

Paper prepared for the
EY International Congress on Economics II
"Growth, Inequality and Poverty "
Ankara, November 5-6, 2015



Gazi University – Department of Economics



EKONOMİK YAKLAŞIM
Quarterly Peer-Reviewed Scientific Journal
Department of Economics - Gazi University

Yeni Uzlaşı Modelinin Eleştirisi, Post Keynesyen Enflasyon
Hedeflemesi ve Para Politikası Kuralları
[The Critique of the New Consensus Model, Post Keynesian
Inflation Targeting and Monetary Policy Rules]

Alkın H. ¹, Işık S. ²

1 Akdeniz Üniversitesi/İktisat, Araştırma Görevlisi, Antalya, Türkiye

2 Akdeniz Üniversitesi/ İktisat, Prof. Dr., Antalya, Türkiye

Corresponding author:

huriyealkin@akdeniz.edu.tr

Yeni Uzlaşı Modelinin Eleştirisi, Post Keynesyen Enflasyon Hedeflemesi ve Para Politikası Kuralları¹

Alkın H., Işık S.

Özet

Bugün birçok merkez bankasının kullandığı para politikası, Yeni Uzlaşı modeli tarafından geliştirilen enflasyon hedeflemesine dayanmaktadır. Bu model çerçevesinde para politikasının amacının fiyat istikrarı olduğu kabul edilmekte ve enflasyon para politikaları sonucu ortaya çıkan parasal bir olgu olarak görülmektedir. Fiyat istikrarı ile uzun dönemde enflasyonun maliyetinin en aza indirgenmesi ve çıktı düzeyinin potansiyel (doğal) seviye taşınması hedeflenmektedir. Post Keynesyen yaklaşım, modern merkez bankalarının temelini oluşturan enflasyon hedeflemesini ekonomi ile uyumu açısından irdelemektedir. Post Keynesyen yaklaşımda enflasyon hedeflemesine dayalı faiz kuralları reddedilmekte ve bu faiz kuralına alternatif olarak üç farklı faiz kuralı geliştirilmektedir. Bu faiz kurallarından ilki, Pasinetti (1980)'nin "adil faiz oranı" kuralıdır. Bu faiz kuralında faizler ücretlerin artış oranına eşitlenmektedir. İkinci faiz kuralı Wray'in nominal faizleri sifıra eşitlediği "Kansas kuralı"dır. Üçüncü faiz kuralı Smithin'in geliştirdiği ucuz para politikasına dayanan düşük faizin savunulduğu "Smithin kuralı"dır. Bu çalışmada İleriye Dönük Taylor kuralının TCMB para politikasındaki geçerliliği araştırılmaktadır. Türkiye'nin 2006: 01-2015: 02 dönemine ait aylık verileri kullanılmıştır. Analizde reel faiz oranı, faiz düzleştirme değişkeni, döviz kuru, enflasyon açığı ve çıktı açığı değişkenleri kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişki Johansen eşbütünleşme testi ile incelenmiştir. Ardından değişkenler arasındaki nedensellik test edilmiştir. Testlerin sonucunda enflasyon açığı, faiz düzleştirme değişkeni ve reel faiz oranı arasında uzun dönemli ilişkiye rastlanmıştır. Granger nedensellik testinin sonuçları ise uzun dönemde enflasyon açığı ve faiz düzleştirme değişkeninden faiz oranına doğru nedenselliğin olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Post Keynesyenler, Yeni Uzlaşı, Post Keynesyen Faiz Kuralları, Post Keynesyen Enflasyon Hedeflemesi, Yeni Uzlaşı Enflasyon Hedeflemesi, TCMB Para Politikası

JEL Sınıflaması: E11, E43, E52, E58.

¹ Bu çalışma, Huriye ALKIN'ın "Yeni Uzlaşı Modelinin Eleştirisi, Post Keynesyen Enflasyon Hedeflemesi Modelleri ve Para Politikası Kuralları" başlıklı yüksek lisans tezine dayanmaktadır.

The Critique of the New Consensus Model, Post Keynesian Inflation Targeting Model and Monetary Policy Rules

Abstract

Monetary policy used today in many central banks is based on New Consensus Model. Monetary policy's aim is the price stability and inflation is a monetary phenomenon. With the price stability, decreasing the cost of inflation and the reaching potential (natural) output are targeted in the long run. In Post Keynesian approach, interest rules based on inflation targeting are rejected and three alternative interest rules are developed. First of interest rules is Pasinetti's fair interest rate rule. In this interest rate, interest rate is equalized to the increase in wage rates. Second interest rate is Kansas rule in which nominal interest is equalized to zero. Third interest rate is Smithin rule which is based on easy monetary policy and low interest. In this study, forward looking Taylor rules validity is examined. Monthly Turkish data is from June of 2006 to February of 2015 is employed in this study. In this research, real interest rate, interest rate smoothing variable, exchange rate and output gap variables are used. Long run relation is analyzed between variables employing Johansen Cointegration test. After, causality is tested between variables. In the conclusion of these tests, long run relation is found between real interest rate, interest rate smoothing and inflation gap variables. The conclusion of Granger causality test indicates that there is a long run causality from inflation gap and interest rate smoothing variable to interest rate.

Keywords: Post Keynesian, Post Keynesian interest rate rules, Post Keynesian inflation targeting, New Consensus inflation targeting, CBRT monetary policy.

JEL classification: E11, E43, E52, E58.

GİRİŞ

1980'li yıllarda küresel düzeyde sermayenin serbestleşmesinin ardından parasal büyüklüklerin kontrolünün zorlaşmasıyla 1990'lı yıllara gelindiğinde para arzına dayalı para politikasından uzaklaşmıştır. Parasal büyüklüklere alternatif olarak uygulanan döviz kuruna dayalı para politikaların makro politikalar ile çelişmesi sebebiyle para politikası aracı olarak enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlanmıştır. Enflasyon hedeflemesine dayalı bu para politikası Yeni uzlaşı tarafından geliştirilmiştir. Geliştirilen bu para politikasında faiz oranı ile potansiyel üretim ve hedeflenen enflasyondan sapmaların minimize edildiği Taylor kuralı kullanılmaktadır.

Yeni Uzlaşı Modeli'nin enflasyonu önceleyen para politikası kuralları birçok iktisat yaklaşımı tarafından eleştirilmektedir. Bu yaklaşımlardan en önemlisi Post Keynesyen İktisat Yaklaşımı'dır. Yeni Uzlaşı modelini eleştiren Post Keynesyen iktisat yaklaşımı para politikası, esas olarak üç temel yaklaşım üzerinde yoğunlaşmaktadır. Yaklaşımlardan ilki, Pasinetti (1980-

81)'nin "adil faiz oran" olarak tanımladığı parasal kuraldır. Bu faiz kuralında, faiz oranı ücretlerin artış oranına eşitlenmektedir. İkincisi, Smithin kuralıdır (2004-2007). Smithin'in geliştirdiği bu kuralda, para politikası kuralının finansal varlıkların satın alma gücünü koruması gerektiği ve dolayısıyla düşük reel faiz politikasının gerekliliği savunulmaktadır. Üçüncü faiz kuralı olan Kansas kuralı, Wray (1998 ve 2007)'in Keynes'in finansal sermayeye yönelik eleştirilerine dayanarak geliştirdiği sıfır faiz oranı kuralıdır.

Post Keynesyen Yaklaşım enflasyon hedeflemesi ile ilgili tartışmalara enflasyon hedeflemesinin ekonomi ile uyumunu sınamak amacıyla dahil olmaktadır. Post Keynesyen iktisatta enflasyon hedeflemesinin ekonomi ile uyumu üzerine farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Arestis ve Sawyer (2005) doğal işsizlik oranı, paranın yansızlığı, talep kaynaklı enflasyon kavramına dayanan enflasyon hedeflemesinin Post Keynesyen literatürü ile çelişmesi sebebiyle enflasyon hedeflemesi politikasına karşı çıkmaktadır. Diğer yandan Setterfield (2005), Setterfield ve Lima (2008) Yeni Uzlaşım modelinden yola çıkarak geliştirdikleri modellerinde enflasyon hedeflemesinin Post Keynesyen ekonomi ile uyumlu olduğu sonucuna varmaktadırlar.

Bu çalışmanın amacı, Yeni Uzlaşım modeli enflasyon hedefleme politikalarına alternatif Post Keynesyen enflasyon hedeflemesi modellerini ve para politikası kurallarını ve böylece modern merkez bankalarının para politikası kuralı uygulamalarına yönelik teorik tartışmaları ortaya koymaktır. Ayrıca, çalışmada, Yeni Uzlaşım modelinin enflasyon hedeflemesine dayanan para politikasına alternatif olarak oluşturulan Post Keynesyen faiz kurallarının yeni geliştirilmiş olması, teorik düzeyde olması ve ülke örneklerinin bulunmaması nedeniyle Türkiye için Taylor kuralının uygulanabilirliği sınanmıştır. Çalışmada Türkiye'nin 2006: 01-2015:02 dönemine ait aylık reel faiz oranı, çıktı açığı, enflasyon açığı, faiz düzeltme değişkeni ve döviz kuru verileri kullanılmıştır. İleri Dönük Taylor kuralının Türkiye para politikasındaki geçerliliği eşbütünleşme ve nedensellik testi ile incelenmiştir.

1. YENİ UZLAŞI MODELİ VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Yeni uzlaşım para politikası tarihsel gelişimi Klasik iktisat geleneğinden Keynesyen iktisat geleneğine kadar geniş bir yelpazeyi içermektedir. 1929 Büyük Bunalım sürecine dek Klasik iktisat öğretileri kullanılır iken Büyük Bunalım sonrasında piyasalara müdahale edilmediği sürece kendiliğinden dengeye geleceği savını reddeden Keynesyen iktisat kullanılmaya başlanmıştır. 1950'li yıllarda modern miktar teorisini geliştiren Monetaristler ortaya çıkmıştır. Monetaristler'e göre enflasyonun tek sebebi genişlemeci para politikalarıdır. 1970'lere gelindiğinde enflasyon-işsizlik sorunlarını rasyonel beklentiler teorisi altında işleyen Yeni Klasik iktisat ortaya çıkmıştır. Yeni Klasik iktisatın ortaya çıkışının ardından piyasa başarısızlığı, eksik rekabet, ücret-fiyat katıllıkları, asimetric bilgi, sınırlı rasyonelite gibi kavramları ortaya atan Yeni Keynesyen iktisat ortaya çıkmaktadır. Bu yaklaşıma göre para politikası kredi yoluyla üretim ve istihdamı etkilemektedir. Yeni Uzlaşım yaklaşımı kısa dönem iktisadi uygulamaları itibariyle makro iktisata getirdiği yeniliklerle adını duyuran Yeni

Keynesyenler'in bir parçası olduklarını ileri sürmektedir. Yeni uzlaşma yaklaşımı enflasyon ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi kabul etmeleri ve Wicksell'i benimsemeleri itibarıyla ayrıca Neo-Wicksellyen adını almaktadır (OscarDe-Juan, 2007:617).

