



T.C.

Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Doktora Tezi

**DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ
POLİTİKALARI VE TÜRKİYE UYGULAMASININ
ETKİNLİĞİ**

Zeki Akbakay

Diyarbakır 2016

T.C.
Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı

Doktora Tezi

**DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ
POLİTİKALARI VE TÜRKİYE UYGULAMASININ ETKİNLİĞİ**

Zeki Akbakay

Danışman
Doç. Dr. Bahar Burtan Doğan

Diyarbakır 2016

TAAHHÜTNAME

SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Dicle Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum “Dünyada ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Politikaları ve Türkiye Uygulamasının Etkinliği.” adlı tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve tez yazım kılavuzuna uygun olarak hazırladığımı taahhüt eder, tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım. Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

- Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim sadece Dicle Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin ... yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/projemin tamamı her yerden erişime açılabilir.

02/05/2016

Zeki Akbakay

KABUL VE ONAY

Zeki AKBAKAY tarafından hazırlanan Dünyada ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Politikaları ve Türkiye Uygulamasının Etkinliği adındaki çalışma, 20.04.2016 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda jürimiz tarafından İKTİSAT Anabilim Dalında **DOKTORA TEZİ** olarak oybirliği ile kabul edilmiştir.

[İ m z a]

Prof. Dr. Cüneyt Yenal KESBİÇ (Başkan)

Doç. Dr. Cahit AYDEMİR

Doç. Dr. Bahar BURTAN DOĞAN

Doç. Dr. M. Halis ÖZER

Yrd. Doç. Dr. Hamza şİMşEK

ÖNSÖZ

Yüksek enflasyon oranlarının problem olmaya başladığı 1970'lerin başında özellikle gelişmiş ülkelerin birçoğu fiyat istikrarını esas alan politikalar uygulamaya başladılar. Parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi deneyimlerinin başarısız olmasının ardından 1990'ların başında enflasyon hedeflemesi stratejisi denenmeye başlamıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisini kabul eden ülkelerden biri de yaklaşık olarak otuz yıl boyunca yüksek ve kronik enflasyonla mücadele eden Türkiye'dir. Türkiye 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi, 2006 yılında ise açık enflasyon hedeflemesini kabul etmiş ve günümüzde de bu stratejiyi uygulamaya devam etmektedir.

Bu çalışmayı yapmamızın amacı Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin makroekonomik performans üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Bu amaçla yapılan regresyon analizinde elde edilen sonuçlar Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde olumlu etkisinin olduğu, büyüme üzerinde ise önemli bir etkisinin olmadığını göstermektedir.

Bu çalışmanın hazırlanmasında desteklerini esirgemeyen, bana güvenen ve samimi davranışlarından dolayı her zaman çekinmeden görüşebildiğim danışman hocam Doç. Dr. Bahar Burtan Doğan'a minnettarım. Ayrıca tez izleme komitesinde bulunan hocalarım Doç. Dr. Cahit Aydemir ve Doç. Dr. Halis Özer'e desteklerinden dolayı çok teşekkür ediyorum. Ekonometrik çözümler konusunda desteğini aldığım Yrd. Doç. Dr. Musallam Abed Talas'a, görüş ve desteklerinden dolayı değerli dostlarım İbrahim Tunik ve Dr. Ferda Keskin Önen'e sonsuz teşekkürler. Muhakkak ki değerli eşim ve sevgili çocuklarımın verdikleri manevi destek ve yaptıkları fedakarlıklardan dolayı en büyük takdir ve teşekkürü hak etmektedirler.

Zeki Akbakay

Diyarbakır 2016

ÖZET

1970'lerde uygulanan aktivist para politikaları bir taraftan enflasyon oranını artırırken, diğer taraftan işsizlik oranlarını düşürmede başarısız olmuş ve sonuçta stagflasyon krizi yaşanmıştır. Bu durum teorik alanda Monetaristlerin ortaya koyduğu gibi, para politikasının uzun dönemde ancak fiyatlar üzerinde etkili olabileceğini pratikte de göstermiştir. Teorik ve pratik alanda yaşanan bu gelişmeler literatürde “para politikasının öncelikli amacı fiyat istikrarıdır” şeklinde bir konsensüsü doğurmuştur. Böylece enflasyon oranının sorun olduğu bir ortamda ülkelerin çoğu fiyat istikrarını önceleyen para politikalarını uygulamaya başladılar. Bu amaçla uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi başarılı olamamıştır. En son uygulanan politika ise ilk olarak 1990'da Yeni Zelanda tarafından kabul edilen enflasyon hedeflemesidir.

Türkiye yaşadığı başarısız parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinin ardından 2002 yılında “örtük enflasyon hedeflemesi” stratejisini kabul etmiştir. Gerekli önkoşullar sağlandıktan sonra 2006 yılında “açık enflasyon hedeflemesi” resmi olarak ilan edilmiştir.

Bu çalışmanın amacı Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performans üzerindeki etkisini değerlendirmektir. Bu amaçla yapılan regresyon analizinde enflasyon hedeflemesinin enflasyon, enflasyon ataleti ve faiz oranlarını düşürdüğü ancak büyüme üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Tüm bu sonuçlar literatürde öne çıkan argümanlarla örtüşmektedir. Sonuç olarak enflasyon

hedeflemesi Türkiye’de makroekonomik performansı olumlu etkilediği bu çalışmayla ortaya çıkmıştır.

Anahtar Sözcükler: Para Politikası, Fiyat İstikrarı, Enflasyon Hedeflemesi, Makroekonomik Performans



ABSTRACT

The activist monetary policies that were imposed in the 1970s increased inflation rate on one hand, and failed to diminish the unemployment rate on the other hand; consequently, the stagflation crisis was experienced. This situation, as the Monetarists put forward in theory, shows that, in practice, monetary policy may be effective on prices only in the long run. These developments that were experienced both in theory and practice led to the emergence of a consensus in literature that “the primary goal of monetary policy is price stability”. Thus, in a situation that inflation was a serious problem, most of the countries began to impose monetary policies that gave priority to price stability. To that end, countries used monetary targeting and exchange rate targeting, but nevertheless, these strategies failed. The last policy to be imposed is inflation targeting that was adopted for the first time by New Zealand in 1990.

After an unsuccessful monetary targeting and exchange rate targeting experience, Turkey adopted “implicit inflation targeting” in 2002. Having implemented the preconditions for inflation targeting, Turkey adopted officially “open inflation targeting” in 2006.

The objective of this study is to evaluate macroeconomic performance of inflation targeting that has earlier been applied in Turkey. For this purpose, in the regression analysis that was performed, the results obtained are as follows: inflation targeting has decreased inflation rate, inflation persistence and interest rate; however,

any important relationship has not been determined to exist between growth rate and inflation targeting. All these findings were found to be consistent with the prominent arguments in literature. In conclusion, through our study, inflation targeting was determined to have favourable effect on macroeconomic performance in Turkey.

Key Words: Monetary Policy, Price Stability, Inflation Targeting, Macroeconomic Performance



İÇİNDEKİLER

| | Sayfa No |
|-----------------------|----------|
| ÖNSÖZ..... | I |
| ÖZET..... | II |
| ABSTRACT..... | IV |
| İÇİNDEKİLER..... | VI |
| TABLolar LİSTESİ..... | XIV |
| ŞEKİLLER LİSTESİ..... | XVI |
| KISALTMALAR..... | XIX |
| GİRİŞ..... | 1 |

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI, FİYAT İSTİKRARI VE ALTERNATİF PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ

| | |
|---|----|
| 1.1. FİYATİSTİKRARI..... | 7 |
| 1.1.1. Fiyat İstikrarının Anlamı..... | 7 |
| 1.1.2 Fiyat Düzeyi İstikrarı - Düşük Enflasyon Ayırımı..... | 8 |
| 1.1.3. Sıfır Enflasyon-Pozitif Enflasyon Ayırımı..... | 10 |

| | |
|---|----|
| 1.1.4 Uzun Dönemde Fiyat İstikrarını Para Politikasının Öncelikli Amacı Kılan Temel Dinamikler..... | 15 |
| 1.1.4.1 Kurallara Karşı Takdir Tartış..... | 16 |
| 1.1.4.2 Aktivist Para Politikalarının Başarısızlığı..... | 19 |
| 1.1.4.2.1 Para Politikasında Uzun ve Değişken Gecikmelerin Olması..... | 20 |
| 1.1.4.2.2 Uzun Dönemde Enflasyon ile İşsizlik Arasında Değiş-tokuş İlişkisinin Bulunmaması..... | 21 |
| 1.1.4.2.3 Zaman Tutarsızlığı Problemi..... | 26 |
| 1.1.4.3 Enflasyonun Maliyeti..... | 28 |
| 1.1.4.3.1 Tam Olarak Beklenen Enflasyonun Maliyeti..... | 29 |
| 1.1.4.3.2 Beklenmeyen Enflasyonun Maliyeti..... | 31 |
| 1.2 PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI..... | 35 |
| 1.2.1 Para Politikasının Araçları..... | 36 |
| 1.2.2 Para Politikasının Hedefleri..... | 37 |
| 1.3 PARA POLİTİKASI AKTARIM MEKANİZMALARI..... | 39 |
| 1.3.1 Geleneksel Faiz Oranı Kanalı..... | 41 |
| 1.3.2 Döviz Kuru Kanalı..... | 45 |
| 1.3.3 Diğer Varlık Fiyatları Kanalı..... | 49 |
| 1.3.4 Kredi Kanalı..... | 51 |
| 1.3.4.1 Banka Kredileri Kanalı..... | 52 |
| 1.3.4.2 Bilanço Kanalı..... | 53 |
| 1.3.5 Beklentiler Kanalı..... | 54 |
| 1.4 PARA POLİTİKASI HEDEFLEME STRATEJİLERİ..... | 56 |

| | |
|---|----|
| 1.4.1 Nominal Çapanın Gerekliliği..... | 57 |
| 1.4.2. Döviz Kuru Hedeflemesi..... | 59 |
| 1.4.2.1 Döviz Kuru Hedeflemesinin Anlamı..... | 60 |
| 1.4.2.2 Yumuşak Döviz Kuru Hedeflemesi..... | 61 |
| 1.4.2.3 Katı Döviz Kuru Hedeflemesi..... | 63 |
| 1.4.3.4 Döviz Kuru Hedeflemesinin Avantajları..... | 66 |
| 1.4.3.5 Döviz Kuru Hedeflemesinin Dezavantajları..... | 69 |
| 1.4.3 Parasal Hedefleme..... | 74 |
| 1.4.3.1 Parasal Hedeflemenin Tanımlanması..... | 77 |
| 1.4.3.2 Parasal Hedeflemenin Avantajları ve Dezavantajları..... | 79 |
| 1.4.3.3 Parasal Hedefleme Deneyimleri..... | 82 |
| 1.4.3.3.1 Amerika, Kanada ve İngiltere'nin Parasal Hedefleme Deneyimleri..... | 82 |
| 1.4.3.3.2 Almanya ve İsviçre'nin Parasal Hedefleme Deneyimleri..... | 84 |
| 1.4.4 Avrupa Merkez Bankası'nın Hedefleme Stratejisi..... | 88 |
| 1.4.5 ABD Merkez Bankası'nın Para Politikası Stratejisi..... | 94 |

