkek, 2008, www.nbkr.kg

KCMB, **Yıllık Rapor 2008**, KCMB, Bişkek, 2009, www.nbkr.kg

KCMB, **Yıllık Rapor 2009**, KCMB, Bişkek, 2010, www.nbkr.kg

KCMB, **Yıllık Rapor 2010**, KCMB, Bişkek, 2011, www.nbkr.kg

KCMB, **Yıllık Rapor 2011**, KCMB, Bişkek, 2012, www.nbkr.kg

Keller, Peter M. Thomas Richardson, "Nominal Anchors In The CIS", **IMF Working Paper**, WP/03/179, 2003.

Keyder, Nur. **Para, Teori-Politika-Uygulama**, 10.baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2005.

Khan, Mohsin S. "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy" **Presented at the RBI/IGIDR Fifth Annual Conference on Money and Finance in the Indian Economy,** Mumbai, India, January 30, 2003.

Kırgızistan Ulusal İstatistik Komitesi, **Kırgızistan Rakamlarda**, **İstistik Verileri,** Ulusal İstatistik Komitesi Yayınları, Bişkek, 2008.

Kumah, Francis Y. "The Role of Seasonality and Monetary Policy in Inflation Forecasting", Middle East and Central Asia Department, **IMF Working Paper,** No 175. 2006.

Kumskov, Vladimir**. "**Kırgızistan'da Enflasyonun Kaynakları", **Vestnik KRSU,** Cilt: 10, Sayı: 5, 2010, ss. 23-27.

Laurence C. Bernard **"Monetary Policy İmplementation at Different Stages of Market Development"**, İMF, Washington DC, 2005.

Leheyda, Nina. "Determinants of Inflation in Ukraine: A Cointegration Approach, **Center for Doctoral Studies in Economics and Management**, **(CDSEM), University of Mannheim,** Mannheim. 2005.

Lissovolik, Bogdan. "Determinants of Inflation in a Transition Economy. The Case of Ukraine", 2003, IMF **Working Paper,** WP/03/126.

Makembeyeva, Rita. "Kırgızistan Cumhuriyetinde Parasal Sisteminin Gelişimi", (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ulusal İlimler Akademisi, Bişkek, 2004.

Mishkin, Frederic S. "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", **NBER Working Paper,** No. 6965, 1999.

Mishkin, Frederic S. "Monetary Policy Strateji: How We Did Het Here", **Natıonal Bureau Of Economıc Research**, **Working Paper** No. 12515, 2006.

Mishkin, Frederic S. “Stratejıes for Controllıng Inflatıon”, **RBA Annual Conference Volume,** Monetary Policy and İnflatıon Targetıng, ed.by. Philip Lowe, Reserve Bank of Australia, 1997.

Mishkin, Frederic S. “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, **The Journal of Economic Perspectives,** Vol. 9, No. 4, 1995.

Mishkin, Frederic S. ve Miguel A. Savastano, “Monetary Policy Strategies For Emerging Market Countries: Lessons From Latin America”, **Seventh Dubrovnik Economic Conference,** Dubrovnik, Croatia, June 28-30, 2001.

Oktar, Suat ve Levent Dalyancı. “Türkiye Ekonomisinde Para Politikası ve Enflasyon Arasındaki İlişkinin Analizi, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 2011, Cilt: xxxı, Sayı: II, ss. 1-20.

Ortadoğu Stratejik Araştırma Merkezi, “**Kırgızistan’da Son Gelişmeler: Dün, Bugün, Yarın**”, Rapor No 26, Ankara, Ocak 2011.

Ömürkulova, Nuriza “Geçiş Ekonomisinde Enflasyon Problemleri (Kırgızistan Örneğinde)”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Kırgız Cumhuriyeti İlimler Akademisi, Alışbayev Ekonomi Enstitüsü, Bişkek, 2010.

Önder, Timur. “Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması”, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs, 2005.

Özatay, Fatih. **Parasal İktisat: Kuram ve Politika**, Elif Yayınevi, 2011.

Öztürk, Serdar. **Enflasyon Hedeflenmesi**, Derin Yayınları, İstanbul 2003.

Öztürkler, Harun ve Affun Hakan Çermikli. "Türkiye'de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar,** Cilt:44 Sayı:514, 2007, ss. 57-68.

Parasız, M. İlker. **Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar/ Dünyada ve Ülkemizde Kalkınma Makro Ekonomisi Sorunları**, Ezgi Kitapevi, İstanbul, 2001.

Parasız, M. İlker. **Para Banka ve Finansal Piyasalar,** 8.baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2005.

Parasız, M. İlker. **Para Politikası**, Ezgi Kitapevi, Bursa, 1993.