Bugün birçok merkez bankasının uyguladığı para politikası Yeni uzlaşma modeli olarak adlandırılan Neo-Wicksellyen yaklaşıma dayanmaktadır. Yeni uzlaşma modelinin dayandığı faize bağlı para politikası, Knut Wicksell'in doğal faiz oranı ve piyasa faiz oranı ayırımına yer verdiği çalışmasına (1898) kadar uzanmaktadır (Woodford,2003 ve Fontana, 2007: 45). Yeni uzlaşma yaklaşımına öncülük eden Wicksell (1898), fiyat düzeyinin parasal tabana bağlı olarak değiştiğini ifade eden paranın miktar teorisini reddederek para politikasına yenilikler getirmiştir. Wicksell (1898, bölüm 6) para politikasına yenilikler getirdiği Faiz ve Fiyatlar adlı çalışmasında kredi (piyasa) faiz oranı (r) ve doğal faiz oranı (ρ) olmak üzere iki farklı faiz oranına yer vermektedir. Wicksell'in analizinde bankaların kredi faizleri (r) büyük ölçüde merkez bankaları tarafından belirlenir iken doğal faiz oranı (ρ) sermayenin arz ve talebine bağlı olarak belirlenmektedir.

$$(I - S) = u(\rho - r) \quad (1)$$

Yatırım ve tasarruflar arasındaki fark, doğal faiz oranı ile piyasa faiz oranı arasında farklılaşmaya neden olmaktadır. Bu farklılık ise enflasyonist ve deflasyonist süreçleri tetiklemektedir.

$$\pi = \Delta P/P = v(\rho - r) \quad (2)$$

Merkez bankası tarafından belirlenen faiz oranlarının (r) doğal faiz oranının altında olması durumunda talep artışı enflasyonla sonuçlanmaktadır. Piyasa faiz oranının, doğal faiz oranından yüksek olması durumunda ise yatırımlar ve dolayısıyla toplam talep azalmakta ve fiyatlar düşmektedir (Arias, 2013:9-15).

Wicksell'in doğal-piyasa faiz oranı ayırımı, Yeni Uzlaşma modelinde çıktı (üretim) ve enflasyon belirlemede önemli bir role sahiptir (Arestis ve Sawyer, 2008:768 ve Fontana, 2007: 51). Doğal-piyasa faiz oranı ayırımından yola çıkan Yeni Uzlaşma modelinde cari üretim ile potansiyel üretim arasındaki fark enflasyona yol açmakta ve merkez bankasının piyasa faiz oranını kontrol etmesiyle kredi ekonomisinde para içsellik kazanmaktadır. Bu yönüyle, Wicksellyen geleneğe bağlı kalan Yeni Uzlaşma modeli, Ana Akım iktisat düşüncesinden bir ölçüde ayrılmaktadır. Çünkü Wicksell'den hareketle Yeni Uzlaşma modelinde, kısa dönemde fiyat ve ücretlerin aşağı doğru katı olması merkez bankasının faiz politikasıyla yatırım ve üretimi etkilemesine izin vermektedir. Yani merkez bankalarının düşük faiz politikası, para arzını içselleştirmektedir. Fakat uzun dönemde Yeni Uzlaşma modelinde yer alan Wicksellyen kısa dönem enflasyon/deflasyon sürecinin, yatırım ve üretim üzerindeki etkisi ortadan kalkmaktadır. Dolayısıyla Yeni Uzlaşma modeli uzun dönemde Ana Akım iktisadın dayandığı paranın yansız olduğu çerçeveye geri dönmektedir. Sonuç olarak, uzun dönemde Ana Akım iktisat yaklaşımına

sadık kalan Yeni Uzlaş, kısa dönemde Wicksellyen analizini kullanarak merkez bankasını politikalarını geliştirmektedir.

Bugün tüm merkez bankalarının uyguladığı para politikası çerçevesi Yeni Uzlaş Modeli olarak adlandırılan Neo-Wicksellyen yaklaşıma dayanmaktadır (Taylor, 2000:93 ve Taylor, 1993). Wicksellyen yaklaşımdan hareket eden Yeni Uzlaş modeli, modern para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olduğunu kabul etmekte ve enflasyonu para politikaları sonucu ortaya çıkan parasal bir olgu olarak görmektedir. Bu yaklaşımda para politikasının temel stratejisi, enflasyonu önlemeye yönelik para politikası kuralıdır (faiz kuralı). Merkez bankaları, para politikası aracı olarak geleneksel para arzı politikası yerine faiz politikası yoluyla para politikasını yürütmektedir (Fontana, 2007: 51-52). Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla geliştirilen enflasyon hedeflemesi modelinde enflasyon hedeflemesi ile uzun dönemde enflasyon maliyetinin minimize edildiği ve çıktı düzeyinin ise potansiyel (doğal) düzeyde gerçekleştiği politika aracı kast edilmektedir.

Yeni Uzlaş modelinde enflasyon hedeflemesinin savunulmasının birçok önemli gerekçesi bulunmaktadır. Gerekçeler arasında aktivist para politikalarının başarısız olması, uzun dönemde Phillips eğrisi nedeniyle enflasyon ve istihdam arasında ödünleşmenin (trade-off) gerçekleşmemesi, finansal yeniliklerin varlığı, parasal toplamların kontrol edilememesi, para talebinin istikrarsız olması, düşük enflasyonun uzun dönemde ekonomik büyümeye katkı sağlaması yer almaktadır. Enflasyon hedeflemesinin başarılı olması ise merkez bankalarının bağımsızlıklarına, politika kararları ve uygulamalarının şeffaf olmasına, güvenilir olmasına ve kamuyla etkili iletişimine bağlıdır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 14 ve Kim:6).

Yeni Uzlaş modelinde enflasyon hedeflemesi politikası, ücret sözleşmeleri, paranın yansızlığı, arz yanlı denge, talep kaynaklı enflasyon olgusuna dayanmaktadır. Paranın yansızlığı ve arz yanlı denge sadece uzun dönemde geçerli iken kısa dönemde para yansız değildir ve dolayısıyla reel değişkenler üzerinde etkilidir. Ayrıca, kısa dönemde iktisadi dengeyi sağlamada talep daha etkin bir rol oynamaktadır.

Yeni Uzlaş yaklaşımın enflasyon hedeflemesi modeli mal piyasası dengesi (IS), Phillips eğrisi (PC) ve para politikası kuralı (MR) olmak üzere üç temel denkleme (IS-PC-MR) dayanmaktadır (Carlin ve Soskice, 2006: 79-83 ve 131-169 ve Carlin ve Soskice, 2005:1-7).

Enflasyon hedeflemesi modelinde yer alan mal piyasası dengesine (3) numaralı denklemde yer verilmektedir.

$$y - y_e = -a(r - r_s) \quad (3)$$

IS denkleminde yer alan y cari çıktı miktarı, y_e potansiyel üretim, r reel faiz oranı, r_s potansiyel çıktıya denk gelen denge reel faiz oranını tanımlamaktadır. IS eşitliği, faiz oranının denge faiz oranından sapması karşısında çıktının da denge değerinden sapacağını göstermektedir.

Çıktı ile enflasyon arasındaki ilişki ise Phillips eğrisi yardımıyla gösterilmektedir:

$$\pi_1 = \pi_0 + \alpha(y_1 - y_e) \quad (4)$$

(4) numaralı Phillips eğrisi denkleminde yer alan π_1 cari enflasyon, π_0 geçmiş enflasyon, y_1 cari çıktı ve α pozitif bir sabit iken enflasyonun çıktı açığına olan duyarlılığını göstermektedir.

Merkez bankasının para politikası para politikası kuralına bağlı olarak yürütülmektedir. Parasal kural eşitliğine (5) numaralı denklemde yer verilmektedir.

$$(y_1 - y_e) = -\alpha\beta(\pi_1 - \pi^T) \quad (5)$$

(5) numaralı denklemde yer alan parasal kural eşitliği (MR), merkez bankasının çıktı-enflasyon ödünleşiminden türetilmektedir. Merkez bankasının karşı karşıya olduğu PC veri iken MR eşitliği tercih edebileceği çıktı-enflasyon bileşenlerini göstermektedir. Denklemde yer alan π^T hedeflenen enflasyonu ifade etmektedir.

Para politikasının faiz kuralı ya/da Taylor kuralı, enflasyonun hedeflenen enflasyon değerinden sapsması durumunda merkez bankasının faiz oranını nasıl belirleyeceğini göstermektedir.

$$(r_0 - r_s) = \frac{1}{a(\alpha + \frac{1}{\alpha\beta})} [(\pi_0 - \pi^T) + (y_0 - y_e)] \quad (6)$$

Taylor kuralı çerçevesinde cari dönemde enflasyon oranının hedeflenen enflasyon değerinden sapsması ya da çıktı değerinin çıktı hedefinden sapsması durumunda merkez bankası nominal faizi değiştirerek müdahale etmektedir.

Clarida vd. (1999:7), Taylor kuralından hareket ederek geliştirdikleri beklentilere dayalı İleriye Dönük Taylor kuralına ekonominin istikrar kazanabilmesi için faiz düzeltirme değişkenini, gerçekleşen faiz oranının bağımsız bir değişkeni olarak eklemektedir.

$$r_t = \rho(L)r_{t-1} + (1-\rho)r_t^* \quad (7)$$

Faiz düzeltirme değişkeninin eklendiği (7) numaralı denklem faiz oranı düzeltirme kuralı olarak adlandırılmaktadır. Denklemde gösterilen L gecikme operatörünü ifade ederken ρ faiz düzeltirme derecesini tanımlamakta ve ρ değeri 0 ve 1 arasında değişmektedir. İleriye Dönük Taylor kuralına faiz oranı düzeltirme değişkeni (r_{t-1}) eklenerek 8 numaralı denklem elde edilmektedir.

$$r_t = (1 - \rho)[rr^* - (\beta - 1)\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \gamma x_{t,q}] + \rho(L)r_{t-1} + \varepsilon_t \quad (8)$$

(8) numaralı denklemde yer verildiği üzere, enflasyon açığı ve çıktı açığının cari dönem faiz oranına etkisinin ρ tarafından belirlendiği; ρ değeri artıkça enflasyon açığı ve çıktı açığının

etkisinin cari dönemde daha az hissedildiği ve bu iki açığın etkisinin gelecek dönemlere de yayıldığı sonucuna ulaşılmaktadır.

2. POST KEYNESYEN ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Post Keynesyenler, Ana Akım'ı temsil eden Yeni Uzlaşma modelinden bu yaklaşımın doğal işsizlik ve toplam talebin uzun dönem üretim üzerinde etkisizliği argümanı nedeniyle teorik olarak farklılaşmaktadır. Yeni Uzlaşma yaklaşımının uzun dönemli analizde talep kaynaklı enflasyon, paranın yansızlığı, ücret-fiyat katılıklarının azalışını içeren teorik unsurları reddedilmekte ve maliyet itişli enflasyon (mark-up yaklaşımı), paranın yanlılığı, parasal ücret sözleşmeleri gibi teorik yaklaşımlar benimsenmektedir (Kim:6).