İKİNCİ BÖLÜM ENFLASYON HEDEFLEMESİ

| | |
|---|-----|
| 2.1 KURAMSAL ÇERÇEVE..... | 101 |
| 2.1.1 Enflasyon Hedeflemesinin Tanımlanması..... | 101 |
| 2.1.2 Kural-İhtiyarilik Ayırımı Çerçevesinde Enflasyon Hedeflemesi..... | 108 |
| 2.1.3 Merkez Bankasının Kayıp Fonksiyonu ve Katı-Esnek Enflasyon Hedeflemesi Ayırımı..... | 111 |

| | |
|--|-----|
| 2.1.4 Enflasyon Değişkenliği ile Üretim Değişkenliği Arasındaki Değiş-Tokuş İlişkisi ve Taylor Eğrisi..... | 117 |
| 2.1.5 Enflasyon Değişkenliği ve Üretim Değişkenliği Arasındaki Değiş-Tokuş İlişkisinin Enflasyon Hedeflemesi Kredibilitesine Etkisi..... | 121 |
| 2.1.6 Açık Ekonomi Enflasyon Hedeflemesi..... | 123 |
| 2.1.7 Enflasyon Hedeflemesinin İşleyişi ve Şoklara Karşı Tepkisi..... | 128 |
| 2.1.8 Enflasyon Hedeflemesi ve Çift Yasal Amaçlılık..... | 131 |
| 2.2 ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖN KOŞULLARI..... | 134 |
| 2.2.1 Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Kredibilitesi..... | 134 |
| 2.2.1.1 Merkez Bankasının Bağımsızlığı..... | 134 |
| 2.2.1.1.1 Merkez Bankasının Amaç Bağımsızlığı..... | 136 |
| 2.2.1.1.2 Merkez Bankasının Araç Bağımsızlığı..... | 138 |
| 2.2.1.1.3 Merkez Bankasının Hedef Bağımsızlığı..... | 141 |
| 2.2.1.2 Merkez Bankasının Kredibilitesi..... | 143 |
| 2.2.2 Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik..... | 145 |
| 2.2.3 Enflasyon Hedefinin Önceliği..... | 151 |
| 2.2.4 Mali Baskınlığın Olmaması..... | 154 |
| 2.2.5 Güçlü ve Gelişmiş Finansal Piyasalar..... | 158 |
| 2.2.6 Ön Şartların Yerine Getirilmesinde Zamanlama..... | 160 |
| 2.3 ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN OPERASYONEL YÖNLERİ..... | 164 |
| 2.3.1 Fiyat Endeksinin Seçimi..... | 165 |
| 2.3.2 Hedefin Seçimi..... | 167 |

| | |
|--|-----|
| 2.3.3 Enflasyon Hedefinin Zaman Ufku..... | 171 |
| 2.4 ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN YAYILIŞI..... | 178 |
| 2.4.1. Genel Olarak Yayılışı..... | 178 |
| 2.4.2 Ekonomik Yapı ve Büyüklük..... | 182 |
| 2.5 GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN UYGULANMASINDAKİ ZORLUKLAR..... | 184 |
| 2.5.1 Mali Baskınlığın Olması..... | 186 |
| 2.5.2 Finansal Baskınlık..... | 187 |
| 2.5.3 Dışsal Baskınlık ve Döviz Hareketlerinden Kaynaklanan Zorluklar..... | 190 |
| 2.5.4 Enflasyon Hedeflemesinin Politik Destekten Yoksun Olması..... | 192 |
| 2.6 ENFLASYON HEDEFLEMESİ ve KÜRESEL FİNANSAL KRİZ..... | 193 |
| 2.6.1 Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal İstikrar..... | 194 |
| 2.6.2 Enflasyon Hedeflemesinin 2007-2008 Finansal Krizindeki Rolü..... | 203 |
| 2.6.3 Finansal Kriz Döneminde Enflasyon Hedeflemesinin Performansı..... | 206 |
| 2.6.4 Para Politikası Açısından Finansal Krizin Öğrettikleri..... | 217 |
| 2.6.4.1 Kriz Öncesinde Para Politikasının Temel Prensipleri..... | 217 |
| 2.6.4.2 Küresel Finansal Krizden Çıkarılan Dersler..... | 223 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN UYGULANMASI

| | |
|---|-----|
| 3.1 TÜRKİYE'DE YÜKSEK ENFLASYONUN NEDENLERİ..... | 233 |
| 3.2 1980 SONRASI UYGULANAN PARA POLİTİKALARI..... | 238 |
| 3.2.1 1980-1990 Döneminde Para Politikası: Ekonomik Liberizasyon..... | 238 |

| | |
|--|-----|
| 3.2.2 1990-1999 Döneminde Para Politikası: Parasal Hedefleme Stratejisi..... | 241 |
| 3.2.3 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Döviz Kuru Hedeflemesi..... | 246 |
| 3.2.3.1 Kasım 2000 Krizi..... | 248 |
| 3.2.3.2 Şubat 2001 Krizi..... | 252 |
| 3.3 GÜÇLÜ EKONOMİYE GEÇİŞ PROGRAMI VE ÖRTÜK ENFLASYON HEDEFLEMESİ (2002-2006)..... | 254 |
| 3.3.1 Örtük Enflasyon Hedeflemesi ve Başlangıç Koşulları..... | 257 |
| 3.3.2 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Gerçekleşen Yapısal Reformlar ve Düzenlemeler..... | 264 |
| 3.3.3 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemindeki Makroekonomik Gelişmeler..... | 266 |
| 3.3.3.1 Enflasyon Oranı İle İlgili Gelişmeler..... | 266 |
| 3.3.3.2 Faiz Oranlarındaki Gelişmeler..... | 269 |
| 3.3.3.3 Döviz Kuru Geçişgenliğindeki Değişim..... | 270 |
| 3.3.3.4 Büyüme Oranlarındaki Gelişmeler..... | 271 |
| 3.3.3.5 Kamu Borçlarındaki Gelişmeler..... | 273 |
| 3.3.3.6 Finansal Sistemdeki Gelişmeler..... | 275 |
| 3.4 AÇIK ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİ..... | 279 |
| 3.4.1 Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi..... | 280 |
| 3.4.1.1 Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi..... | 280 |
| 3.4.1.2 Hedefin Niteliği..... | 281 |
| 3.4.1.3 Enflasyon Hedefinin Şekli..... | 283 |
| 3.4.1.4 Hedeften Sapma ve Hesap Verme..... | 284 |
| 3.4.1.5 Zaman Ufku..... | 287 |

| | |
|--|-----|
| 3.4.1.6 Hedeflerin Değiştirilme Koşulları..... | 289 |
| 3.4.1.7 Karar Alma Süreci ve İletişim..... | 292 |
| 3.4.2 Döviz Kuru Politikası..... | 293 |
| 3.4.3 2006-2010 Dönemi: Küresel Finansal Kriz..... | 295 |
| 3.4.3.1 2006-2009 Dönemi Gelişmeleri ve Para Politikasının Duruşu..... | 295 |
| 3.4.3.2 Krizden Çıkış Sürecinde Yaşanan Gelişmeler ve Para Politikası Duruşu.. | 302 |
| 3.4.3.3 Krizin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkisinin Para Politikası Açısından Değerlendirilmesi..... | 306 |
| 3.5 TCMB'NİN YENİ PARA POLİTİKASI YAKLAşIMI..... | 310 |
| 3.5.1 Yeni Bir Politika Yaklaşımı İçin Temel Gerekçeler..... | 310 |
| 3.5.2 Yeni Para Politikası Araçları ve Aktarım Mekanizması..... | 317 |
| 3.6 TÜRKİYE'DE UYGULANAN ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN MAKRO EKONOMİK PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİNLİğİ..... | 328 |
| 3.6.1 Konu İle İlgili Literatür..... | 328 |
| 3.6.2 Amaç..... | 341 |
| 3.6.3 Yöntem..... | 341 |
| 3.6.4 Örneklem..... | 343 |
| 3.6.5 Ön Analiz..... | 344 |
| 3.6.6 Model..... | 349 |
| 3.6.6.1 Çoklu Regresyon Modelinin Temel Varsayımları..... | 350 |
| 3.6.6.2 Serilerin Birim Kök Testleri..... | 351 |
| 3.6.6.3 Enflasyon Modeli ve Analiz Sonuçları..... | 354 |
| 3.6.6.4 Enflasyon Ataleti Modeli ve Analiz Sonuçları..... | 356 |

| | |
|--|-----|
| 3.6.6.5 Büyüme Modeli ve Analiz Sonuçları..... | 358 |
| 3.6.6.6 Faiz Modeli ve Analiz Sonuçları..... | 360 |
| 3.6.7 Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi..... | 362 |
| SONUÇ..... | 366 |
| EKLER..... | 378 |
| KAYNAKÇA..... | 384 |



TABLolar LİSTESİ

Sayfa No

| | |
|---|-----|
| Tablo 1.1: Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi..... | 55 |
| Tablo 2.1: Merkez Bankasının Bağımsızlığı..... | 140 |
| Tablo 2.2: E. Hedeflemesinin Kabulünden Önceki Önkoşullar ve Şimdiki Koşullar | 161 |
| Tablo 2.3 Ülkeler Bazında Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Yönleri..... | 171 |
| Tablo 2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Enflasyon Hedefleyici Ülkelerin Makro Ekonomik Performanslarının Karşılaştırması: 1997:1-2002:2..... | 186 |
| Tablo 2.5: Makro Ekonomik Performans: Enflasyon Hedefleyici Ülkeler ve Diğerlerinin Karşılaştırması..... | 217 |
| Tablo 3.1. TCMB Para Programları (1990-1992)..... | 242 |
| Tablo 3.2 Örtük Enflasyon Hedeflemesinde Mali Baskınlık Derecesi..... | 260 |
| Tablo 3.3: Ortalama Büyüme ve Enflasyon Oranları(1981-2006)..... | 273 |
| Tablo 3.4 Bankacılık Sektörünün Derinlik ve Aracılık Fonksiyonları..... | 277 |
| Tablo 3.5 Para Politikasının Eski ve Yeni Çerçevesinin Karşılaştırılması..... | 316 |
| Tablo 3.6: EH Öncesinde ve Sonrasında Değişkenlerin Ortalama ve Standart Sapmaları..... | 345 |
| Tablo 3.7: Serilerin ADF Birim Kök Test Sonuçları..... | 353 |
| Tablo 3.8: Enflasyon Oranı Regresyon Sonuçları..... | 355 |

| | |
|--|-----|
| Tablo 3.9:Enflasyon Ataleti Regresyon Sonuçları..... | 357 |
| Tablo 3.10: Büyüme Oranı Regresyon Sonuçları..... | 359 |
| Tablo 3.11: Faiz Oranı Regresyon Sonuçları..... | 361 |