Pekin, Tevfik. **Makro İktisat**, Zeus Kitapevi, İzmir, 2005.

Ross, Kevin. "Post-Stabilization İnflation Dynamics in Slovenia", **Applied Economics**, Volume 32, Issue 2, 2000, ss. 135-149.

Saatçıoğlu, Cem. "Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye" **İSMMMO Mali Çözüm Dergisi**, 2001, Sayı: 56, 11. http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/56MaliCozum/56%20CEM%20SAAT%C3%87%C4%B0O%C4%9ELU%20.doc.

Sachs, Jeffrey D. Ve Felipe Larrain B. **Macroeconomics İn The Global Economy**, Prentice-Hall, USA, 1993.

Sarbanov, Ulan. "Monetary and Exchange Rate Policy in Economies with Newly Independent Currencies: Lessons from Recent History**", International Conference in Honor of the Kyrgyz Som,** Bishkek, Kyrgyz Republic, May 27-28, 1998.

Selimoğlu, Seval Kardeş. "Enflasyonun Finansal Tablolar Üzerindeki Etkilerinin Giderilmesi Yönünde Yapılan Ulusal ve Uluslararası Boyuttaki Düzenlemeler", **Muhasebe ve Denetimine Bakış Dergisi**, Sayı: 4, 2001, ss. 99-108.

Sevüktekin, Mustafa ve Mehmet Nargeleçekenler. **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi, EViews Uygulamalı**, 3.baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2010.

Seyrek, İsmail ve Mehmet Duman, Murat Sarıkaya. "Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye'de Aktarım Mekanizması", **Ç.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi,** Cilt 5, Sayı 1**,** ss. 202-222.

Susmuş, Türker. "Enflasyon Ortamında Maliyetleme", (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1999.

Svensson, Lars E.O. Monetary Policy after the Crisis, **Speech at the conference** "Asia's Role in the Post-Crisis Global Economy"Federal Reserve Bank of San Francisco, 29/11/2011, p.1. www.riksbank.se (03.04.2012).

Şahanoviç R.M: "BDT ve EvrAzES Ülkelerinde Uluslar Arası Entegrasyonun Gelişimi", **Problemı Sovremennoy Ekonomiki,** No 3 (31), 2009**,** http://www.m-economy.ru/art.php3?artid=26009.

TCBM, Fiayat İstikrarı, 2002, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/fiyat_istikrar.pdf (05.10.2011).

TCBM, **Merkez Bankası-Para Politikası Uygulamaları**, ÖDTÜ, Ekim 2007, www.tcmb.gov.tr. (12.10.2011).

Telatar, Erdinç. **Fiyat İstikrarı, Ne? Nasıl? Kimin İçin?** İmaj Yayınevi, Ankara, 2002.

Tunca, Zafer. "Türkiye'de Enflasyon", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 49, 60.Yıl Özel Sayı, 1998.

Tutar, Eser. "Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi", (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), TCMB, Ankara, 2005.

Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği, **Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri, Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi,** Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul, 2002.

Utkulu, Utku. "Türkiye'de Bütçe Açıkları ve Dış Ticaret Açıkları Gerçekten İkiz Mi? Koentegrasyon ve Nedensellik Bulguları", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 18, Sayı: 1, 2003, ss. 45-61.

Uzagaliyeva, Aynura. "Finding Optimal Measures of Core İnflation İn The Kyrgyz Republic", **The Center for Economic Research and Graduate Education of Charles Univercity and Economics İnstitute of the Academy of Science, Working Paper Series**, 261, Prague, 2005.

Ünsal, Erdal. **Makro İktisat**, 7.baskı, İmaj Yayıncılık, Ankara, 2007.

Vogelvang, Ben. **Econometrics, Theory and Applications with Eviews,** Pearson Education Limited, London, 2005.

Yay, Gülsün. "Para Poltikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi", Yıldız Teknik Üniversitesi, **İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** İktisat Dergisi, 2006, Sayı 470-471, ss. 3-17, http://gulsunyay.com/portal/documents/files/enfhedef.pdf (24.03.2010).

Yıldırım, Kemal, Doğan Karaman, Murat Taşdemir. **Makroekonomi,** 7.baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2008.

Yiğit, Nazan. "Türkiye'de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi", (Mesleki Yeterlilik Tezi), T.C. Maliye Bakanlığı, Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara, 2009.

Z. Orhan, Osman ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, 4.baskı, Yazıt Yayın Dağıtım, Ankara, 2007.

Z. Orhan, Osman. **Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları**, Filiz Kitap evi, İstanbul, 1995.

Ziotis, Nikolaos and Christos Papadas. "Supply of Money and Food Prices: A Time Series Analysis" Agricultural University of Athens, **Department Of Agricultural Economics, Working Papers,** 2009.