Post Keynesyenler, enflasyon hedeflemesiyle ilgili tartışmalara ekonomilerin enflasyon hedeflemesiyle uyumlu olup/olmadığı hususu bakımından müdahil olmaktadır. Diğer yandan Post Keynesyen literatüründe ekonominin enflasyon hedeflemesine uygun olup olmadığı hususunda farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bir grup Post Keynesyen, Yeni Uzlaşma modelinden türetilen enflasyon hedeflemesinin Post Keynesyen teoriyle uyumlu olduğunu dile getirirken diğer bir grup Post Keynesyen iktisatçı ise faiz oranı ile talep enflasyonunu kontrol eden yaklaşımın Post Keynesyen teoriyle uyumsuz olduğunu ileri sürmektedir. Arestis ve Sawyer (2005) ve Palley (2006) paranın yansızlığı, doğal işsizlik oranı, arz yanlı ekonomi ve bağımsız para politikasını kabul eden Yeni Uzlaşma yaklaşımına dayanan enflasyon hedeflemesinin Post Keynesyen teorik yaklaşımlarına ters düşmesi sebebi ile uygun para politikası olmadığını ileri sürmektedir (Oreiro vd. , 2008:1-21).

Oreiro vd. (2008: 21)'e göre enflasyon hedeflemesi Post Keynesyen yaklaşımı ile uyumludur. Fakat Post Keynesyen enflasyon hedeflemesi yaklaşımının gelişmekte olan ülkelere uygulanabilmesi için yeterli ekonomik büyüme, düşük ve istikrarlı enflasyon hedefinin garantilenmesi amacıyla merkez bankalarının sıkı para politikası yanında ekonomik koşullara göre talep yönetimi, sermaye yönetimi gibi araçları da tamamlayıcı olarak kullanması gerekmektedir. Oreiro vd. (2008)'nin yanı sıra Setterfield (2005); Setterfield ve Lima (2008); enflasyon hedefinin ekonominin hedefiyle uyumlu olabileceğini kabul etmektedir. Setterfield (2005), geliştirdiği temel modelde Post Keynesyen enflasyon hedeflemesinin özellikleri dikkate alındığında, enflasyon hedeflemesinin kısmen uygulanabileceğini ileri sürmektedir. Setterfield (2005), geliştirdiği Genişletilmiş Post Keynesyen modelinde ise enflasyon hedeflemesinin ekonomiyle tamamen uyumlu olabileceğini ileri sürmektedir. Setterfield ve Lima (2008) ise geliştirdikleri enflasyon beklentisi modelinde, Post Keynesyen ekonomide farklı tepki fonksiyonların, enflasyon hedeflemesi ve ekonomik istikrar üzerindeki etkilerini analiz etmektedir. Yaptıkları çalışmalar sonucunda, ihtiyari olarak seçilmiş farklı tepki fonksiyonların bir kısmında ekonominin enflasyon hedeflemesi ile uyumlu olduğu sonucu ulaşıırken; farklı tepki fonksiyonlarının bir kısmında da ekonominin enflasyon hedeflemesiyle uyumlu olmadığı sonucu elde edilmektedir.

Post Keynesyen enflasyon hedeflemesi yaklaşımını göstermek için önce Setterfield (2005)'in sonra da Setterfield ve Lima (2008)'nin geliştirdiği modeller kullanılacaktır.

2.1. Setterfield Enflasyon Hedeflemesi Modeli

Setterfield (2005:3-11), Yeni Uzlaş modelinden hareketle Post Keynesyen enflasyon hedeflemesi modelini geliştirmiştir. Setterfield (2005), Post Keynesyen enflasyon modelinin nominal ücret pazarlığı, paranın yanlı olması, talep yanlı denge, maliyet kaynaklı enflasyon olgusuna dayanması nedeniyle farklı bir Philips eğrisi türetmektedir.

$$y = y_0 - \delta r \quad (1)$$

$$p = \varphi p_{-1} + \alpha y + \theta Z \quad (2)$$

$$\dot{r} = \gamma(p - p^T) \quad (3)$$

(1) numaralı IS denkleminde yer alan y cari reel gelir, y_0 potansiyel (doğal) gelir, r reel faiz oranını, (2) numaralı Post Keynesyen Phillips eğrisi denklemdaki Z terimi istihdam piyasasında gelir çekişmesinin, enflasyonist baskıların bir kaynağı olan nominal gelir üzerindeki rolünü diğer bir ifade ile işçilerin iktisadi faaliyet düzeyinden bağımsız olarak nominal ücret artış oranını yükseltme gücünü göstermektedir. (3) numaralı Taylor kuralı denkleminde yer alan r merkez bankasının enflasyon açığı karşısında denge faiz oranını, p ve p^T ise gerçekleşen ve hedef enflasyon oranlarını göstermektedir.

Post Keynesyen enflasyon hedeflemesi modeli ile Ana Akımı temsil eden Yeni Uzlaş enflasyon modeli arasındaki temel farklılık Phillips eğrisi ve Taylor kuralı denklemlerinden kaynaklanmaktadır. Phillips eğrisindeki temel farklılık enflasyonun modellenmesinde işçi-işveren arasındaki ücret pazarlığının (Z terimi) da modele dahil edilmesidir. Bir diğer farklılık ise, Post Keynesyen modelinde yer alan Taylor kuralında, teoriyle uyumlu doğal ya da potansiyel çıktı (üretim) kavramına atıfta bulunulmamasıdır.

Setterfield (2005) analizinde yer alan üç denkleme kullanarak çeşitli varsayımlar altında aşağıdaki denkleme ulaşmaktadır.

$$y^* = \frac{(1-\varphi)p^T - \theta Z}{\alpha}$$

Elde edilen denklem, enflasyon hedefine yönelik tercihin enflasyonun denge değerini belirlediğini ve reel gelir düzeyi üzerine tek bir dengenin varlığını göstermektedir. Benzer şekilde, Post Keynesyen enflasyon modelinde doğal faiz oranı yerine, enflasyonun hedeflenen değeriyle ters yönde hareket eden denge faiz oranından söz edilebilmektedir. Ayrıca, yukarıdaki tanımlanan denge, istikrarlı bir dengedir².

Enflasyon hedefinin çıktının denge çözümüne dahil edilmesi nedeniyle para otoritesinin belirlediği herhangi bir enflasyon hedefi kaçınılmaz olarak ekonominin reel dengesini

² Modelin istikrarlı olduğunu görmek için bkz: Setterfield (2005)

değiştirecektir. Bu modelde, bir enflasyon hedefi belirlenebilir ve ulaşılabilir fakat enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedefinin reel ekonominin denge düzeyi üzerindeki etkisi nedeniyle bağımsız olarak yürütülemez. Para otoriteleri belli bir enflasyon hedefi belirleyebilir ve bunu başarabilirler fakat bunun bir iktisadi maliyeti vardır. Dolayısı ile Temel Post Keynesyen modelinde enflasyon hedeflemesinin ekonomi ile kısmen uyumludur.

Setterfield (2005: 12-21)'in temel enflasyon hedeflemesi modelinde merkez bankası enflasyon ve reel çıktı arasında bir seçim yapmaktadır. Oysa Setterfield (2005), genişletilmiş Post Keynesyen modelinde bu sorunu ortadan kaldırmaktadır. Genişletilmiş modelin, temel modelden farkı, Taylor kuralında enflasyon açığı yerine çıktığı açığının kullanılması ve gelir çekişmesini gösteren işgücü-işveren pazarlığının enflasyon açığının bir fonksiyonu olarak modele dahil edilmesidir.

$$y = y_0 - \delta r \quad (4)$$

$$p = \varphi p_{-1} + \alpha y + \theta Z \quad (5)$$

$$\dot{r} = \lambda(y - y^T) \quad (6)$$

$$\dot{Z} = -\mu(p - p^T) \quad (7)$$

(4) numaralı IS ve (5) numaralı Post Keynesyen Phillips eğrisi denklemi Temel Post Keynesyen modelinde yer aldığı gibidir. (6) ve (7) numaralı denklemler, sırasıyla para politikası ve gelir politikası tepki fonksiyonlarını ifade etmektedir. (6) numaralı denklemde yer alan y^T ise politika otoriteleri tarafından hedeflenen reel çıktı düzeyini ifade etmektedir.

Setterfield (2005), analizinde yer alan dört denklemi kullanarak çeşitli varsayımlar altında (8) ve (9) numaralı denklemlere ulaşmaktadır.

$$y = y^T \quad (8)$$

$$y = \left(y^T + \frac{\theta\mu}{\alpha\delta\lambda} p^T \right) - \frac{\theta\mu}{\alpha\delta\lambda} p \quad (9)$$

Denklem (8)'den $y^* = y^T$ ve (8) ve (9) numaralı eşitliklerden $p^* = p^T$ eşitliği elde edilmektedir. Sonuç olarak, ekonominin denge şekli para otoritelerinin belirlediği enflasyon hedefleri ve çıktı (üretim) ile uyumludur.

Genişletilmiş Post Keynesyen enflasyon hedeflemesi modelinde, para otoritesinin hem açık bir enflasyon hedefi belirlemesi hem de politika uygulaması mümkündür. Bununla birlikte çıktının denge çözümü, para otoritelerinin enflasyon hedefinden bağımsızdır. Örneğin, para otoritelerinin enflasyon hedefini düşürdüklerinde, reel çıktının denge değeri bundan etkilenmemektedir. Dolayısıyla Yeni Uzlaşma modelindeki gibi bu model de, enflasyon hedefiyle uyumlu bir ekonomiyi tanımlamaktadır. Sonuç olarak para otoriteleri bağımsız bir politika amacı olarak enflasyon hedeflemesi uygulayabilirler (Setterfield, 200: 15).

Setterfield (2005), genişletilmiş modelinde temel enflasyon hedeflemesi modelinden farklı olarak gelir çekişmesini dikkate almıştır. Yani bu modelde para otoriteleri, hem toplam talebin etkisini hem de enflasyon sürecinde gelir çekişmesinin etkisini açıkça bildiklerini ortaya koymaktadır. Genişletilmiş modelde, bir yandan para otoriteleri belli bir çıktı hedefini

gerçekleştirmek için toplam talebi etkilerken diğer yandan istihdam piyasasının yapısı ve işçilerin ücretlerini artırma gücüyle ilgili koşulları da dikkate alarak enflasyon hedeflemesi politikasını gerçekleştirmeye çalışmaktadır. Bu model, özellikle enflasyon sürecinde istihdam piyasasında ücretlerin belirlenmesiyle ilgili olarak gelir politikası opsiyonlarına açıktır. Bu bağlamda, işçi-işveren arasındaki gelir çekişmesiyle ilgili olası durumların varlığı, toplam talebi ve sonuçta reel geliri etkileyecektir. Bu model, önemli politika tercihlerine yer vermektedir. Sonuç olarak, Post Keynesyen açılarından genişletilmiş enflasyon modeli, potansiyel olarak enflasyon hedeflemesiyle uyumludur.