ŞEKİLLER LİSTESİ

| | Sayfa No |
|---|----------|
| Sekil 1.1: Para Politikası Uygulama Süreci..... | 35 |
| Şekil 2.1 Enflasyon Değişkenliği ve Üretim Değişkenliği Arasındaki Değiş-Tokuş İlişkisi..... | 119 |
| Şekil 2.2 Bir Şok Sonrasında Merkez Bankasının Kayıp Fonksiyonuna Bağlı Olarak Hedef Ufkunun Değişmesi..... | 173 |
| Şekil 2.3 Şokların Büyüklüğüne Bağlı Olarak Hedef Ufkunun Değişmesi..... | 174 |
| Şekil 2.4 Enflasyon Hedeflemesinin Yayılması..... | 180 |
| Şekil 2.5.a: Kamusal Borçlar (GSMH'nın yüzdesi)..... | 210 |
| Şekil 2.5.b: Kısa Vadeli Dışsal Borçlar (GSMH'nın yüzdesi)..... | 210 |
| Şekil 2.6: Cari Hesap Dengesi (GSMH'nın yüzdesi)..... | 211 |
| Şekil 2.7: Kriz Döneminde Enflasyon Hedefleyici Olan ve Olmayan Ülkelerin Enflasyon Oranları..... | 213 |
| Şekil 2.8: Kriz Döneminde Enflasyon Değişkenliği..... | 214 |
| Şekil 2.9: Kriz Döneminde Nominal ve Reel Faiz Oranları..... | 215 |
| Şekil 2.10: Kriz Döneminde Reel Faiz Oranları..... | 215 |

| | |
|---|-----|
| Şekil 2.11: 2001-2009 Yılları Arası GSMH Büyüme..... | 216 |
| Şekil 3.1: İç Borçlanma Reel Faiz Oranı ve GSMH Büyüme Hızı(%)..... | 246 |
| Şekil 3.2: Portföy Yatırımları..... | 250 |
| Şekil 3.3 1999Haziran- 2000 Aralık Döneminde Haftalık Verilere Göre Finansal Baskı Endeksi (FBE)..... | 251 |
| Şekil 3.4. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Başlangıç Enflasyonu..... | 259 |
| Şekil 3.5. Örtük Enflasyon Hedeflemesine Geçerken Varlık Dolarizasyonu Endeksi(1997=100)..... | 262 |
| Şekil 3.6: Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2002-2005)..... | 268 |
| Şekil 3.7. Ortalama Vade ve Faiz(Aylık)..... | 270 |
| Şekil 3.8: Kamu Sektörü Toplam Borç Stoku Gelişmeleri(2002-2005)..... | 275 |
| Şekil 3.9: Bankacılık Sektörünün Gelişimi..... | 276 |
| Şekil 3.10: Finansal Sağlık Endeksi..... | 277 |
| Şekil 3.11: Döviz Mevduatının Toplam Mevduat İçindeki Payı..... | 279 |
| Şekil 3.12 Enflasyon Hedefleyici G.O Ülkelerin Politika Faiz Oranları(Yüzde) * | 301 |
| Şekil 3.13: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Yıllık Büyüme Oranları..... | 303 |
| Şekil 3.14: Dış Ticaret Kaynakları..... | 314 |
| Şekil 3.15: Cari Açığın Finansman..... | 314 |
| Şekil 3.16: TCMB'nin Politika Araçları ve Amaçları..... | 319 |
| Şekil 3.17 TCMB Para Politikasının Operasyonel Yapısı..... | 320 |
| Şekil 3.18: Türkiye'de Enflasyon Oranlarının Gelişimi (1990Q1-2014Q4)..... | 346 |

| | |
|---|-----|
| Şekil 3.19: Türkiye'de Reel Büyüme Oranları (1990Q1-1990Q4)..... | 346 |
| Şekil 3.20: Türkiye'de Kısa Dönem Nominal Faiz Oranları(1990Q1-2014Q4)..... | 347 |
| Şekil 3.21: Türkiye'de Reel Döviz Kuru Seviyesi(1990Q1-2014Q4)..... | 348 |
| Şekil 3.22: Türkiye'de Dolarizasyon Seviyesi (1990Q1-2014Q4)..... | 348 |



KISALTMALAR

| | |
|--------------|--|
| AB | Avrupa Birliği |
| ABD | Amerika Birleşik Devletleri |
| BDDK | Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu |
| BoJ | Bank of Japan |
| DİBS | Devlet İç Borçlanma Senetleri |
| DKH | Döviz Kuru hedeflemesi |
| DYY | Doğrudan Yabancı Yatırımlar |
| ECB | European Central Bank |
| EDEH | Eksik donanımlı enflasyon hedeflemesi, |
| EH | Enflasyon Hedeflemesi |
| EKKM | En Küçük Kareler Metodu |
| EMBI | Emerging Market Bond Index |
| EMI | European Money Institute |
| EMS | European Monetary System |
| EMU | European Monetary Union |
| EPS | Ek Parasal Sıkılaştırma |
| ERM | Exchange Rate Mekanizması |
| ESCB | European System of Central Banks |
| EVDS | Elektronik Veri Dağıtım Sistemi |
| FBE | Finansal Baskı Endeksini |
| FED | Federal Reserve |
| FOMC | Federal Open Market Committee |
| FSE | Finansal Sağlık Endeksi |
| GEGP | Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı |
| GOÜ | Gelişmekte Olan Ülkeler |
| GSMH | Gayri Safi Milli Hasıla |
| GSYİH | Gayri Safi Yurtiçi Hasıla |
| GÜ | Gelişmiş Ülkeler |
| HICP | Harmonised Index of Consumer Prices |
| IMF | Uluslararası Para Fonu |
| İMKB | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| KİT | Kamu İktisadi Teşebbüsleri |
| KKBG | Kamu Kesimi Borçlanma Gereği |
| LRPC | Long Run Phillips Curve |
| NİV | Net İç Varlıklar |
| NUR | Net Uluslar arası Rezerv |

| | |
|-------------|---|
| OECD | Organisation for Economic Cooperation and Development |
| ÖFİÇ | Örtük Fiyat İstikrarı Çapası, |
| ÖKTG | Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri |
| PK | Para Kurulu |
| ROK | Rezerv Opsiyon Katsayısı |
| ROM | Rezerv Opsiyon Mekanizması |
| SNB | Swiss National Bank |
| SPK | Sermaye Piyasası Kurulu |
| SRPC | Shorth Run Phillips Curve |
| TCMB | Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası |
| TD | Tam Dolarizasyon |
| TDEH | Tam Donanımlı Enflasyon Hedeflemesi, |
| TMSF | Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu |
| TÜFE | Tüketici Fiyatları Endeksi |
| YP | Yabancı Para |

GİRİŞ

1970’li yıllarda dünya ekonomisinde görülen stagflasyon krizi aynı zamanda para politikası uygulamaları için bir dönüm noktası olmuştur. Enflasyon oranlarının pek önemsenmediği bir ortamda, Keynesgil iktisat yaklaşımının para politikasını kullanarak, enflasyon oranlarını artırması karşılığında işsizlik oranlarını düşürme çabası yaşanan stagflasyon ile birlikte başarısızlığa uğramıştır. Kısa dönem Phillips Eğrisi analizine dayanan Keynesyen iktisadın bu yaklaşımının başarısızlıkla sonuçlanması, para politikası kullanılarak neyin başarılıp neyin başarılamayacağı tartışmalarını hızlandırmıştır. Zira bu tartışmayı teorik anlamda Monetaristler zaten başlatmışlardı. Monetaristlere göre kısa dönemde enflasyon ile işsizlik arasında var olan değiş tokuş (tradeoff) ilişkisi uzun dönemde yoktur. Yani Phillips Eğrisi uzun dönemde diktir. Diğer bir ifadeyle genişlemeci bir para politikası uygulayarak artan fiyatlar karşılığında işsizlik oranları azaltılamaz. Öyleyse para politikası uzun dönemde reel değişkenleri değil, sadece fiyatları etkileyebilir. Pratikte yaşanan gelişmeler ile teorik alanda yaşananların bu şekilde birbirini desteklemesi, “para politikasının öncelikli amacı fiyat istikrarı olmalıdır” argumanı etrafında bir konsensüsün oluşmasına neden olmuştur.

Yaşanan bu gelişmeler karşısında, ülkeler fiyat istikrarını sağlamaya yönelik nominal çapaları esas alan yani kural odaklı yeni para politikası arayışlarına girdiler. Bu anlamda günümüze kadar fiyat istikrarını nihai hedef olarak belirleyen üç önemli hedefleme stratejisinin uygulandığı görülmektedir. Bunlardan birincisi parasal büyüklüklerin nominal çapa olarak kullanıldığı parasal hedefleme stratejisidir. Almanya, İsviçre, Kanada, İngiltere ve Amerika gibi bazı gelişmiş ülkeler başta olmak üzere birçok ülke 1970’lerin ortalarına doğru parasal hedefleme stratejisini uygulamaya

başladılar. Ne var ki, parasal büyüklükler ile amaç değişkenler (enflasyon ve nominal gelir) arasındaki ilişkinin istikrarlı olmayışı parasal hedeflemenin sorunlu bir strateji olmasına neden olmuş ve terk edilmiştir. Diğer bir hedefleme stratejisi ise döviz kurunu nominal çapa olarak kullanan döviz kuru hedeflemesidir. Bağımsız bir para politikasının uygulanamaması, spekülasyon ataklara açık olması ve finansal krizlere neden olması gibi dezavantajlarından dolayı döviz kuru hedeflemesi de yaygın bir uygulama alanı bulamamıştır. Nitekim 1990'larda yaşanan finansal krizlerden sonra döviz kurunu uygulayan birçok ülke parasını dalgalanmaya bırakmıştır.

Hedefleme stratejilerinin en sonucusu ve en yenisi enflasyon hedeflemesidir. Enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranı için yıllık ya da daha fazla bir zaman ufku içerir resmi bir sayısal hedefin (ya da hedef aralığının) kamuoyuna ilan edildiği ve fiyat istikrarının açık bir şekilde para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak kabul edildiği bir para politikası çerçevesidir. Enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarı nihai hedefine ulaşmak için enflasyon hedefini nominal çapa olarak kullanmaktadır. Bir başka ifadeyle parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinden farklı olarak fiyat istikrarına ulaşmak için ara hedef kullanmak yerine enflasyonun kendisini hedeflemektedir. Enflasyon oranının hedef olarak belirlenmesi iktisadi ajanlar tarafından kolayca takip edilmesini sağlamakta, bu ise parasal otoriteleri daha hesap verebilir bir konuma getirmektedir. Merkez bankası iletişim prosedürlerini etkili bir şekilde kullanmak suretiyle para politikasının uzun dönemde ancak enflasyon üzerinde etkili olabileceğini ortaya koyarak para politikasından beklentileri şekillendirebilir. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesi katı kuralların uygulandığı bir strateji değildir. Tersine uzun vadede fiyat istikrarına zarar vermeden kısa dönemde üretimdeki dalgalanmaları engellemek ve kısa dönemli şoklara karşılık vermek için hedeften sapmaları tolere eden esnek bir uygulamadır.

Parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi deneyimlerinin başarısızlıkla sonuçlanmasının ardından ülkeler fiyat istikrarını sağlamak amacıyla yeni bir para politikası olan enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başladılar. İlk kez 1989 yılında Yeni Zelanda tarafından kabul edilen enflasyon hedeflemesi başta gelişmiş

lkeler arasında, sonrasında ise gelişmekte olan ülkeler arasında hızla geniş bir alana yayıldı. Bu anlamda, enflasyon hedeflemesi bir anda ortaya atılan yeni bir fikrin ürünü değil, pratik deneyim ve teorik gelişmelerin sunucunda olgunlaşan bir stratejidir.

Enflasyon hedeflemesinin kabul edilip yaygınlaşmasında sahip olduğu avantajlar ve öncesinde uygulanan para politikası stratejilerinin başarısız olmasının yanında, uygulamada makroekonomik performans üzerindeki olumlu etkisinin de etkili olduğu kabul edilmektedir. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesinin n koşularını yerine getirmediklerinden ve kendilerine özgü bazı siyasal ve sosyal koşullardan dolayı gelişmekte olan ülkeler bazı zorluklarla karşılaşmaktadırlar.

Enflasyon hedeflemesi ilk ciddi sınavını 2007-2009 yılları arasında yaşanan küresel finansal kriz döneminde vermiştir. Genel olarak para politikasının ve özelde enflasyon hedeflemesinin bu dönemdeki başarısı üzerine birçok tartışma yapılırsa da, yapılan çalışmalar enflasyon hedefleyici ülkelerin sahip olduğu yüksek mali disiplin ve göreli olarak uyguladıkları yüksek faiz politikasının merkez bankasına sağlamış olduğu manevra alanından dolayı finansal krizden daha az etkilendiklerini göstermektedir.

Kriz, para politikası için önemli derslerin çıkarıldığı bir süreç olmuştur. Kriz öncesinde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının yakalanmış olması ve bu başarının istikrarlı büyüme oranları ile aynı döneme denk gelmesinden dolayı merkez bankaları sürdürülebilir bir büyüme için fiyat istikrarının en temel ön koşul olduğunu güçlü bir Şekilde savunabilmişlerdir. Ne var ki, enflasyon oranındaki düşüş aynı zamanda son krize zemin hazırlayan finansal piyasalardaki bazı gelişmelerle birlikte yaşanmış, fiyat istikrarı finansal krizi önleyememiştir. Diğer bir ifadeyle kriz öncesindeki “fiyat istikrarı finansal istikrar için yeterlidir” savı kriz sonrasında çürümüştür. Dolayısıyla krizden çıkarılabilecek en temel ders, fiyat istikrarının finansal istikrarı garanti etmediğidir. Bu yüzden, krizden sonra enflasyon hedefleyici ülkeler finansal istikrara önceki dönemden daha fazla önem vermeye başlamışlardır.

Türkiye'nin enflasyon hedeflemesini kabul edişi diğer gelişmekte olan ülkelerde yaşanan süreçten farklı olmamıştır. Türkiye uzun yıllar boyunca faiz-kur-enflasyon kısır

döngüsü içinde kalmış ve bu kısır döngünün sonucu olarak ortaya çıkan yüksek kronik enflasyon makro ekonomik dengeleri olumsuz etkilemiştir. Yaşanan makro ekonomik süreçler Türkiye'yi adım adım enflasyon hedeflemesi rejimine yaklaştırmıştır. İthal ikameci bir sanayileşme stratejisinin izlendiği 1960-1980 döneminde Türkiye ciddi döviz darboğazları ve yüksek enflasyon oranları şeklinde ağır bir bunalıma sürüklenmiştir. Ardından 24 Ocak Kararları ile birlikte uygulanan “ihracata dönük sanayileşme” stratejisi enflasyon oranlarını daha da yükseltmiştir. 1990-1999 yılları arasında bazı kesintilerle birlikte uygulanan parasal hedefleme stratejisi, sonrasında 2000-2001 yıllarında uygulanan döviz kuru hedeflemesi stratejisi başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan krizlerin ardından Türkiye döviz kuru hedeflemesini terk etmiş ve döviz kurunu dalgalanmaya bırakarak 2002'de örtük enflasyon hedeflemesine, gerekli ön koşullar sağlandıktan sonra ise 2006'da açık enflasyon hedeflemesine geçmiş ve böylece fiyat istikrarı para politikasının öncelikli amacı olmuştur. Küresel kriz sonrasında ise fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı sağlamak ve devam ettirmek için yeni bir para politikası çerçevesini oluşturmuştur.

Bu **çalışmanın amacı** dünyada ve Türkiye'de enflasyon hedeflemesine geçişin temel gerekçelerini ortaya koymak ve Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesinin makro ekonomik performansını ekonometrik bir model çerçevesinde değerlendirmektir. **Araştırmanın kapsamı**; enflasyon hedeflemesi öncesi (1990Q1-2005Q4) ve enflasyon hedeflemesi (2006Q1-2014Q4) dönemleri için enflasyon hedeflemesi stratejisinin; enflasyon, enflasyon ataleti, ekonomik büyüme ve faiz oranı üzerindeki etkileriyle sınırlandırılmıştır. **Araştırmanın öngörüsü**; Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesinin makro ekonomik performans üzerinde olumlu bir etkisinin olacağı şeklindedir. **Araştırmanın sonucunda**, Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyon oranı, enflasyon ataleti ve faiz oranlarını düşürdüğü, büyüme oranı üzerinde ise bir etkisinin olmadığı, diğer taraftan enflasyon hedeflemesinin enflasyon, faiz, reel döviz kuru ve büyüme değişkenliğini azalttığı görülmüştür. Böylece enflasyon hedeflemesinin, literatürdeki argümanlarla örtüşecek şekilde, fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde olumlu bir etkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Bu çalışma üç bölüm olarak sunulmaktadır. Birinci bölümde fiyat istikrarının para politikasının öncelikli amacı olmasındaki temel gerekçeler, para politikası aktarım mekanizmaları, fiyat istikrarına yönelik kullanılan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi ile Avrupa Merkez Bankası(ECB) ve ABD Merkez Bankası (FED)'in para politikası stratejileri incelenecektir.

İkinci bölümde; enflasyon hedeflemesinin nasıl bir strateji olduğunu ortaya koymak için; bu stratejinin kuramsal çerçevesi, temel ön koşulları ile operasyonel özellikleri incelendikten sonra gelişmekte olan ülkeler için temel zorluklar ortaya konulacaktır. Ayrıca bu bölümde enflasyon hedeflemesinin küresel krizdeki performansı incelenecektir

Üçüncü bölümde; Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi öncesi yaşamış olduğu makro ekonomik süreç incelenecek ve böylece enflasyon hedeflemesine geçişin temel gerekçeleri ortaya konulacaktır. Sonrasında örtük enflasyon hedeflemesi döneminde yaşanan makro ekonomik gelişmeler ve enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi incelenecektir. Finansal krizdeki gelişmeler ele alındıktan sonra, kriz sonrasında Merkez Bankası'nın yürürlüğe koyduğu yeni para politikasının gerekçeleri ve kullanılan araçlar üzerinde durulacaktır. Son olarak Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin makro ekonomik performansı ekonometrik bir model çerçevesinde değerlendirildikten sonra çalışmanın sonuç kısmı ve öneriler sunulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI, FİYAT İSTİKRARI VE ALTERNATİF PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ

Dünya ekonomisinde 1970'lerde yaşanan stagflasyon krizi Keynesgil iktisat yaklaşımının geçerliliği ile ilgili şüpheleri artırarak, iktisat politikalarının etkinliği ve çerçevesiyle ilgili yeni yaklaşımların gelişmesine neden olmuştur. Yüksek enflasyon ve işsizliğin bir arada yaşanması Philips Eğrisinin uzun dönemde geçersizliğini ortaya koyarken bir anlamda Keynezyen politikaların da ciddi bir şekilde sorgulanmasına neden olmuştur. Enflasyon ile işsizlik arasında uzun dönemde bir değiş-tokuş ilişkisinin (tradeoff) var olmadığına anlaşılmasıyla birlikte para politikasının öncelikli amacı olarak fiyat istikrarının sağlanması ile ilgili süreç de hızlanmış oldu. Bu anlamda fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak günümüze kadar parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi gibi farklı para politikası rejimleri uygulanmıştır.

Bu bölümde öncelikle fiyat istikrarından ne anlaşılması gerektiği üzerinde durularak önemli merkez bankalarının yaklaşımları incelenip, literatürdeki tartışmalara değinilecektir. Sonrasında fiyat istikrarının para politikasının öncelikli amacı olmasını gerektiren temel dinamikler incelenerek, “neden fiyat istikrarı” sorusuna cevap aranacaktır. Böylece, bir anlamda hedefleme stratejilerinin gerekçeleri ortaya konulmuş olacaktır. Fiyat istikrarını sağlayan parasal aktarım mekanizmasının nasıl işlediği incelendikten sonra, alternatif hedefleme rejimleri olan döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme uygulamaları ele alınacak, neden uzun ömürlü stratejiler olmadıkları

ortaya konulacaktır. Böylece enflasyon hedeflemesinin kabulündeki temel gerekçeler de ortaya çıkmış olacaktır. Son olarak enflasyon hedeflemesine benzerliklerinden dolayı ECB ve FED'in para politikası stratejisi incelenecektir.

1.1. FİYAT İSTİKRARI

1.1.1. Fiyat İstikrarının Anlamı

Fiyat istikrarı, gerek literatürde ve gerekse merkez bankacıları arasında para politikasının öncelikli amacı olmasının gerekliliği konusunda geniş bir kabul görmektedir. Böyle bir konsensüsün arkasında iki temel gerekçe bulunmaktadır. Birincisi yüksek ve değişken enflasyon oranlarının kaynak tahsisini bozduğu ve uzun dönem büyüme potansiyelini azalttığı, ikincisi ise fiyat istikrarının ekonomik büyüme, sosyal refah ve sosyal kaynaşmayı (social cohesion) artırdığına dair güçlü bir inanın olmasıdır.

Birçok merkez bankası fiyat istikrarını para politikasının birincil amacı olarak kabul etmekle birlikte, fiyat istikrarının tanımlanması hususunda bazı farklılıkların öne çıktığı görülmektedir.¹ Tanımlamalardaki farklılıkların temelinde fiyat istikrarına yönelik niceliksel ifadelerin olup olmadığı yatmaktadır. Örneğin ABD Merkez Bankası FED ve Japonya Merkez Bankası Bank of Japan niceliksel değil niteliksel bir tanımlama yapmışlardır. Nitekim 1990'larda Fed başkanı A. Greenspan fiyat istikrarını, “iktisadi ajanların tüketim, tasarruf ve yatırıma yönelik kararlarında fiyatlar genel düzeyindeki değişmeyi dikkate almadıkları durum” olarak ifade etmektedir. Fiyat istikrarını ekonomik büyümenin bir ön koşulu ve para politikasının birincil amacı olarak gören Japonya Merkez Bankası (BoJ) da benzer bir tanımlama yapmaktadır. Buna göre fiyat istikrarı “ekonomik ajanların (firmalar, hane halkları) fiyatlar genel düzeyindeki dalgalanmayı dikkate almadan tüketim ve yatırım gibi ekonomik aktiviteleri ile ilgili kararlar alabildiği durum” olarak ifade etmektedir (13 Ekim 2000).

¹ Efreem Castelnuovo, S. N. Altımarı and D. R. Palenzuela, Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long Term Inflation Expectations, in. **Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy** September 2003p.9

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da fiyat istikrarının niceliksel olmayan bir tanımlamasını yaparak yukarıdaki tanımlamalara benzeşecek şekilde fiyat istikrarını; “iktisadi birimlerin tüketim, yatırım ve tasarruf kararlarında dikkate almaya gerek duymayacakları ölçüde düşük düzeyde sürdürülen bir enflasyon oranı” olarak ifade etmektedir.²

Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve İsviçre Merkez Bankası (Swiss National Bank -SNB) ise fiyat istikrarının niceliksel bir tanımını yapmaktadırlar. Avrupa Merkez Bankası'na göre fiyat istikrarı “Harmonize Tüketici Fiyatları Endeksi (Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)) artış oranının yıllık bazda %2'nin altında ve %2'ye yakın bir seviyede olması” olarak tanımlanmaktadır. SNB ise ECB'nin tanımlamasında olduğu gibi fiyat istikrarının açık, niceliksel bir tanımlamasını yapmaktadır. Bu tanımlamaya göre ‘tüketici fiyatlarında yıllık %2'nin altındaki bir artış’ fiyat istikrarı olarak görülmektedir.

Yukarıda yapılan tanımlamaların ortak vurgusu, “ekonomik birimlerin karar alma sürecinde enflasyon oranlarının ne olduğuna dikkat etmemelerini” fiyat istikrarı olarak ifade etmeleridir. Buna karşın dikkate alınmayacak enflasyon oranının ne olduğu konusu tam olarak açıklanmamıştır. Bu bağlamda, ‘fiyat istikrarından ne anlaşılmalı’ sorusu üzerine yapılan tartışmalarda iki farklı yaklaşımın ön plana çıktığı görülmektedir. Birincisi, fiyat istikrarı ile “fiyat-düzeyi” (price-level) istikrarının mı yoksa “düşük enflasyon oranının” mı anlaşılması gerektiği ile ilgilidir. İkincisi ise “sıfır enflasyon-pozitif enflasyon” tartışması ile ilgilidir.