2.2. Lima ve Setterfield Enflasyon Hedeflemesi Modeli

Setterfield (2005), Post Keynesyen enflasyon modelleri geliştirmiş olmasına karşın modellerinde hem enflasyon beklentilerini dikkate almamış hem de farklı politika tepkilerinin enflasyon ve makroekonomik denge üzerindeki etkisini geliştirememiştir. Bu eksikliklerden hareketle Lima ve Setterfield (2008) yeni bir model geliştirmektedirler³.

Lima ve Setterfield (2008)'in geliştirdiği model aşağıdaki verildiği gibidir.

$$y = y_0 - \delta r \quad (10)$$

$$p = \beta + \varphi p^e + \alpha y + \theta Z \quad (11)$$

$$\dot{r} = \lambda(y - y^T) \quad (12)$$

$$\dot{Z} = -\mu(p - p^T) \quad (13)$$

(10) numaralı denklem IS eşitliği, (11) numaralı denklem beklentileri içeren Phillips eğrisi, (12) ve (13) numaralı denklemler politika tepki fonksiyonları olup sırasıyla para politikası ve gelir politikası fonksiyonlarını temsil etmektedir. y reel çıktı seviyesini, y_0 faize duyarlı olmayan toplam harcama seviyesi, r reel faiz oranı, p ve p^e sırasıyla cari ve beklenen enflasyon oranı, Z işçi-işveren arasındaki gelir çekişmesi, y^T politika otoritelerinin reel çıktı hedef düzeyi iken p^T enflasyon hedef düzeyini ifade etmektedir. (12) numaralı denklemde hedeflenen reel çıktı değerine para politikası ile ulaşabileceği gösterilmektedir. (13) numaralı denklem gelir farklılıklarını en aza indirgeyecek gelir politikası unsurlarını içermektedir. (11) numaralı denklemde yer alan $\varphi < 1$ varsayımı (emeğin parasal ücret artışının beklenen enflasyonun altında kalmasını yani emeğin pazarlık gücünün zayıflığını ifade etmektedir) ve arz-yanlı olarak belirlenen doğal (potansiyel) üretim dengesinin yokluğu varsayımı, Post Keynesyen prensiplerle uyumludur (Lima ve Setterfield, 2008).

³ Yeni Uzlaşma modelinde farklı tepki fonksiyonları kullanılmış olmasına karşın bu modelin eksikliği sadece arz-yanlı makro model ve para politikasına odaklanılmış olmasıdır.

Modelde, Setterfield (2005)'in modelinden farklı olarak Phillips eğrisine enflasyon beklentileri, p^e terimi dahil edilmiştir. Lima ve Setterfield (2008) modellerine dahil ettiği denklemleri kullanarak belli varsayımlar altında (14) ve (15) numaralı denklemlere ulaşmaktadır.

$$y = y^T \quad (14)$$

$$y = \left(y^T + \frac{\theta\mu}{\alpha\delta\lambda} p^T \right) - \frac{\theta\mu}{\alpha\delta\lambda} p \quad (15)$$

Denklem (14)'den $y^* = y^T$ eşitliği elde edildikten sonra denklem (15)'a uyarlanarak $p^* = p^T$ sonucu elde edilmektedir. Denge üretim ve denge enflasyon oranı bulunacaktır. Lima ve Setterfield (2008)'e göre, politika otoriteleri istikrarlı bir denge ekonomisi yaratacak şekilde enflasyon ve çıktı hedefi belirleyebilir ve bu hedeflerine ulaşabilirler. Bu ulaşılan sonuç, Setterfield'in Post Keynesyen ekonomiyle tam uyumlu enflasyon hedeflemesi sonucu ile tamamen aynıdır. Politika yapıcıları enflasyon hedef düzeyini değiştirdiklerinde sadece enflasyon denge düzeyi değişmekte denge çıktı düzeyinde herhangi bir değişiklik yaşanmamaktadır ($y^* = y^T$). Aynı şekilde politika yapıcıları enflasyonist sonuçlara yol açmaksızın ($p^* = p^T$, denge enflasyon oranı aynı kalacak şekilde) yeni çıktı hedefini belirleyebilir ve onu gerçekleştirilmeye çalışabilirler.

Lima ve Setterfield (2008), çalışmalarında ayrıca farklı faiz ve gelirler politikasının etkilerini göstermektedirler. İlk olarak (13) numaralı gelirler politikası denkleminde çıktı açığını eklemektedirler.

$$\dot{Z} = -\mu(p - p^T) - \Psi(y - y^T)$$

Geliştirilen bir diğer farklı tepki fonksiyonunda faiz oranı farklı bir formda modellenmektedir.

$$\dot{r} = \lambda(y - y^T) + \gamma(p - p^T)$$

Geliştirilen iki farklı tepki fonksiyonu sonucunda da ($y^* = y^T$) ve ($p^* = p^T$) eşitliği elde edilmektedir. Bu sonuçlar, temel modelde olduğu gibi para politikası otoritelerinin çıktı ve enflasyon hedefini belirleyebileceğini ve başarılı bir şekilde uygulayabileceğini göstermektedir.

Sonuç olarak, Setterfield (2005)'in genişletilmiş modelde elde ettiği sonuçlara paralel olarak Lima ve Setterfield (2008:456) da geliştirdikleri tüm modellerde, doğru politika karışımının (correct policy mix) enflasyon hedeflemesini Post Keynesyen bir ekonomiyle tam uyumlu yapacağına ulaşmışlardır. Ulaşılan bir diğer sonuç ise Post Keynesyen bir ekonomide Ana Akım politika bileşenlerinin sayısının artışının makro ekonomik istikrar ve enflasyon hedeflemesinin sürdürülmesi açısından gittikçe daha fazla ters sonuçlar yaratacağıdır.

3. POST KEYNESYEN FAİZ ORANI KURALLARI

Post Keynesyenler Yeni Uzlaşma modelinin para politikası kuralına alternatif olarak para politikası (faiz kuralı) geliştirmişlerdir. Faiz kuralı yaklaşımında, para politikasının ekonominin yönlendirilmesinde dominant olması reddedilmekte ve bu nedenle merkez bankası tarafından kısa dönem faiz oranlarının reaksiyon fonksiyonlarında kullanılması onaylanmamaktadır. Buna göre, merkez bankası ekonomide meydana gelen küçük çaplı değişimler karşısında faiz oranlarına müdahale etmekten kaçınmalı ve faiz oranı uzun dönem hedefler doğrultusunda kullanılmalıdır. Dolayısıyla, faiz kuralı yaklaşımına göre ekonomik dengenin sağlanmasında merkez bankalarının rolü azaltılmalıdır. Bu yaklaşım, uzun dönem faiz oranlarını politika aracı olarak kullanarak para politikasına daha az vurgu yapmaktadır. Diğer yandan kısa dönem faiz oranları ise politika aracı olarak gelir dağılımı bozulmaları ve yavaşlayan ekonomiyi canlandırmada kullanılmaktadır (Rochon ve Setterfield, 2007: 14-15). Bu yaklaşımda her ne kadar para politikasına vurgu yapılsa da esas olarak maliye politikasının uygulanılmasına önem verilmektedir.

Faiz kuralı yaklaşımı tarafından düşük reel faizlerin yüksek büyüme sağlayacağı ve işsizliği düşüreceği savunulmaktadır. Bu yaklaşıma göre, faiz oranlarının reel değişkenler üzerindeki etkilerinin yavaş olması ve bu etkilerin tahmin edilememesi nedeniyle faiz oranları sıfır ya da sıfıra yakın bir değer olmalıdır. Bu sebeple, para politikası sadece gelir dağılımı üzerinde etkin olmalıdır (Rochon ve Setterfield, 2007: 25)⁴.

Merkez bankalarının ekonomi üzerindeki etkilerinin azaltılması ve düşük faiz oranı hususunda fikir birliğine varan faiz kuralı yaklaşımı bazı hususlarda farklılaşarak Yeni Uzlaşma yaklaşımı tarafından benimsenen doğal faiz oranına alternatif olarak üç ayrı yaklaşım geliştirmişlerdir. Bunlardan ilki, reel faiz oranının sıfır ya da sıfıra yakın olmasını içeren Smithin kuralıdır. İkincisi, nominal faiz oranının sıfır veya sıfıra yakın olmasını savunan Kansas kuralı iken üçüncüsü de reel faiz oranını emek verimlilik büyüme oranına eşitleyen Pasinetti'nin adil faiz oranıdır (Argitis, 2011:103 ve Rochon ve Setterfield, 2007: 21-7).

Faiz kuralı yaklaşımında faiz oranını belirleme hususunda fikir ayrılıkları olmasına karşın ana hatlarda fikir birliğine varılmaktadır. Her iki yaklaşımda faizin dışsal olarak piyasa koşulları göz önünde bulundurulmadan merkez bankası tarafından belirlendiği ve tam istihdamı sağlayan doğal faiz oranının geçersiz olduğu kabul edilmektedir. Ayrıca maliyet kaynaklı olarak gerçekleşen enflasyon ekonomi için önemli olmakla birlikte istihdam ve büyümeyi önceleyen makro ekonomik politikaların çok daha önemli olduğu savunulmaktadır (Argitis, 2011: 99).

⁴ Smithin faiz kuralı ile gelir dağılımının daha adil olacağı savunulur iken Pasinetti'nin adil faiz oranı kuralında rantierlerin gerekli olduğu, faiz oranı kuralıyla rantier sınıfının gelirlerinin korunması gerektiği ileri sürülmektedir. Kansas kuralında ise nominal faiz oranlarının sıfır olarak belirlenmesi sebebiyle gelir dağılımı üzerine herhangi bir sonuca varılamamaktadır.

3.1.Pasinetti Adil Faiz Oranı Kuralı

Pasinetti (1980-81)'nin hareket noktasını gelir dağılımı bozulmalarını ortadan kaldıracak adil faiz oranı oluşturmaktadır. Gelir dağılımının adil olmasını sağlayacak faiz oranları ile parasal ücretlerin artış oranına eşitlenen faiz oranları kastedilmektedir.

Pasinetti (1980-81: 171-181)'nin çalışmasında doğal faiz oranı kavramına yer verilmekte ve bu kavram Adam Smith (1776) 'in emek değer teorisine dayandırılmaktadır. Pasinetti'nin çalışmasının ana kaynağı olan Smith'in doğal emek değer teorisinde bütün mallar sadece emek tarafından üretilmekte ve bir malın değeri o mal için kullanılan emekle belirlenmektedir. Üretilen tüm ürünleri tüketim ürünlerinin oluşturması ve ekonomide yatırım ürünleri, sermaye ve kar kavramlarına yer verilmemesinden dolayı doğal emek değer teorisi basit bir ekonomi çerçevesinde şekillenmektedir. Bu basit ekonomide kişiler arası borçlara bağlı olarak birçok faiz oranı bulunmakta ve bu faiz oranları emeğin üretim sürecine katkısı ile ölçülmektedir (Pasinetti, 1980-81: 171-181). Pasinetti (1980-81: 170-1), Smith'in analizinde yer alan basit ekonomi yerine biraz daha gelişmiş topluma yer vermektedir. Bu faiz oranı kuralı çalışmasında üretim tekniklerinin geliştiği ve emek arasında iş bölümü ve uzmanlaşmanın yer aldığı kabul edilmektedir. Emek verimliliğinde sürekli artış yaşanmakta ve farklı ürünler için farklı emek verimliliği söz konusu olmaktadır.

Emek üretkenliği her mal için farklı hızda artmakta ve l_j , j malı için gerekli emeği tanımlamaktadır.

$$l_j(t) = l_j(0)e^{-\rho_j t}, \quad j = 1,2, \dots m \quad (1)$$

(1) numaralı denklemde t zaman, m üretilen ürün sayısını, ρ_j j malının üretiminde gerçekleşen verimliliğin yüzdelik büyüme oranını, e ise doğal logaritmayı ifade etmektedir.

$$\rho_i \neq \rho_k \quad (2)$$

(2) numaralı denklemde yer verildiği üzere her mal için emeğin verimliliğinin yüzdelik büyüme oranı farklıdır. p_j olarak gösterilen fiyatlar klasik ekonomide doğal fiyat olarak adlandırılmaktadır.

$$p_j(t) = l_j(t)w(t), \quad j = 1,2, \dots m \quad (3)$$

(3) numaralı fiyat sistemi denkleminde bulunan w ücret oranını temsil etmekte ve bütün ekonomide bu ücretin hüküm sürdüğü belirtilmektedir. Fiyat sisteminde istenilen mal ölçüm standardı olarak seçilebilmektedir. Bütün fiyatların emek miktarına göre değiştiği ekonomide toplam üretim toplam tüketime eşittir. Finansal borç ve sorumluluklar sayesinde bireyler üretimlerinden farklı tüketim yapma şansını elde etmektedirler.

Finansal stokların analize dahil edildiği Pasinetti'nin çalışmasında faiz oranı Klasik iktisat özelliklerine dayanarak belirlenmektedir. Her bir mal için farklı olan bütün faiz oranları arasından uygun bir faiz oranı seçilmektedir. Değer teorisi çerçevesinde emeğin faiz oranının sıfır olduğu kabul edilmektedir. Hangi hesap biriminin seçildiğinin önemli olmadığı bilgisi ışığı altında hesap birimi olarak ifade edildiği takdirde emeğin faiz oranı ile emeğin sıfır faiz oranı kastedilmektedir.

$$i^* = \sigma_w \quad (4)$$

(4) numaralı denklem doğal faiz oranının genel bir ifadesi olarak kabul edilmektedir. Tüm borç ve alacak ilişkisine ve fiyatlara bağlı olarak seçilen hesap birimi ile faiz oranı ücretlerin artış oranına eşit olmaktadır. Verimlilik artışı olması durumunda fiili doğal faiz oranındaki artış dönem sonunda alınan borçlara faiz ödenmesine yol açmaktadır. Diğer bir ifade ile tüm finansal varlık ve yükümlükler emeğe bağlı olarak değer kaybedecek ve bütün borçların emeğe bağlı olarak değer kaybı σ_w kadar faiz oranı ile telafi edilecektir. Dolayısıyla, faiz ödemesi gelir yaratmamakta sadece borçların geri ödenmesiyle ilişkilendirilmektedir (Pasinetti, 1980-1: 179).

Faiz oranının, doğal faiz oranından farklılaşması gelir dağılımını bozmaktadır. Faiz oranının doğal faiz oranından fazla olması sonucunda meydana gelen gelir dağılımı bozukluğu borç verenler lehine olur iken doğal faiz oranından düşük olması durumunda gelir dağılımındaki bozulmalar borçlu kesime yaramaktadır. Pasinetti (1980-81), gelir dağılımı bozulmalarının (19) numaralı denklemde yer verilen doğal faiz oranı ($i^* = \sigma_w$) ile önüne geçilebileceğini ve bu faiz kuralının gelir dağılımını prensibini korumayı temin edeceğini ileri sürmektedir.

Sonuç olarak, Adam Smith'in emek değer teorisinden hareketle Pasinetti (1980) tarafından geliştirilen adil faiz oranı kuralı ile gelir dağılımının adil olması amaçlanmaktadır (Argitis, 2011:101). Gelir dağılımının adil olmasını sağlayacak faiz oranı, parasal ücretlerin artış oranına eşitlendiği faiz oranıdır ve bu doğal faiz oranı ile gelirin emeğin üretim sürecine katkısına oransal olarak dağıtılacak ve gelir dağılımının emek prensibinden sapmalar önlenecektir.

3.2.Kansas Kuralı

Kansas kuralının en önemli temsilcilerinden olan Wray (2007:119)'in çalışması Keynes (2008:318)'in Genel Teori adlı çalışmasında yer alan rantiyerlerin yol edilmesi gerektiği görüşüne dayanmaktadır. Keynes'in bu görüşünden hareketle rantiyer sınıfının getirisi olan faizin düşük seviyede tutulmasının gerekliliğini savunulmaktadır. Rantiyer sınıfını koruyan ve vergi avantajı ile korunan tasarrufların artması ile rantiyer sınıfının ulusal gelirden daha fazla gelir elde ederek gelir dağılımını olumsuz etkileyecektir.

Keynes, finans sermayenin verimsizliği ve reel sektör üzerindeki olumsuz etkisine dayanarak finans sermayenin getirisi olan faizlerin düşük tutulması gerektiğini vurgulamaktadır. Diğer koşullar sabitken daha düşük faiz oranları, yatırım projelerini teşvik eder, sermayenin kıtlığın azaltmakta ve işsizliği düşürmektedir. Düşük veya sıfır faiz oranını savunan Keynes'e göre, temelde anti-sosyal, yararsız bir sınıf olan ve hiçbir özveriye katlanmayan rantiyerlerin

ödüllendirilmemesi (sahip oldukları likidite ödülü olarak) gerekmektedir. Bu da ancak, sıfır faiz oranı ile mümkündür. Risk almayı ödüllendirmek için diğer varlıkların faiz oranları da bu sıfır faiz oranının üzerinde yer almalıdır. Keynes'in argümanlarını izleyen Wray, rantiyeye sınıfını koruyan ve daha fazla vergi avantajı ile korunan tasarrufların artması ile rantiyeye sınıfının ulusal gelirden daha fazla gelir elde ederek gelir dağılımını olumsuz etkileyeceğini ileri sürmektedir.

Wray (2007:138) sıfıra yakın düşük faiz oranı politika önerisini, faiz oranındaki beklenmeyen değişimlerin finansal piyasaları büyük ölçüde etkilemesine dayandırmaktadır. Küresel düzeyde serbestleşme, finansal derinleşme ve sermaye hareketlerinin varlığı nedeniyle olağan faiz oranı değişimleri, toplam talebi az oranda etkilemektedir. Daha büyük politika değişiklikleri ise daha büyük etkilere sahip olmaktadır. Öyle ki daha büyük politika değişikliklerinin finansal piyasalar üzerindeki olumsuz büyük etkilerinden dolayı bu tür politikalardan kaçınmak gerekmektedir. Daha yavaş ve tedrici politika değişiklikleri ise finansal kurumların yenilik yapmalarını ve evrimini kolaylaştırabilir ve politikanın etkisini minimize edebilir.

Wray (2007:128), reel faiz oranı yerine nominal faiz oranının tercih edilmesi gerektiğini ileri sürmektedir. Çünkü Wray (2007:129)'e göre karar verme sürecinde sadece enflasyon değil bireylerin gelir ya da giderleri de etkin olmaktadır. Ayrıca çoğunlukla enflasyona göre ayarlanan maliyetler, gelirler ve nominal faiz oranları yanlış sonuçlar doğurmaktadır. Öyle ki, politika yapımcılar için nominal faiz oranı belli bir bilgi sağlarken reel faiz oranı merkez bankası gibi para otoritelerine yön vermek için çok fazla bir bilgi sağlamaz. Nominal-reel faiz oranı analizini ayrıca merkez bankasının faiz oranı hedefi açısından inceleyen Wray (2007), merkez bankalarının faiz oranını nominal hedef üzerinden yürütürken reel hedefin tutturulabilmesi için nominal oranın tercih edilen enflasyona göre ayarlanması gerektiğini ileri sürmektedir. Çoğunlukla tercih edilen enflasyon ile beklenen enflasyon kastedilmektedir. Fakat beklenen enflasyon kapsamlı olmamakla beraber ex-post enflasyona eşit çıkmamaktadır. Çünkü ekonomideki belirsizlikler beklenen enflasyon değerlerinin öngörülememesine yol açmaktadır. Bu sebeple nominal faiz oranının ekonominin karar verme sürecinde ilgili değişken olması ve merkez bankaların hedeflerine ulaşabilmesi bakımından nominal faiz oranı hedefi tercih edilmelidir (Wray, 2007:130-31).

Sonuç olarak, merkez bankası nominal gecelik faiz oranını sıfır düzeyinde belirlemeli ve faiz oranlarını o düzeyde sabitlemelidir.

3.3. Smithin Kuralı

Smithin (2007:103)'ün çalışmasının hareket noktası, "ucuz para" politikası yani düşük faiz oranlarıdır. Smithin (2007) düşük faiz oranından kastedilenin düşük nominal faiz mi yoksa düşük reel faiz oranı mı olduğu karışıklığına Keynes'in düşük reel faiz oranını kast ettiği şeklinde dahil olmaktadır. Keynes'in düşük faizden kastının düşük seviyede sabitlenmiş, finansal varlıkların değerini sabit tutan reel faiz olduğunu ileri sürmektedir. Bu nedenle, merkez bankası nominal faizi belirleyerek ve beklenen enflasyondaki değişiklikleri dengeleyerek reel faizi sabit noktada tutabilmektedir. Smithin (2007:103), Keynes'ten hareketle, enflasyonu

hızlandırmayan düşük faiz oranıyla yüksek ekonomik büyüme ve tam istihdamın sağlanacağını savunmaktadır.

Smithin (2007:103), faiz kuralı modelini Keynesyen büyüme modelinden hareketle oluşturmaktadır:

$$y = [1/(1 + \epsilon\eta)]d + [\epsilon/(1 + \epsilon\eta)][a - w_0 - r] \quad (5)$$

Smithin (2007), geliştirdiği model sonucunda (5) numaralı denkleme ulaşmaktadır. Geliştirilmiş büyüme denkleminde yer alan y gayrisafi yurt içi hasıla büyüme oranını, d net otonom talep (veya net tasarruf) terimini, a emek verimliliğinin büyüme oranını, w_0 işgücünün ekonomideki durumunu yansıtan sosyo-politik endeksi (işgücündeki verimlilik artışından kaynaklı olmayan reel ücret artışı), r ise reel faiz oranını tanımlamaktadır. Bu denklemde, Keynes'in efektif talebi uzun dönemde büyümeyi de içine alacak şekilde geliştirilmekte ve teknolojik ilerlemelerin karlılık ve büyüme üzerindeki etkisi de (a terimindeki artış) denkleme dahil edilmektedir. Diğer yandan işgücünün sosyo politik gücünün artışıyla meydana gelen ücret artışı (işgücündeki verimlilik artışından kaynaklı olmayan reel ücret artışı) kar ve büyümeye ayrılmaktadır. Ayrıca, (20) numaralı denklemde yer verildiği üzere düşük reel faiz oranının, büyüme oranını arttıracığı ve işsizliği düşüreceği sonucu elde edilmektedir. Bu sonuç, Keynes'in savunduğu ucuz para veya düşük faizin önemini ortaya koymaktadır. Düşük reel faiz oranı ile büyüme ve verimlilik sağlanır iken diğer yandan düşük faiz oranı finansal sermaye sahiplerinin gelirlerini azaltacak ve girişimcilerin karlarını arttıracaktır.