1.1.2 Fiyat Düzeyi İstikrarı - Düşük Enflasyon Ayırımı

Fiyat istikrarı, en anlaşılır anlamıyla sabit fiyat düzeyi veya fiyat-düzeyi istikrarıdır. Ne var ki son zamanlardaki tartışmaların çoğunda ve para politikası uygulamalarında fiyat istikrarı, düşük ve istikrarlı enflasyon veya sıfır enflasyonu da kapsayan ‘düşük enflasyon’ anlamında kullanılmaktadır. Birinci tanımlamaya göre fiyat

² TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, Ankara, 2006, s.3

düzeıı durağandır. İkinci tanımlamada ise fiyat düzeyinde bir baz kaymasına (base drift) işaret edilmektedir. Bu bağlamda fiyat düzeyinin durağan olmayan bir durumu içerdiği anlaşılmaktadır.³ Fiyat istikrarı açısından enflasyon oranı tanımlaması benimsendiğinde fiyat istikrarından amaç geçmiş dönemin ekonomik koşullarını yakalamak değil bugün itibariyle fiyatlarda istikrarı sağlamaktır. Bu yüzden⁴ enflasyon oranı tercihi geçmiş ekonomik başarısızlıkları önemsemeyip (bygones are bygones) baz kaymasına izin verirken, fiyat düzeyi hedefinde baz kaymasının olmayışı yaşanan fiyat şoklarının tersine çevrileceğini gösterir.

Sabit bir fiyat düzeyini hedeflemek ile enflasyon oranını hedeflemek arasında ince bir ayırım bulunmaktadır. Fiyat istikrarı tanımının fiyat düzeyi yaklaşımına göre, pozitif bir enflasyon dönemini, fiyat düzeyini önceki hedefine geri getirmek için, telafi edici bir negatif enflasyon dönemi izlemek zorundadır.⁵ Örneğin fiyat seviyesinin ilk yılda 100 olarak kabul edilen değerinden ikinci yılda 103'e çıkması durumunda, fiyat düzeyi hedeflemesi merkez bankasının üçüncü yılda seviyeyi tekrar 100'e çekmesi için deflasyonist önlemler almasını gerektirir. Öte yandan sıfır enflasyon oranı hedefi benimsenmişse, bu sefer merkez bankası, üçüncü yılda fiyat seviyesi hedefini 103'te tutmayı amaçlamakta ve deflasyonist önlemler almasına gerek kalmamaktadır.⁶

Fiyat düzeyi–enflasyon oranı tartışmasının neden anlamlı olduğunu Vinals üç nedene dayandırmaktadır.⁷ İlk olarak enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde merkez bankalarının temel amacı düşük bir enflasyon oranını başardıktan sonra fiyat düzeyinde istikrarı sağlamak merkez bankası için daha büyük bir önem arz etmektedir. İkinci olarak, toplum sadece istikrarlı düşük enflasyonu önemsemez, aynı zamanda uzun

³ Lars E. O., Svensson, How Should Monetary Policy Conducted in an Era of Price Stability ?, in. **New Challenges of Monetary Policy** p.4

⁴ Jose Vinals, Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment, in. Why Price Stability, **First ECB Central Banking Conference**, ECB, November 2001 p.147

⁵ Charles Freedman, What Operating Procedures Should Be Adopted to Maintain Price Stability? Practical Issues, in **Achieving Price Stability** pp.242-243

⁶ John Taylor, How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long Run Price Stability-Conceptual Issues, in. **Achieving Price Stability**, A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31, 1996 pp.188-189

⁷ Vinals, Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment, p.147

dönem ekonomik ve finansal planlarla ilgili belirsizlikleri ortadan kaldırdığı için istikrarlı fiyat düzeyine de dikkat ederler. Son olarak yapılan araştırmalara göre toplum fiyat seviyesinin istikrarı yerine sadece düşük enflasyona değer verse bile, bazı koşullarda güvenilir bir fiyat seviyesi hedefinin gözetilmesi makroekonomik istikrar üzerinde istenmedik yan etkiler göstererek, ihtiyari politikaların (discretionary policy) sebep olduğu enflasyon sapması (inflation bias) ve istikrar sapmasını (stabilization bias) önleyebilir.

1.1.3 Sıfır Enflasyon - Pozitif Enflasyon Ayırımı

Optimal enflasyonun sıfırın üstünde düşük bir enflasyon olması gerektiği konusunda bir konsensüs olmasa da pratikte birçok merkez bankası fiyat istikrarını sıfırın üstünde düşük bir enflasyon olarak algılamaktadır. Akademik literatürde düşük pozitif enflasyon oranı yaklaşımı lehine genel olarak dört temel arguman ileri sürülmektedir.⁸

- Hükümetin senyorajı bir gelir kaynağı olarak görmesi
- Uzun-dönem Phillips Eğrisinin düşük enflasyon oranlarında dikey olmama ihtimali
- Nominal faiz oranlarının alt sınırının sıfır olması sebebiyle, sıfır enflasyon oranında para politikasının yürütülmesinin zor olması
- Enflasyonun ölçülmesindeki zorluklar

Gelişmiş ülkeler için senyoraj zorunlu bir gelir kaynağı olarak görülmez. Oysa diğer gelir kaynaklarına göre gelir elde etmede pek etkili olmamakla birlikte senyoraj, başka yollardan gelir elde etmekte sıkıntılarla karşılaşan ülkelerde faydalı bir yöntem olabilir. Bu anlamda gelişmiş ülkeler açısından senyoraj düşük bir enflasyonun bile gerekçesi olamaz.⁹ Örneğin parasal tabanın GSMH'nin %6'sını oluşturduğu Amerika'da

⁸Otmar Issing, Why Price Stability, in. **First ECB Central Banking Conference**, 2-3 November 2000 p.190, ve Stanley Fischer, Why Are Central Banks Pursuing Long Run Price Stability?, in. **Achieving Price Stability** A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31, 1996 pp. 19-20

⁹ Issing, Why Price Stability,...p.190

enflasyon oranındaki %1'lik bir artış GSMH'nin %0.05'inden daha az bir gelir artışına neden olmaktadır.¹⁰

Düşük ve pozitif enflasyon lehine ikinci bir arguman Phillips Eğrisi'nin eğimi ile alakalıdır. Buna göre uzun dönem Phillips Eğrisi yüksek ve ılımlı enflasyon oranlarında dikey iken, düşük enflasyon oranlarında dikey olmayabilir. Bu yaklaşım uzun dönemde düşük enflasyon oranlarında enflasyon ile çıktı arasında bir değiş-tokuş (trade-off) ilişkisi olabileceğini açıklamaktadır. Bu koşullar altında düşük pozitif enflasyon argümanı “ücretlerin aşağıya doğru rijitliği” (downward nominal rigidity in wages) argümanı ile anlam kazanır. Buradaki temel yaklaşım, düşük bir enflasyonun ‘ekonominin çarklarını yağlamak’ (grease the wheels of the economy) için gerekli olduğu fikrine dayanır. Buna göre nominal ücretlerin aşağıya doğru rijit olmalarının anlamı reel ücretlerin ancak sıfırın üstünde düşük bir enflasyonla düşürülebileceğidir.¹¹

Düşük enflasyon şartları altında ücret ve fiyat davranışlarını ve işsizlik ile ilişkilerini açıklamak için G. Akerlof, W. Dickens, ve G. Perry tarafından geliştirilen modelde, nominal ücretlerin aşağıya doğru rijit olması durumunda, enflasyon oranının %3'ten sıfıra düşürülmesi işsizlik oranında % 2,6'lık bir artışa neden olacağı ve böylece işsizlik denge düzeyinin yükseleceği ortaya konulmuştur. Politika yapıcılar için sıfır enflasyonun hedeflenmesi, işsizlik oranlarının gereksiz yere yükselmesine neden olduğu için ekonominin kaynak tahsisi etkisinin önemli ölçüde azaldığı anlamına gelir.¹²

Emek talebinde meydana gelen bir azalma durumunda çok düşük enflasyon oranları reel ücretlerin düşmesini önleyebilir. Nominal ücretlerin aşağı doğru katı olmalarından kaynaklanan bu durum firmaların reel ücretler üzerindeki etkisini azaltır. Firmalar bu etkisizliklerini işçi çıkarma yoluyla telafi ederler ve böylece işsizlik oranlarında bir artış olur.

¹⁰ Fisher. p.19

¹¹ Issing, Why Price Stability,...p.191

¹² George Akerlof, William Dickens and George Perry, The Macroeconomics of Low Inflation, **Brookings Papers on Economic Activity**, No.1, 1996, p.51

Groshen ve Schweitzer (1996, 999) enflasyonun emek piyasası üzerinde reel ücretlerin düşmesine izin veren yağlama (grease the wheels) etkisinin yanında kum etkisi (sand effects) gibi görece ücretlerde parazit oluşturarak belirsizlikleri arttıran olumsuz etkilerinin de olduğunu ileri sürmüşlerdir. Düşük enflasyon oranlarında var olan yağlama etkisi, enflasyonun yükselmesi ile birlikte, ortaya çıkan kum etkisi tarafından bertaraf edilir. Bu bulgular Akerlof, Dickens ve Perry tarafından hesaplanan optimal bir enflasyonun sıfırın üstünde % 1,5-4 arasında olması gerektiğini önermektedir.¹³

Yağlama ve kum etkilerinin ikisi de, bir şok durumunda, nominal ücret ve fiyat katılıklarının birer sonucudur. Bu ortak özelliklerinin ötesinde etkileri teorik ve ampirik olarak birbirinden farklı olduğu görülmektedir. Yağlama etkisi istihdamı artırırken kum etkisi kaynak dağılımını bozup çıktıyı potansiyel seviyesinin altına düşürür. Enflasyon artarken yağ ve kum etkileri birbirlerini dengelerler. Enflasyon düşük iken net refah etkileri pozitifdir, yalnız yüksek enflasyon oranlarında kum etkisinin baskın geldiği düşünülmektedir.¹⁴ Bu yüzden optimal enflasyon oranlarının ne olması gerektiği yaşanan reel ve nominal şoklara bağlı olarak değişecektir.