Smithin, genişletilmiş büyüme denkleminin ardından enflasyon ile faiz oranı arasındaki ilişki üzerine model geliştirmektedir (Smithin, 2007:103-113).

$$p = p_0 + [\eta/(1 + \epsilon\eta)]d + [(1/(1 + \epsilon\eta))(w_0 - a) - [\epsilon\eta/((1 + \epsilon\eta))]r \quad (6)$$

(6) numaralı denklem, reel faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bu denkleme göre, faiz oranlarındaki sürekli azalma, enflasyon oranını sürekli olarak yükseltecektir. Bu noktada, Smithin (2007) ucuz para politikasının (düşük faiz politikası) enflasyon üzerinde baskı yaratacağına yönelik eleştirilerin haklı olabileceğini ileri sürmektedir. Enflasyonu yükselten faktörleri engelleyecek bir çıpanın bulunmaması bu eleştirilerin haklılığını artırsa da bu faktörün enflasyonu sadece bir kez yükselten faktör olduğu ve bu sebeple düşük reel faizlerin enflasyonda istikrarsızlığa ya da enflasyonu hızlandırmaya neden olmayacağı ileri sürülmektedir (Smithin, 2007).

Smithin (2007:108), (5) ve (6) numaralı denklemleri karşılaştırarak enflasyon ve büyüme arasında istikrarlı bir Phillips eğrisinin varlığından söz edilebileceğini ileri sürmektedir. Reel faizdeki azalma, büyümeyi arttırır iken diğer yandan enflasyonu da arttıracaktır. Smithin (2007), ucuz para politikasının reel olarak ifade edildiği takdirde enflasyondaki artışın önemli bir refah maliyetine yol açmayacağını ileri sürmektedir. Para arzının içsel olduğu kredi ekonomilerinde reel faiz oranları negatif olmadığı sürece refah üzerindeki maliyet etkileri çok önemsiz olacaktır.

Smithin (2007:109), bu noktada Keynes'in uygun amaçlar için yurtiçi faiz oranlarının düşük tutulmasının yararlarına atıf yapmaktadır. Smithin (2007)'e göre düşük faiz oranı, düşük reel faiz oranı anlamına geliyor ise, enflasyona neden olabilir, fakat enflasyonist istikrarsızlığa neden olmayacak ve aynı zamanda büyümeyi de olumlu etkileyecektir. Fakat düşük faiz oranı düşük nominal faiz anlamında ise enflasyonist istikrarsızlığa neden olabilecektir.

Sonuç olarak, büyümeyi temin edecek ve enflasyonist istikrarsızlığa yol açmayacak olan faiz oranı düşük düzeyde tutulan reel faiz oranlarıdır.

4. TAYOR KURALININ UYGULANMASI

İktisat yazınında faiz oranı düzleştirme değişkenini içeren İleriye Dönük Taylor kuralının geçerliliğini inceleyen birçok çalışma bulunmamaktadır. Farklı ülke örnekleri için yapılan bu çalışmaların bir kısmında Taylor kuralının geçerliliği incelenir iken bir kısmında da enflasyon ve çıktı açığı gibi değişkenlerin gecikmeli ve ileriye dönük değerleri kullanılarak bu kuralın geçerliliği araştırılmaktadır. Ayrıca, bu kural farklı ampirik yöntemler ve farklı değişkenler (açık ekonomi altında döviz kuru vb.) kullanılarak genişletilmiş Taylor kuralı adı altında birçok ülke ve/veya ülke grupları için test edilmiştir.

Taylor (1993), Clarida, Gali ve Gertler (1998), Nelson (2000), Österholm (2003), Gascoigne ve Turner (2003), Shibamoto (2008), Vasicek (2009), Orlowski (2010), Carvalho ve Mauro (2010) gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için farklı dönemlerde, farklı ekonometrik yöntemler kullanarak yaptıkları çalışmalarında kapalı ve açık ekonomi varsayımları altında Taylor kuralının geçerli olduğuna dair sonuca ulaşmışlardır. Ayrıca bu çalışmalarda bazı ülke gruplarında enflasyon ve çıktı açığı dışında döviz kuru değişkenlerine de duyarlılık gösterdiğine ulaşılmıştır.

Taylor kuralı ile ilgili birçok yabancı literatürün yanı sıra çok sayıda yerli literatür de bulunmaktadır. Türkiye'de yapılan bir grup çalışmada (Ongan, 2004) Taylor kuralının geçerli olduğu öngörüsüyle analiz yapılır iken birçok çalışmada da (Pehlivanoğlu, 2014; Kesriyeli ve Yalçın, 1998; Çağlayan, 2005; Lebe ve Bayat, 2011; Aklan ve Nargeleçekenler, 2008 ve 2011; Yapraklı, 2011; Ardor ve Varlık, 2014; Yazgan ve Yılmazkuday, 2004) Taylor kuralı formülasyonunun yetersiz olduğu gerekçesiyle modele ileriye dönük veya geriye beklentiler altında faiz oranı düzleştirme kuralı veya döviz kuru gibi değişkenler eklenmektedir. Konuyla ilgili olarak yapılmış bu çalışmalar, kullanılan ekonometrik yöntem itibarıyla birbirlerinden farklılık göstermektedir. Yapılan bu çalışmalarda çoğunlukla Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM), VAR (Vektör Otoregresif Model) ve eşbütünleşme yöntemleri kullanılmaktadır. Geriye ve ileriye dönük Taylor tipi tepki fonksiyonunu iki aşamalı OLS yöntemi ile tahmin eden Kesriyeli ve Yalçın (1998) geriye dönük beklentilere dayalı analizde üretim açığı ve enflasyonu faiz ile pozitif ilişkili olduğuna ulaşmıştır. İleriye dönük beklentiler altında enflasyon ve üretim açığı değişkenlerin istatistiksel olarak anlamsız olduğuna ulaşmışlardır. Taylor kuralının geçerliliğini OLS yöntemi ile araştıran Ongan (2004) mevduat faiz oranlarının enflasyon ve nominal döviz kuru ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki içinde olduğunu saptamaktadır. Çağlayan (2005), Taylor kuralının geçerliliğini logit yöntemi ile

sınanmış ve faiz oranlarının düşürülmesinde enflasyon sapması ve üretim açığının etkili olduğu sonucunu elde ederken faiz oranı yükseltme kararının bu iki değişkene göre verilmediğine ulaşılmıştır. Aklan ve Nargeleçekenler (2008), TCMB'e ait geriye dönük tepki fonksiyonunu GMM yöntemi ile sınıadıkları çalışmalarında TCMB'nin ve çıktı açığı dışında döviz kuruna da odaklanıldığını tespit etmektedir. Ardor ve Varlık (2014), ileriye dönük Taylor kuralının TCMB para politikası ile uyumlu olup olmadığını GMM yöntemi ile analiz ettikleri çalışmalarında bu kuralın geçerli olduğu ve TCMB'nin enflasyon açığına çıktı açığından daha çok tepki gösterdiğini saptamıştır.

4.1. Ekonometrik Analiz

Çalışmada Clarida vd. (1999)'in İleriye Dönük Taylor kuralına faiz düzleştirme değişkenini ekleyerek geliştirdikleri model kullanılmıştır.

$$r_t = (1 - \rho)[rr^* - (\beta - 1)\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \gamma x_{t,q}] + \rho(L)r_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

(1) numaralı denklemde yer verilen (1.bölümde yer verilen (8) numaralı denklem) r_t reel faiz oranı, rr^* uzun dönem denge reel faiz oranını ifade etmektedir. Modelde yer alan π^* enflasyon hedefi, $\pi_{t,k}$ t+k dönemindeki enflasyon oranı, $x_{t,g}$ t+g dönemindeki çıktıyı, β enflasyon açığı ve γ ise çıktı açığı katsayılarını tanımlamaktadır. Denklemde yer verilen L gecikme operatörünü, ρ faiz düzleştirme derecesini tanımlamakta ve ρ değeri 0 ve 1 arasında değişmektedir.

Bu çalışmada, TCMB'nin ileriye dönük tepki fonksiyonu 2006: 01-2015: 02 dönem aralığındaki aylık serilerin kullanılmasıyla tahmin edilmiştir. Modelde para piyasası faiz oranlarını temsil etmek üzere IFS'den (International Financial Statics) temin edilen para politikası faiz oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Analizde kullanılan enflasyon değişkeni olan TÜFE TCMB'nin EVDS sisteminden elde edilmiş ve beklenen enflasyon değişkeni için TCMB'nin 12 ay sonrası yıllık TÜFE beklentisi anketlerinden (eğilim anketleri) yararlanılmıştır. Üretim açığı, TÜİK'in açıkladığı sanayi üretim endeksi serisine Hodrick-Prescott (HP) filtresi uygulanarak elde edilen potansiyel üretim serisinin çıkarılmasıyla belirlenmiştir. Modelde kullanılan faiz düzleştirme değişkeni faiz oranının bir dönem gecikmeli değerini ifade etmektedir. Modelin açık ekonomiye uyarlanması amacıyla TCMB'nin EVDS sisteminden elde edilen ABD doları (satış) döviz kuru değişkeni, mevsimsellikten arındırılarak kullanılmıştır. Modelde kullanılan değişkenler aşağıda gösterilmektedir:

rifs: reel faiz oranı

rifsdüz: faiz düzleştirme değişkeni

enfd: enflasyon açığı

yd: çıktı açığı

excsea: mevsimsellikten arındırılmış döviz kuru serisi

Serilere ait tanımlayıcı istatistiklere Tablo 4.1'de yer verilmektedir.

Tablo 4.1 Tanımlayıcı İstatistikler

	RIFS	RIFSDUZ	ENFD	YD	EXCSEA
Ortalama	2.351322	2.408140	1.476636	0.017480	1.651228
Medyan	0.340000	0.490000	1.685000	-0.092188	1.557244
Maksimum	11.13000	11.40000	4.180000	7.548541	2.406170
Minumum	-5.420000	-5.420000	-2.770000	-12.87051	1.154048
Std. Sapma	5.315424	5.341723	1.549066	3.950560	0.313358
Gözlem Sayısı	110	110	110	110	110

Model tahmin edilirken değişkenlere ADF (Augmented Dickey Fuller) durağanlık testi uygulanmış, değişkenler arasındaki uzun dönem dengesi Johansen eşbütünleşme testi ile sınanmış ve ardından Granger nedensellik testi yapılmıştır.

Tablo 4.2 ADF Test Sonuçları

Değişken	Değer	Kritik Değer	Olasılık*	Sonuç
Δ RIFS	-8.229761	%1 -4.045236	0.0000	Durağan*
		%5 -3.451959		
		%10 -3.151440		
Δ RIFSDUZ	-8.148545	%1 -4.045236	0.0000	Durağan*
		%5 -3.451959		
		%10 -3.151440		
Δ YD	-12.96327	%1 -4.045236	0.0000	Durağan*
		%5 -3.451959		
		%10 -3.151440		
Δ ENFD	-10.41445	%1 -4.045236	0.0000	Durağan*
		%5 -3.451959		
		%10 -3.151440		
Δ EXCSEA	-8.354265	%1 -4.045236	0.0000	Durağan*
		%5 -3.451959		
		%10 -3.151440		

*Sabit terim ve trend içeren bu modelde bütün serilerin birinci farkları %1 düzeyinde anlamlıdır.

Serilerin durağanlığının test edildiği ADF test ile sabit ve trend içeren modelde beş ayrı değişkenin durağanlığı sınanmış, bütün değişkenlerin seviye değerinde - I(0) - birim kök içerdiği ve hiçbir değişkenin % 1 anlam düzeyinde anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Diğer yandan sabit ve trend içeren modelde hiçbir değişkenin birim kök içermediği ve bütün değişkenlerin birinci farkta - I(1) - %1 düzeyinde durağan oldukları tespit edilmiştir.

Birim kök testlerinin yapılmasının ardından tüm değişkenlerin aynı dereceden tümlşik, I(1), olduğu varsayımı ile uzun dönemli ilişki araştırılmaktadır. Yapılan eşbütünleşme testi sonucunda tabloda yer verilen sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 4.3 Uzun Dönem Eşbütünleşme İlişkisi Sonuçları

Eşbütünleşme İlişkisi Log likelihood -258.2980				
Normalleştirilmiş eşbütünleşme katsayıları				
RIFS	RIFSDUZ	ENFD	YD	EXCSEA
1.000000	-0.995081 (0.00913) [108.990252]***	-0.072321 (0.02617) [2.76350783]***	-0.009032 (0.00884) [1.02171946]	0.104840 (0.15155) [0.69178489]
Ayarlama Katsayıları				
D(RIFS)	D(RIFSDUZ)	D(ENFD)	D(YD)	D(EXCSEA)
0.682998 (0.30388)	0.643791 (0.09985)	1.051237 (0.37044)	0.370245 (0.78947)	-0.010186 (0.02418)

4.3 numaralı tabloda yer alan parantez içerisindeki değerler standart hataları, köşeli parantez içerisindeki değerler t-istatistiklerini göstermektedir. t-istatistiklerinin % 1 anlam düzeyinde 2.36, %5 anlam düzeyinde 1.66 ve %10 anlam düzeyinde 1.29 olan kritik değerden büyük olması katsayıların anlamlılığına işaret etmektedir. Uzun dönem denge modeli (2) numaralı denklemde gösterilmektedir.

$$\text{rifs} = -0.050481 + 0.995081 * \text{rifsduz} + 0.072321 * \text{enfd} + 0.009032 * \text{yd} - 0.104840 * \text{excsea} \quad (2)$$

Modelde faiz oranının bir dönem gecikmeli değerini ifade eden faiz düzeltme değişkeninin ve enflasyon açığının faiz oranı üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamlı ve pozitifdir. Diğer yandan çıktı açığı ve döviz kuru istatistiki olarak anlamsız ve faiz oranı ile aralarında uzun dönemli ilişki yoktur. Beklendiği üzere enflasyon açığı ve çıktı açığı katsayıları pozitif işaretlidir. Dolayısıyla enflasyonun beklenen enflasyon seviyesinin üzerinde olması ve/veya gerçekleşen çıktının potansiyel çıktı seviyesinin üzerinde olması durumunda faiz oranında artış yaşanacaktır. Ardından, uzun denge modelinin elde edilmesinin ardından hata düzeltme mekanizmasında hangi değişkenlerin yer alıp almayacağını belirlemek üzere serilere zayıf dışsal testleri yapılmıştır. Değişkenlerin zayıf dışsal olması halinde uzun dönem dengesizliklerin giderilmesinde zayıf dışsal olan bu değişkenler referans alınmayacak ve denge zayıf dışsal olmayan değişkenler tarafından tahsis edilecektir (Enders, 2010:371).

Tablo 4.4 Zayıf Dışsalık Testi Sonuçları

Değişken	Kısıt	Chi-Square(1)	Olasılık
RIFS	A(1,1)=0	4.713795	0.029922**
RIFSDUZ	A(2,1)=0	24.36334	0.000001***
ENFD	A(3,1)=0	5.650857	0.017447**
YD	A(4,1)=0	0.219413	0.639488
EXCSEA	A(5,1)=0	0.175667	0.675124

***, **, * yüzde 1,5,10 anlam düzeylerini göstermektedir.

Yapılan zayıf dışsal testinin sonucunda rifs, rifsduz ve enfd değişkenlerinin zayıf dışsal olmadığı aksine yd ile ecxsea değişkenlerinin zayıf dışsal olduğu sonucuna varılmaktadır. Dolayısıyla, kısa dönem dengesizlikleri rifs, rifsduz ve enfd değişkenleri üzerinden düzeltilmektedir. Ardından, VEC (Vektör Hata Düzeltme) modeli tahmin edilmektedir.

Tablo 4.5 Vektör Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Hata Düzeltme	D(RIFS)	D(RIFSDUZ)	D(ENFD)
Eşbütünleşme1	0.698986 (0.28151) [2.48295]***	0.638282 (0.09823) [6.49774]***	0.880055 (0.34630) [2.54128]***

***, **, * yüzde 1,5,10 anlam düzeylerini göstermektedir.

Yapılan test sonucunda hata düzeltme katsayılarının pozitif ve anlamlı olduğu sonucu elde edilmektedir. Uzun dönem denge tesis edilirken rifsduz değişkeni uyarlama hızı 0.63'dür. Kısa dönem dengesizlik 1.5 aylık bir dönemde ortadan kalkmaktadır. Enfd değişkeninin uyarlama hızı ise 0.88 olarak gerçekleşmektedir. Bu değişkeninin şoktan uzaklaşma hızı çok yüksek olduğundan kısa dönem dengesizlik 1.5 aydan daha kısa bir sürede sonlanmaktadır. Excsea ve yd değişkenleri zayıf dışsal olmaları sebebiyle vektör hata düzeltme modeline dahil edilmemektedir.

Eşbütünleşme testinin ardından Granger nedensellik testi yapılmıştır. Nedensellik testi bir değişkenin gecikmeli değerinin diğer değişkenin değerlerini açıklayabilme gücünü test etmektedir. Nedensellik testlerinin bir unsuru olan Granger nedensellik testi Granger (1988) tarafından geliştirilmiştir. Granger nedensellik testi öncesinde değişkenlerin durağanlığı sınanmakta ve eş bütünleşme ilişkisi analiz edilmektedir. Granger (1988) tarafından geliştirilmiş olan kısa ve uzun dönem nedensellik analizinde uzun dönem nedensellik, eşbütünleşme ilişkisi analizi sonucu elde edilen vektör hata düzeltme katsayılarının işaretlerinin anlamlılığın

sınanmasıyla elde edilmektedir. 4.5 numaralı tabloda yer verilen vektör hata düzeltme katsayıları, rifs, rifsduz ve enfd değişkeninin t istatistik değerinin kritik değer olan 2.36'dan yüksek olması sonucu uzun dönemde bu değişkenlerin %1 düzeyinde anlamlı olduğunu ve rifsduz ve enfd değişkeninden rifs değişkenine doğru uzun dönem nedenselliğin olduğunu göstermektedir

Kısa dönem nedensellik sınaması, vektör hata düzeltme analizinin ardından Granger Blok Wald Dışsallık testinin yapılmasını gerektirmektedir. Kısa dönem nedenselliğin test edildiği Blok Wald testte H_0 hipotezi, bağımsız değişkenlerin hepsinin katsayılarının sıfır olduğunu dolayısıyla bağımsız değişkenlerden bağımlı değişkene doğru kısa dönem nedenselliğin olmadığını göstermektedir.

Tablo 4.6 Blok Wald Test Sonucu

Bağımlı Değişken : D(RIFS)			
	Ki-kare	S.D.	Olasılık
D(RIFSDUZ)	2.460450	2	0.2922
D(ENFD)	0.921974	2	0.6307
D(YD)	2.297143	2	0.3171
D(EXCSEA)	1.817725	2	0.4030
Hepsi	6.512312	8	0.5900

* H_0 , bağımsız değişkenlerin katsayılarının sıfır olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.6' da yer verildiği üzere Blok Wald testinin sonucunda bütün değişkenlerin olasılık değerinin 0.05'ten büyük olması, H_0 hipotezinin reddedilememesine sebep olmaktadır. Bu sonuç, rifsduz ve enfd değişkeninden rifs değişkenine doğru kısa dönem nedenselliğin olmadığını göstermektedir.

5.SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Enflasyon hedeflemesine dayalı para politikasının geliştirildiği Yeni Uzlaşma modelinde enflasyon parasal bir olgu olarak görülmekte ve geleneksel para arzı politikası yerine faiz politikasına dayalı para politikası benimsenmektedir. Yeni Uzlaşma modelinin enflasyon hedefleme politikası ücret sözleşmeleri, paranın yansızlığı, arz yanlı denge ve talep kaynaklı enflasyon olgusuna dayanmaktadır. Post Keynesyenler enflasyon hedeflemesini Yeni Uzlaşma yaklaşımından farklı teorik temellere dayanması nedeniyle Yeni Uzlaşma'nın enflasyon hedeflemesine karşı çıkmaktadırlar. Post Keynesyen enflasyon modelinin Yeni Uzlaşma Modelinden farklılığı; nominal ücret pazarlığı, gelir çekişmesi, paranın yanlı olması, talep yanlı denge, maliyet kaynaklı enflasyon olgusuna dayanmasıdır.

Post Keynesyen iktisatçılar Yeni Uzlaşma ile aralarında teorik farklılık olması sebebiyle Yeni Uzlaşma'nın talep unsuruna dayalı enflasyon anlayışını reddetseler de iki yaklaşım birçok benzerlik taşımaktadır. Her iki yaklaşımda da faiz oranı dışsal ve para arzı içsel olarak merkez bankası tarafından belirlenmektedir. Fakat para arzının içselliği ve faizin dışsallığı kavramlarının içeriği hususunda farklılaşmaktadırlar. Post Keynesyenlerde para arzı, borç-alacak ilişkisine bağlı olarak içsellik kazanır iken Yeni Uzlaşma'da para talebinin tahmin

edilmesinin zorluğu para arzının içsel olarak kabul edilmesine yol açmaktadır. Post Keynesyenler'de merkez bankasının ekonomide gerçekleşen her dalgalanmada faiz oranına başvurmaması ve uzun dönem faiz oranını kullanması gerektiği kabul görmektedir. Kısa dönem faiz oranlarına sadece gelir dağılımı bozulmalarını gidermede ve durgunlaşan ekonomiyi canlandırmada başvurulmalıdır. Dolayısıyla, uzun dönem faiz oranı yönetimi ile merkez bankası ve para politikasına yapılan vurgunun azaltılması ve gereken ağırlığın maliye politikasına verilmesi savunulmaktadır. Yeni Uzlaşma yaklaşımında ise ekonomiye her an müdahale edebilmek üzere kısa dönem faiz oranlarının kullanılması savunulmaktadır.