Düşük enflasyon oranı lehine üçüncü arguman nominal faiz oranlarının alt sınırının sıfır olması sebebiyle, sıfır enflasyon durumunda para politikasını yürütmenin zor olduğudur. Sıfır enflasyonun hedeflenmesinin zor olması resesyon dönemlerinde negatif reel faize duyulan ihtiyaçtan kaynaklanmaktadır. Summers Etkisinin(Summers effect) açıkladığı bu olguya göre nominal faiz oranları negatif olamayacağından dolayı sıfır enflasyonun hedeflenmesi durumunda reel faizlerin sıfır olma seçeneği de ortadan

¹³ Charles Wyplosz, Do We Know How Low Should Inflation Be?, in. Why Price Stabilityp. **First ECB Central Banking Conference**, 2-3 November 2000 p.16,30

¹⁴ Erica L. Groshen., and Mark E. Schweitzer, Identifying Inflation's Grease and Sand Effects in the Labor Market, in **The Costs and Benefits of Price Stability** NBER Working Paper January 1999 p.274

kalkar. Böyle bir sınırlama şoklar karşısında para otoritesinin fiyat istikrarı çerçevesinde etkili bir istikrarlaştırma politikası yürütmesini zora sokar.¹⁵

Düşük pozitif enflasyon ile ilgili tartışmaların kökeni Keynes'in Likidite tuzağına kadar uzanmaktadır.¹⁶ Sıfır enflasyonun hedeflenmesi durumunda ekonomi deflasyon riski ile karşı karşıya kalabilir. Kısa dönem faiz oranlarının sıfır sınırına çok yakın olması durumunda deflasyon finansal istikrarsızlığa neden olduğu için oldukça zararlı olabilir. Mishkin, enflasyonun sıfırın altında gerçekleşmesinin, aynı miktarda sıfırın üstünde gerçekleşen bir enflasyondan daha maliyetli olduğunu belirterek enflasyon hedefinin sıfırın üstünde olmasını deflasyona karşı bir güvence olduğunu ileri sürmektedir. Bununla birlikte sıfır enflasyonla merkez bankaları üretim istikrarını tehlikeye atma pahasına enflasyonu kontrol etme saplantısına girebilirler. Merkez bankalarının sadece enflasyonu düşünmesi ve para politikası kararlarında üretim dalgalanmalarını önemsememesi Mervyn King'in terminolojisi ile "enflasyon nefreti" (inflation nutter) olarak algılanmalarına ve böylece kamu desteğini yitirmesine neden olacaktır. Örneğin sıfır veya %1'lik çok düşük bir enflasyon kamuoyuna göre kendi duyarlılıklarının gözlemlenmediğinin bir işareti olabilir.

Sıfır enflasyona karşı ileri sürülen diğer bir argumanın temelinde gerçek enflasyon oranının ölçülen enflasyon oranından daha düşük olması yatmaktadır. Tüketici fiyatları endeksi (TÜFE) baz alınarak elde edilen enflasyon oranları teknik zorluklardan dolayı bazı ölçüm sapmaları (measurement bias) ile karşılaşılmaktadır. Bu yüzden tüketici fiyatları endeksi ile ölçülen enflasyon oranı tüketicilerin refah düzeylerindeki olumsuz etkiyi tam olarak gösteremez. Bu yetersizliğin üç temel nedeni vardır.¹⁷ Bunlardan birincisi nitelik sapmasıdır (quality bias). Buna göre tüketici fiyatları ile ölçülen enflasyon malların kalitelerinde zaman içinde meydana gelen iyileşmeleri hesaba katmamaktadır. TÜFE'nin ikinci yetersizliği, nispi fiyat yapısındaki değişim

¹⁵ Andrew G. Haldane, Designing Inflation Targeting, in. **Monetary Policy and Inflation Targeting** July 1997 pp.83-84

¹⁶ Frederic S. Mishkin, Issues in Inflation Targeting, in. **Price Stability and Long Run Target for Monetary Policy**, p.209

¹⁷ Erdal M. Ünsal, **Makroiktisat**, İmaj Yayıncılık, Ankara-2011 s.85

sonucu tüketicilerin malları birbiriyle ikame etmeleri gerçeğinin hesaba katılmamasıdır. Tüketicinin sabit zaman içinde değişmeyen bir mal sepetini satın aldığı varsayımı altında yapılan bu ölçüm ikame sapması (substitution bias) olarak ifade edilmektedir. Tüketici fiyatları ile enflasyonun doğru ölçülememesinin üçüncü neden ise yeni ürün sapması(new products bias) şeklinde ifade edilmektedir. Buradaki temel sorun, değeri hesaplanan sepetin sabit olması ve dolayısıyla piyasaya yeni çıkan tüketim mallarının fiyatlarında zaman içinde meydana gelen düşüşlerin hesaba katılmamasıdır.¹⁸

Yukarıda vurgulanan ve birçok ekonomist (Orphanides and Wieland(1998), Okun(1981), Summers(1991)) tarafından da dile getirilen argümanlar sıfır enflasyon probleminin temelini oluşturmaktadır. Bununla birlikte bu problem Avrupa'ya göre, Amerika'daki akademik ve merkez bankacıları çevreleri arasında daha çok ilgi görmektedir. Bu şekildeki farklı davranışların nedeni her iki bankanın fiyat istikrarına yüklediği anlamla ilgilidir. Fed spesifik bir fiyat tanımlaması yapmazken, ECB kendi fiyat istikrarı tanımlamasına uygun olarak yıllık enflasyon artışını %2'nin altında ama %2'ye yakın olarak belirleyip fiyat istikrarından ne anlaşılması gerektiğini daha spesifik bir tanımlama ile ortaya koyarak deflasyon riskinden kaçınmıştır.¹⁹

Literatürde her ne kadar düşük pozitif enflasyon lehine genel bir yaklaşım olsa da sıfır enflasyon lehine de bazı görüşler ileri sürülmüştür. Bu bağlamda enflasyonun genel maliyetleri sıfır enflasyonu hedeflenmenin gerekçelerini oluşturmaktadır. Sıfır enflasyonun faydalarının maliyetlerinden fazla olduğuna dikkat çekilmekte ve özellikle şu argümanlar ileri sürülmektedir. Birincisi, sıfır enflasyon işlem maliyetlerini en aza indirmektedir. İkinci olarak sıfır enflasyon sermaye gelirlerinden tahsil edilen vergilerde düşüş sağlamaktadır. Üçüncü argüman ise sıfır enflasyonun belirsizliği azaltmasıdır.²⁰

¹⁸ Boskin Komisyonu'nun ABD verilerine dayalı olarak yaptıkları çalışmaya göre sapmalardan dolayı ölçülen enflasyon %0.8 ile %1.6 arasında daha yüksek çıkmaktadır. Otmar, Issing, 'Why Price Stability'...p.190

¹⁹ Vinals, Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment, p.123

²⁰ S. Rao Aiyagari, (1990), Deflating the Case for Zero Inflation, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Vol. 14, No. 3, ve Summer, p. 3

William Pool sıfırın üstünde düşük enflasyon lehine ileri sürülen argümanların yanlışlığına dikkat çekmektedir. W. Pool'a göre para politikasının pozitif bir enflasyonu hedeflemesi için nominal ücret katılıkları ve sıfır sınırlı nominal faiz oranları argümanları yeterince inandırıcı değildirler. Pozitif enflasyonun sıfır enflasyona göre politik olarak da sürdürülmesinin zorluğuna dikkat çeken Pool, merkez bankasının sıfır enflasyonu güvenilir bir şekilde taahhüt etmesi sonucu belirsizliklerin ortadan kalkacağını ifade etmektedir. Böylelikle hem finansal istikrar sağlanmış olur hem de uzun dönemde büyüme gerçekleşir. Bu yüzden W. Pool merkez bankalarının uzun dönemde sıfır enflasyonu hedeflemeleri gerektiğini vurgulamaktadır.²¹

Günümüzde fiyat istikrarının para politikasının birincil amacı olması konusunda, gerek literatürde gerekse para politikası uygulamalarında bir görüş birliğine varıldığı söylenebilir. Fiyat istikrarının hangi tanımlamasının daha uygun olduğu tartışması devam ederken, pratikte fiyat istikrarı denince düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı anlaşılmaktadır. Yalnız, optimal enflasyon oranlarının ne olması gerektiği konusunda tam bir uzlaşma sağlanamamıştır. Diğer bir ifade ile düşük bir enflasyonun hangi noktada veya aralıkta olması gerektiği, hangi noktaya kadar ekonomiye güç verdiği veya hangi noktadan sonra zarar verdiği tartışmaya açık bir konu olarak durmaktadır. Bununla birlikte, %1-3 arasındaki bir enflasyonun fiyat istikrarı tanımlamalarına uygun olduğu düşünülmektedir.

1.1.4 Uzun Dönemde Fiyat İstikrarını Para Politikasının Öncelikli Amacı Kılan Temel Dinamikler

1970'lerde yaşanan petrol krizi ve buna bağlı olarak ekonomiyi vuran arz şokları neticesinde fiyat istikrarının önemi ciddi bir şekilde vurgulanmaya başlanmıştır. Fiyat istikrarının para politikasının birincil amacı olarak kabullenmesi gerek literatürde gerekse pratikte oluşan ortak yargıların ürünüdür. Para politikasının etkinliği ile ilgili özellikle şu konularda ortak bir noktaya varıldığı görülmüştür. Öncelikle, iktisatçılar arasında uzun dönemde enflasyonun yalnızca para politikası tarafından kontrol

²¹ William Poole, Is Inflation too Low, *Cato Journal*, Vol. 18, No. 3, Winter 1999, pp.453-464

edilebileceği ve para politikasının yalnızca enflasyonu etkileyebileceği yönünde bir görüş birliği oluşmuştur. Politika uygulayıcılar uzun dönemde öncelikli amaçları olarak fiyat istikrarını benimsediklerinde, para politikasından neler beklediklerini ve para politikasının neyi yapıp neyi yapamayacağını açık bir biçimde ortaya koymaktadırlar.²²

İkinci olarak, ılımlı düzeylerdeki enflasyon oranlarının bile ekonomik etkinliği ve büyümeyi olumsuz etkilediğinin anlaşılmasıyla, fiyat istikrarının para politikasının diğer amaçlarına (düşük işsizlik ve yüksek büyüme oranı) ulaşmak için öncelikli bir gereklilik olduğu yönünde bir görüş birliği oluşmuştur

Mishkin fiyat istikrarının uzun dönemde para politikasının öncelikli amacı olmasını iki temel önermeye dayandırmaktadır.²³ Öncelikle kısa dönemde işsizlik oranını düşürmeye yönelik uygulanan aktivist politikalar yüksek enflasyona neden olurken, uzun dönemde işsizliği de düşürmekte başarısız kalmaktadırlar. İkincisi, fiyat istikrarı uzun dönemde daha yüksek üretim düzeyine ulaşmayı ve daha hızlı büyümeyi kolaylaştırır. Bu iki arguman birlikte ele alındığında fiyat istikrarının pozitif ekonomik sonuçlar yaratacağı açıktı

Günümüzde fiyat istikrarının para politikasının öncelikli amacı olmasının temel gerekçelerini anlayabilmek için 1970'lerden bu yana yaşanan teorik tartışmaları ve para politikasına yönelik uygulamaları ve gelişmeleri incelemek gerekir. Para politikasındaki bu gelişmelerin irdelenmesi enflasyon hedeflemesi rejiminin gerekçelerinin anlaşılmasına da yardımcı olacaktır.

1.1.4.1 Kurallara Karşı Takdir Tartış

Para politikasının nasıl yürütüleceği Keynesyen ve Monetarist iktisatçılar arasında devamlı bir tartışma konusu olmuştur. Tartışmanın temeli para politikasının önceden herkes tarafından bilinen kurallara göre mi, yoksa politika yapıcıların takdirine

²² Ben S. Bernanke vd, **Inflation Targeting: Lessons from International Experience**, Princeton: Princeton University Press, 1999 p.10

²³ Frederic S. Mishkin. Strategies for Controlling Inflation, in. Phillip Lowe (Ed.), **Monetary Policy and Inflation Targeting**, Reserve Bank of Australia, 1997, p.8

göre mi yürütüleceği konusudur. Keynezyenler tarafından benimsenen takdir (discretion) görüşü para politikasının merkez bankası tarafından, ekonomik şartlara uygun olarak, serbestçe uygulanması gerektiği fikrine dayanır. Monetarist iktisatçılar ise para politikasının önceden belirlenen kurallar çerçevesinde yürütülmesini ve merkez bankasının inisiyatifine bırakılmaması gerektiğini ileri sürerek Keynezyen yaklaşıma karşı çıkmışlardır.