Yeni Uzlaşma yaklaşımının fiyat istikrarına dayalı para politikasına karşı geliştirilen Post Keynesyen adil faiz oranı kuralı, Smithin kuralı ve Kansas kuralı yaklaşımları, istihdam, ekonomik büyüme ve gelir dağılımını incelemektedir. Yaklaşımlar arasındaki temel farklılık Post Keynesyen yaklaşımın politik iktisat geleneğini izlemesinden kaynaklanmaktadır. Diğer yandan, Post Keynesyen faiz kuralları birbirinden farklı teorik temellere dayansa da faiz oranlarının reel ekonomi üzerindeki etkisinin tam olarak kestirilememesinden kaynaklı olarak faizlerin sıfır ya da sıfıra yakın düzeyde tutulması hususunda fikir birliğine varılmaktadır. Bugün Amerika Merkez Bankası (fed) farklı gerekçelerle sıfıra yakın bir para ve faiz politikası izlemiş olması ve düşük faiz ortamının dünya ekonomisi üzerindeki olumlu etkileri, Post Keynesyen ekonomik modelin özellikleri dikkate alındığında bu tür politikaların yabana atılmaması gerektiğini göstermektedir.

Çalışmada ampirik olarak ise bugün Merkez Bankasının uyguladığı politikalar dikkate alınarak İleriye Dönük Taylor kuralının Türkiye ekonomisindeki geçerliliği incelenmiştir. Çalışmada, reel faiz oranı ile faiz düzeltme değişkeni, enflasyon açığı, çıktı açığı ve döviz kuru arasındaki eşbütünleşme ve nedensellik ilişkisi test edilmiştir. Eşbütünleşme test sonuçları enflasyon açığı ve faiz düzeltme değişkeninin faiz oranı üzerindeki etkisinin pozitif ve anlamlı olduğunu göstermektedir. Ulaşılan sonuçlar doğrultusunda, enflasyon oranını beklenen enflasyon oranından yüksek olması (enflasyon açığı) durumunda TCMB'nin faiz oranlarını arttırarak tepki verdiği saptanmıştır. Ayrıca, modelde kullanılan faiz düzeltme değişkeninin pozitif işaretli ve anlamlı olması merkez bankasının faiz oranı kararı alırken geçmiş dönem faiz oranını da kullandığını göstermektedir. Çıktı açığının ve döviz kurunun anlamsız olması faiz kararının belirlenmesinde etkili olmadığını göstermektedir. Yapılan nedensellik testleri de eşbütünleşmeyi doğrular niteliktedir. Test sonucunda uzun dönemde enflasyon açığı ve faiz düzeltme değişkeninden faiz oranına doğru nedenselliğin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın en önemli sonuçlarından biri de Post Keynesyen faiz kurallarını da içine alan finansal istikrar, gelir dağılımı, istihdam gibi politik iktisadın öncelendiği makro ekonomik modellerin geliştirilmesi ve Türkiye ekonomisine uygulanması yönünde gelecekteki çalışmaların önemine işaret etmesidir.

REFERANSLAR

- Aklan, N. A. A. & Nargeleçekenler M. (2008). Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 63(02), 21-41.
- Aklan, N. A. A. & Nargeleçekenler M. (2011). Aktif Fiyatları ve Para Politikaları: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme. Econ Anadolu .
- Ardor, N. H. (2014). İleriye Dönük Yeni Keynesyen Para Politikası Reaksiyon Fonksiyonunun Tahmini. Ekonomik Yaklaşım, 24(89), 45-71.
- Arestis, P., & Sawyer, M. (2008a). A Critical Reconsideration of the Foundations of Monetary Policy in the New Consensus Macroeconomics Framework: Cambridge Journal of Economics, 32(5),761-779.
- Arestis, P., & Sawyer, M. (2008b). New Consensus Macroeconomics and Inflation Targeting: Keynesian Critique. Economia e Società,Campinasi 17, Numero especial, 629-654 .
- Argitis, G. (2011). A View On Post-Keynesian Interest Rate Policy. Intervention 8(I), 91- 112.
- Bayat, T.& Lebe, F. (2011). Taylor Kuralı:Türkiye için Bir Vektör Otoregresif Model Analizi. Ege Akademik Bakış, Cilt 11, s.95-112.
- Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation targeting: a New Framework for Monetary Policy? No. w5893: National Bureau of Economic Research.
- Carlin, W., & Soskice, D. (2005). The 3-equation New Keynesian Model-a graphical exposition . Contributions in Macroeconomics. 5(1).
- Carlin, W., & Soskice, D. (2005). Macroeconomics: Imperfections, Institutions, and Policies. Oxford University Press.
- Carvalho, F. J. C. (1992). Mr. Keynes and The Post Keynesians. Edward Elgar.
- Clarida, R., Gali, J. & Gertler M. (1998). Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence. European Economic Review, 42(6),1033-1067.
- Çağlayan, E. (2005). Türkiye'de Taylor Kuralının Geçerliliğinin Ekonometrik Analizi. Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt XX, 1.
- De-Juan , O. (2007). The Conventional Versus the Natural Rate of Interest: Implications for Central Bank Autonomy. Journal of Post Keynesian Economics, Volume 29, No.4, 645-666.

De León, Arias A. (2013). An Alternative for Analysing and Teaching Monetary Policy based on Interest Rate Rules: the Institutional Perspectives from Myrdal's Monetary Equilibrium . *International Journal of Pluralism and Economics Education*, 4(1), 93-114.

Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root . *Journal of the American statistical association*, 74(366a), 427-431.

Enders, W. (2008). *Applied Econometric Time Series*. John Wiley & Sons.

Engle , R. F., & Granger, C. W. (1987). Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing *Econometrica*. *Journal of the Econometric Society*, 251-276.

Fontana, G. (2007). Why Money Matters: Wicksell, Keynes, and the New Consensus view on Monetary Policy. *Journal of Post Keynesian Economics*, Volume 30, No.1, 43-60.

Gascoigne, J. & Turner, P. (2004). Asymmetries in Bank of England Monetary Policy. *Applied Economics Letters*, 11(10), 615-618.

Gnos, C., & Rochon, L. P. (2007). The New Consensus and Post-Keynesian Interest Rate Policy. *Review of Political Economy*, 19(3), 369-386.

Granger, C. WJ. (1981). Some Properties of Time Series Data and Their Use in Econometric Model Specification. *Journal of econometrics*, 16.1, 121-130.

Granger, C. WJ. (1988). Some Recent Development in a Concept of Causality. *Journal of Econometrics* 39.1,199-211.

Johansen, S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors . *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12.2, 231-254.

Johansen, S., & Juselius K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Applications to the Demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and statistics*, 52(2), 169-210.

Kesriyeli, M. ve Yalçın, C. (1998). Taylor Kuralı ve Uygulaması Üzerine Bir Not. TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No:9802.

Keynes, J. M., & Akalın, U. S. (2008). Genel Teori:İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi. Kalkedon Yayınları.

Kim, Y. Inflation Targeting: Some Comparison between Post Keynesian and Mainstream Perspectives.

Lima, G. T., & Setterfield, M. (2008). Inflation targeting and Macroeconomic Stability in a Post Keynesian Economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(3), 435-461.

Nelson, E. (2000). UK Monetary Policy 1972-97: a Guide using Taylor Rules. Bank of England Working Paper, No:20.

Ongan, H. (2004). Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği. *Maliye Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 45, 1-12.

Oreiro, J. L., Squeff, G. C., & Paula L. (2008). A Post-Keynesian Proposal for a Flexible Institutional Arrangement of Inflation Targeting Regime in Emerging Economies.

Orlowski, L. T. (2010). Monetary Policy Rules for Convergence to the Euro. *Economic Systems*, 34(2), 148-159.

Österholm P. (2005). The Taylor Rule: A Spurious Regression?. *Bulletin of Economic Research*, 57(3), 2005, 217-247.

Palley, T. I. (1997). Does Inflation Grease the Wheels of Adjustment? New Evidence from the U.S. Economy. *International Review of Applied Economics*, Vol. 11, 387-398.

Palley, T. I. (2003). The Backward-Bending Phillips Curve And The Minimum Unemployment Rate Of Inflation: Wage Adjustment With Opportunistic Firms. *The Manchester School*, 71(1), 35-50.

Palley, T. I. (2006). A Post Keynesian Framework for Monetary Policy: Why Interest Rate Operating Procedures are Not Enough. Gnos, C. ve L. Rochon (Ed.). *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*.

Pasinetti, L. (1980). The Rate of Interest and the Distribution of Income in a Pure Labor Economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 170-182.

Pehlivanoglu, F. (2014). Optimal Para Politikası Çerçevesinde Taylor Tipi Faiz Oranı Reaksiyon Fonksiyonunun Tahmini: Türkiye Örneği. *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, Cilt: IX Sayı: I.

Rochon, L. P. & Setterfield, M. (2007a). Interest Rates, Income Distribution, and Monetary Policy Dominance: Post Keynesians and the Fair rate of Interest . *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(1), 13-42.

Setterfield, M. (2006). Is Inflation Targeting Compatible with Post Keynesian Economics?. *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(4), 653-671.

Shibamoto, M. (2008). The Estimation of Monetary Policy Reaction Function in a data-rich environment: The case of Japan . *Japan and the World Economy*, 20(4), 497-520.

Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Mature and Causes of the Wealth of Nations* Vol.1.Ed.by Edwin Cannan, London:Methuen (1904).

Smithin, J. (2007). A Real Interest Rate Rule for Monetary Policy?. *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(1), 101-118.

Taylor, J. B. (2000). Teaching Modern Macroeconomics at the principles level. *American Economic Review*, 90-94.

Taylor, J. B. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy North-Holland*, Vol. 39, December, 195-214.

Tobin, J. (1972). Inflation and Unemployment . *American Economic Review*, Vol. 62, 1–26.

Wicksell, K. (1898). *Interest and Prices*. Sentry Press.

Woodford, M., & Walsh C. E. (2005). *Interest and prices: Foundations of a Theory of Monetary policy*. Cambridge University Press, 9,462-68.

Wray, L. R. (2007). A Post Keynesian View of Central Bank Independence, Policy Targets, and the Rules versus Discretion debate. *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(1), 119-141.

Vasicek, B. (2009). Monetary Policy Rules and Inflation Process in Open Emerging Economies: evidence for 12 new EU members .

Yapraklı, S. (2011). Türkiye'de Açık Ekonomi Para Politikası Kuralının Geçerliliği. *İş,Güç Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi*, Cilt 13, Sayı 1, 127-142.