Parasal kurallar konusu Milton Friedman (1959) tarafından ortaya atılan ve dayanağını Henry Simson'ın 1936'daki çalışmasından alan bir öneri ile ilgilidir. Buna göre para politikasının ekonomi üzerindeki etkileri belirsizdir ve aynı zamanda uzun ve değişken gecikmelerle ortaya çıkmaktadır. Böylesi bir belirsizlik karşısında para arzının yönetimin takdirine bırakılması ekonomide dalgalanmalara neden olur. Bu yüzden Friedman sabit parasal büyüme kuralını savunur.²⁴

Kurallardan yana ileri sürülen argümanlar iki konu üzerinde temellendirilmektedir. Birincisi ekonominin işleyişi ile ilgili eksik bilgi, ikincisi ise çıkar gruplarının dayatmış olduğu uygun olmayan amaçlara politika yapıcıların eğilimli olması argümanıdır. Ancak Barro(1986)'ya göre, akıllı bir para otoritesi takdire dayalı olarak saptadığı optimal politikaların oluşum sürecinde kararlarını verirken ekonominin işleyişiyle ilgili eksik bilgi sorununu hesaba katabilir. Şayet, para otoritesi iyi niyetliyse herhangi bir kurala dayanarak ellerini önceden bağlamanın gereği yoktur.²⁵

Takdir yaklaşımına göre uygulanan para politikasında para otoritesi kendi kararlarını uygulamakta serbesttir. Takdir yaklaşımını savunanlar, ekonomik koşullar değişirken merkez bankalarının davranışlarına sınırlama getirmenin yanlışlığı

²⁴ John B. Carlson. "Rules Versus Discretion: Making a Monetary Rule Operationel" 1988Q3 <http://clevelandfed.org/research/review/> (erişim: 20.01.2014). Henry Simons 1936'yılında yayınlanan makalesinde para politikasının uygulanması ile ilgili olarak birbirinden tamamen farklı iki yöntemi karşılaştırmıştır. Bunlardan biri iyi tanımlanmış operasyonel kurallar çerçevesinde para politikası otoritelerinin sorumluluklarının somut olarak belirlenmesidir. Diğeri ise para politikasının hedefini somutlaştırmak ve bu hedefe ulaşmak için parasal otoritelere oldukça geniş, takdire dayalı yetkiler vermektir. Bu temel ayrıma göre birinci rejim otoritenin amacını araçlar(means) bağlamında tanımlamakta, ikincisi ise amacı sonuçlar bağlamında tanımlamaktadır. Simon araçlar bağlamında kuralları desteklemektedir.

²⁵ Robert J. Barro, Recent Developments in the Theory of Rules Versus Discretion, **The Economic Journal Volume**, Vol.96, Supplement: Conference Papers (1986) p.23

vurgulamaktadırlar. Çünkü katı kurallar, beklenmeyen şoklar veya ekonominin yapısında meydana gelen değişimlere karşılık verme konusunda yetersizdirler.²⁶ Tersine para politikasının uygulanmasına yönelik konulan bir kural para otoritesinin davranışları üzerine bir sınırlama getirir. Söz konusu sınırlamalar hem kararların alınmasında hem de para otoritesinin amaçlarının belirlenmesi üzerinde etkili olur.²⁷ Böylece politika yapıcıların “elinin kolunun bağlanması” para otoritelerinin kısa dönemde sağlanacak çıkarlar ile ilgili girişimlerini engeller. Bu durum takdir yaklaşımının doğasında var olan enflasyon eğilimini engelleyerek dönem sonu sürprizlerini(enflasyon) elimine etmiş olur. Bu yüzden takdire dayalı politikalar yürüten parasal kurumların, kuralları uygulayacak kurumlara dönüşmesiyle enflasyon ve parasal büyüme oranları düşebilir.²⁸

Kydland ve Prescott’a göre takdire dayalı bir politika altında politika yapıcılar cari dönemde en iyi kararı alsalar bile, bu politika uygulaması sosyal amaç fonksiyonunu maximize edemez. Alternatif olarak, politika uygulamalarının bazı kurallara dayanması ekonomik performansı iyileştirebilir. Kydland ve Prescott’a göre bu durum takdire dayalı politikalara karşı kuralları ön plana çıkaran bir argumandır.²⁹

Taylor fiyat seviyesi veya reel gelirdeki değişmelere karşı politika kurallarının para arzı, parasal taban veya kısa dönem faiz oranlarında ayarlamalar yapmak suretiyle para politikası kurallarının uygulanacağını vurgularken kuralların genel anlamda sabit olma zorunluluklarının olmadığını ifade etmektedir.³⁰

1983 yılına kadar kurallar yaklaşımı genelde esnekliği sınırlandıran katı bir uygulamayı çağrıştırmaktadır. “Kural”ın zorunlu olarak sabit, tepki vermeyen (non-responsive) bir kavram olarak algılanmasının temelinde Friedman’ın bazı parasal

²⁶ Ben S. Bernanke and Frederic S. Mishkin, Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, **Journal of Economic Perspectives**, Vol.11 No.2, Spring 1997p.104

²⁷ Gerald P. Dwyer, Jr., Rules and Discretion in Monetary Policy, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, May/June 1993 Vol. 75, No.3, p. 4

²⁸ Robert J. Barro and David B. Gordon, Rules, Discretions, and Reputation In a Model of Monetary Policy, **NBER Working Papers** No. 1079 February 1983 p.1

²⁹ Finn E. Kydland and E. C. Prescott, Rules Rather than Discretion. The Inconsistency of Optimal Plans, **The Journal of Political Economy**, Volume85, Issue , Jun., 1977), p.473

büyükliklerle ilgili (M2,M1, parasal taban gibi) sabit büyüme kuralı yatmaktadır. Barro ve Gordon (1983) pasif ve aktif kurallar ayırımını yapmak suretiyle kavramlara açıklık getirmişlerdir.³¹ Kurallar yaklaşımına dayalı para politikasının pasif ve aktif bir biçimdeki uygulama şeklini bir örnekle açılalım. Merkez bankasının parasal tabanı her yıl %4 arttırmasını öngören bir kural, kurallar yaklaşımının pasif bir biçimde uygulandığını göstermektedir. Diğer taraftan makroekonomik koşullar gözetilmek suretiyle kurallar aktif olarak uygulanabilir. Örneğin işsizlik oranı %5 iken parasal tabanın %1 arttırılması, işsizlik oranı %3 iken parasal tabanın %1 azaltılması ekonomik gelişmeleri hesaba katan aktif bir kural uygulamasıdır.³²

1.1.4.2 Aktivist Para Politikalarının Başarısızlığı

Aktivist para politikası, işsizlik düzeyinin tam istihdam seviyesinin üstüne çıkması durumunda genişlemeci para politikaları kullanılarak işsizlik düzeyinin düşürülmesi çabası şeklinde tanımlanabilir.³³ 1970'lere kadar temel amacı üretim ve işsizlik seviyesini tam istihdama yakın tutmak olan aktivist politikalar birçok politika yapıcı ve ekonomist tarafından destek bulmuştur. Aktivist politika taraftarları uzun dönemde enflasyon ile işsizlik arasında bir değiş-tokuş olduğuna inanmaktaydılar. Buna göre para otoritelerinin yüksek bir enflasyon karşılığında düşük bir işsizlik oranını devamlı bir şekilde sürdürmesi mümkündür ve vice versa. Ne var ki 1960 ve 1970'lerin aktivist para politikaları vaad etmiş oldukları yüksek makroekonomik performansı başaramadıkları gibi aynı zamanda yüksek bir ekonomik maliyeti olan stagflasyon problemi ile karşı karşıya kaldılar

Aktivist para politikalarına karşı üç güçlü arguman ileri sürülmektedir.³⁴ Birincisi, para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin uzun ve

³⁰ John B. Taylor, Discretion versus Policy Rules in Practice, **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, vol.39, December 1993 p.196

³¹ Bennett T. McCallum, Misconceptions Regarding Rules vs. Discretion for Monetary Policy **Carnegie Mellon University and National Bureau of Economic Research** December 15, 2003 p.3

³² Ünsal, s.577

³³ Mishkin, Strategies for Controlling Inflation...p.8

³⁴ Mishkin, Strategies for Controlling Inflation...p.9

değişken gecikmeler ile ortaya çıkması, ikincisi uzun dönemde işsizlik ve enflasyon arasında değiş-tokuşun(trade-off) bulunmaması ve sonuncusu ise zaman tutarsızlığı problemidir

1.1.4.2.1 Para Politikasında Uzun ve Değişken Gecikmelerin Olması

Kuralları savunan monetarist iktisatçıların Keynezyen aktivist politikalara karşı ileri sürdükleri argümanlardan biri, para politikasının etkileri ile ilgilidir. Buna göre para politikasının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıkmaktadır. Aktivist politikaların uygulanması durumunda, uzun ve değişken gecikmelerin varlığı ekonomide belirsizliklere yol açmaktadır

Friedman para politikasında yaşanan gecikmelerin üç şekilde ortaya çıktığını belirtmektedir.³⁵ Birinci gecikme, bir politika değişikliği ihtiyacının ortaya çıkması ile bu ihtiyacın fark edildiği an arasındaki gecikmedir, (teşhis gecikmesi). İkinci gecikme, politika değişikliği ihtiyacının fark edilmesi ile değişikliğin uygulamaya konulduğu zaman arasındaki gecikmedir (uygulama gecikmesi). Üçüncü gecikme, politikanın uygulamaya geçmesi ile etkilerinin ortaya çıkması arasındaki gecikmedir (etki gecikmesi). Bunlardan teşhis gecikmesi ve uygulama gecikmesi içsel gecikme(inside lag), etki gecikmesi ise dışsal gecikme (outside lag) olarak nitelendirilmektedir.³⁶

Politikacılar iktisadi sorunu zamanında teşhis etseler bile politik ya da finansal açıdan bazı güçlükler çıkabilir. Örneğin koalisyon hükümetleri arasında çıkan politik uyuşmazlıklar veya demokratik rejimlerde politikacıların iktidar kaygıları gerekli politikaların zamanında uygulamaya konulmasını engelleyebilir. Diğer taraftan para politikasını yürüten kurumların kendi içerisinde ve birbirleri arasındaki koordinasyonu, politikaların uygulanmasına yönelik yapılan düzenlemelerin zaman alması uygulama gecikmesine neden olmaktadır. Etki gecikmesi konusunda ekonomistler arasında bir

³⁵ Milton Friedman, A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability, **The American Economic Review**, vol.38, No.3, June 1948p.255

³⁶. Ünsal, s.577

uzlaşması olmamakla birlikte, Friedman, para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin 12-18 ay gecikmeyle ortaya çıktığını ileri sürmektedir

Para politikasının uzun ve değişken gecikmelere sahip olması, aktivist politikaların zararlı oluşlarına ilişkin politik bir arguman sunmaktadır. Buna göre halk ve özellikle politikacılar politika uygulamalarını değerlendirmeleri açısından miyopik bir bakış açısına sahiptir ve yalnızca kısa döneme odaklanmakta ve politika etkilerinin çok uzun bir süre sonra ortaya çıkabileceğini anlayamamaktadırlar. Bu yüzden politikacılar, kısa dönemde, çabuk sonuç alabilecekleri politikalarla ilgilenmektedirler.³⁷ Para politikasındaki gecikmeleri dikkate almayan politikacılara göre ihtiyatlı bir bekleyiş iyi bir politika değildir. Oysa bu politikanın etkileri ortaya çıkıncaya kadar ekonominin kendini düzeltebileceği ihtimalini göz ardı ederler. Böylece uzun politika gecikmeleri ile kısa politik süre(ç)ler (horizons) arasındaki etkileşimden dolayı aktivist politikalar sınırlandırılmış (restraint) politikalara göre daha kötü sonuçlar doğururlar.³⁸ Para politikasında içsel ve dışsal gecikmeler birlikte ele alındığında merkez bankasının ekonomiyi dün girmiş olduğu durgunluktan çıkarmak için bugün izlediği genişletici bir para politikası, örneğin bir yıl sonra etkisini gösterdiğinde, ekonomi durgunluktan zaten çıkmış olabilir. Bu durumda merkez bankasının durgunlukla mücadele etmek için bugün izlediği para politikası bir yıl sonra enflasyona yol açar. Dolayısıyla da para politikasındaki gecikmeler hesaba katıldığında merkez bankasının takdire dayalı bir para politikası izlemesi yarardan çok zarar getirir.³⁹ Bu yüzden Monetaristler aktivist politikaların ekonomi üzerinde sadece negatif etkilerinin olduğunu ileri sürerek, para arzının sabit bir oranda büyümesini gerektiren pasif politikaları savunurlar.

1.1.4.2.2 Uzun Dönemde Enflasyon ile İşsizlik Arasında Değiş-tokuş İlişkisinin Bulunmaması

İngiltere’de 1861-1957 döneminde işsizlikle nominal ücret haddi arasında nasıl bir ilişki olduğunu araştıran Phillips, söz konusu dönemde işsizlik haddi (u) ile nominal

³⁷ Mishkin, Strategies for Controlling Inflation... p.9

³⁸ Bernanke vd, p.13

ücret artış haddi arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu; işsizlik haddi azalınca nominal ücret artış haddinin arttığı, işsizlik haddi artınca nominal ücret artış haddinin düştüğü sonucuna ulaşmıştır.⁴⁰ Bir süre sonra Paul A. Samuelson ve Robert Solow, Phillips'in ulaştığı sonuçlardan hareketle 1960 yılında yayınlanan bir çalışmada nominal ücret artış haddi yerine enflasyon oranını kullanarak, enflasyon ile işsizlik oranı arasındaki ilişkiyi ifade edecek şekilde Phillips Eğrisi analizini geliştirmişlerdir.

Samuelson ve Solow'un geliştirdiği Phillips Eğrisi (Orijinal Phillips Eğrisi) şöyle gösterilebilir.

$$\pi_t = k - \alpha(U_t - U_t^n) \quad (1)$$

Burada;

π_t = t zamanında enflasyon oranını

k= sabit sayı

α = Phillips Eğrisinin eğimini, yani $U_t - U_t^n$ farkındaki değişimin enflasyonda yarattığı değişim

U_t = t dönemindeki işsizlik oranı

U_t^n = t dönemindeki doğal işsizlik oranını göstermektedir.

Phillips eğrisi analizinde enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasındaki değiş-tokuş ilişkisine göre para otoriteleri para politikasını kullanarak aynı anda hem enflasyonu hem de işsizlik oranlarını düşüremezler. Enflasyonu ve işsizliği düşürmek için bir maliyete katlanmak gerekir. Buna göre enflasyonu düşürmenin maliyeti işsizlik oranında bir artış ve böylece reel hasılda meydana gelen azalmadır. Buna karşılık işsizliği düşürmenin maliyeti ise enflasyon oranında meydana gelen artıştır.

³⁹ Ünsal, s.577

⁴⁰ Ünsal, s.120

Phillips Eğrisi ile ilgili tartışmalar devam ederken Edmund Phelps (1967) ve Milton Friedman (1968) enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyona göre belirlendiğini ve böylece Phillips Eğrisi'nde kaymalar olacağını ileri sürmüşlerdir. Bu şartlar altında işsizlik oranını devamlı olarak doğal düzeyinin altında tutulamayacağı ve böyle bir girişimde bulunmanın sadece enflasyonu artıracığı kabul edilmiştir.⁴¹ Friedman'a göre kısa dönemde enflasyon ekonomiyi canlandırmak suretiyle işsizlik oranını düşürebilir. Örneğin ücretlerin sözleşmelerle sabitlendiği bir dönemde fiyatlarda beklenmeyen bir artış firmaların kar marjlarının artmasına ve böylece daha fazla mal ve hizmetin üretilmesine neden olacaktır. (Bu sonuç enflasyonun neden ekonomiyi canlandırdığının gerekçesi olarak düşünülmektedir) Çünkü firmaların reel maliyetleri düşmüştür. Ne var ki işçiler, firmaların çıkarlarını daha fazla görmezlikten gelmezler ve enflasyonun arttığını fark edince satın alma güçlerini karşılamak üzere ücret artışı talep ederler. Böylece kar marjları tekrar düşen firmalar daha az üretirler. Net sonuç şudur ki, uzun dönemde genişleyici bir para politikası sadece enflasyon oranlarını etkilemektedir, üretim ve işsizlik kendi normal veya 'doğal' düzeylerine geri dönmektedir. Bu yüzden Friedman'a göre 'uzun dönemde enflasyon ile işsizlik arasında bir değiş-tokuş olamaz'.⁴²

E. Phelps ve M. Friedman'ın Phillips Eğrisi ile ilgili bu tespitleri Monetaristlerin aktivist politikalara karşı ikinci argümanlarının da temelini oluşturmaktadır. Friedman'a göre üretim maliyetleri ve ücretler beklenen fiyat artışlarına göre ayarlanır. Bu yüzden firmalar ve işçiler reel değişkenlerle ilgilenirler (reel ücretler gibi). Dolayısıyla işçiler ve firmalar, ücretleri ve fiyatları belirlerken enflasyon oranlarını da hesaba katarlar. Bu durum bekleyişlerin dahil edildiği Phillips Eğrisinin (expectations-augmented Phillips

⁴¹ Stanley Fischer, Modern Approaches to Central Banking, **NBER Working Paper**, No.5064, March 1995, p.8

⁴² Bernanke vd., p.14

curve) oluşmasına neden olmuştur. Bu eğride (1) nolu denklemdeki sabit terimin yerini beklenen enflasyon (π_t^e) almaktadır.⁴³

$$\pi_t = \pi_t^e - \alpha(U_t - U_t^n) \quad (2)$$

Beklentilerin dahil edildiği Phillips Eğrisi'nde uzun dönemde enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasında bir değiş-tokuş ilişkisi yoktur. Diğer bir ifade ile uzun dönemde enflasyon oranındaki bir değişiklik işsizlik üzerinde bir değişikliğe yol açmaz. Böyle bir analiz kısa dönem Philips Eğrisi (shorth run Phillips curve, SRPC) ve uzun dönem Phillips Eğrisi (long run Phillips curve, LRPC) ayırımının yapılmasına neden olmuştur. Monetaristlere göre kısa dönem Phillips Eğrisi orijinal Phillips Eğrisinde olduğu gibi negatif eğimli iken uzun dönemde diktir. Bunun temelinde ekonomik aktörlerin uzun dönemde tam bilgiye sahip olduğu argümanı yatar. Merkez bankasının para arzını arttırması ve buna bağlı olarak fiyatların artması ile birlikte işverenler karlarının arttığı düşüncesiyle ücretleri bir miktar arttırarak daha fazla emek istihdam ederler. Buna karşılık nominal ücretleri artan işçiler fiyat artışlarını izleyemedikleri için emek arzlarını artırırlar. Ancak uzun dönemde reel ücretlerinin düştüğünü ve bir yanılısama içinde olduğunu fark eden işçiler emek arzlarını düşürürler. Böylece enflasyon yükselirken istihdam ve hasıla eski seviyesine geri dönmüş olur. Diğer bir anlatımla merkez bankasının uyguladığı aktivist bir para politikası uzun dönemde fiyatların artmasına neden olurken, istihdam ve hasıla gibi reel değişkenler üzerinde herhangi bir etkisi olmaz.

Enflasyon beklentilerinin dahil edildiği Phillips Eğrisi analizine göre uzun dönemde gerçekleşen enflasyon oranı (π_t) ile beklenen enflasyon oranı (π_t^e) birbirine eşittir. 2 no'lu denklemde π_t yerine π_t^e konulduğunda şöyle bir ifade ortaya çıkar

$$0 = -\alpha(U_t - U_t^n) \quad (3)$$

⁴³ Mishkin, Strategies for Controlling Inflation... p.11

Diğer bir anlatımla $U_t = U_t^n$ olur. Her alternatif beklenen enflasyon oranında $\pi_t = \pi_t^e$, $U_t = U_t^n$ olduğu için uzun dönem Phillips Eğrisi dik olur. Bu durum uzun dönemde enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasında bir değiş-tokuşun olmadığını ifade etmektedir.

Para politikasının yürütülme biçimi ile ilgili olarak, M. Friedman'in katkıları, Keynesgil-aktivist iktisat politikalarının ihtiyari bir biçimde uygulanmasından ziyade kural ağırlıklı uygulamaların önem kazanmasına yol açmıştır. Phillips eğrisinin uzun dönemde geçersizliğinin ortaya konulması ve 1970'li yıllarda yaşanan yüksek enflasyon oranları para politikasının hedef seçiminde enflasyonu (fiyat istikrarını) dikkate alması gerekliliğinin de temellerini oluşturmaktadır.⁴⁴

Para politikasının etkilerine dair Monetarist model çerçevesinde yukarıda yapılan açıklamalar; kısa dönemde hem hasılayı hem de fiyatları arttırması, uzun dönemde ise sadece fiyatları arttırması, parasal bir model olan “uyarlayıcı bekleyişler hipotezi” (adaptive expectations hypothesis) varsayımına dayanır. Geriye dönük (backward looking) bir yaklaşım olan uyarlayıcı bekleyişlere göre fiyat düzeyinin geleceğine ilişkin bekleyişler, fiyat düzeyinin geçmişteki değerine bakılarak ve geçmişten ders alınarak belirlenir.

Keynezyen modele alternatif bir model olarak geliştirilen bir başka yaklaşım ise Yeni Klasik modeldir. Yeni Klasik modeli tanımlayan temel varsayım, Rasyonel Bekleyişler Hipotezi'dir (rational expectations hypothesis). Rasyonel Bekleyişler Hipotezi'ne göre karar birimleri fiyat düzeyinin gelecekteki değerine ilişkin bekleyişlerini sadece geçmiş bilgilere bakarak ve hatalardan ders alarak değil, mevcut tüm bilgileri kullanarak belirlerler.

İleriye dönük bir yaklaşım olan Rasyonel Bekleyişler Hipotezi'ne göre ekonomi sürpriz bir politika değişikliğine maruz kalmadıkça karar birimleri, geleceğe yönelik

⁴⁴Metin Özdemir, **Enflasyon Hedeflemesi Teorisi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi SBE), 2005, s.25

enflasyon değerlerini doğru tahmin ederler. Buna göre önceden açıklanan genişletici bir para politikası hasıla düzeyini hiç etkilemezken, fiyat düzeyinin ise artmasına yol açar (politika etkisizliği önermesi).

Rasyonel Bekleyişler ile birlikte, Lucas (1973) kısa dönem Phillips Eğrisi değiş-tokuş (tradeoff) varsayımını da çürütürerek, beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasında sistematik bir farkın(gap) olamayacağını ileri sürmüştür. Lucas'ın kısa dönem Phillips Eğrisi ile ilgili bu görüşü, eğer doğru ise, para politikasının sadece enflasyonu etkileyeceği ve bu yüzden de sadece bu amacı gerçekleştirmeye yönelik olmalıdır.⁴⁵

1.1.4.2.3 Zaman Tutarsızlığı Problemi

Aktivist politikalara karşı ileri sürülen bir başka arguman Kydland ve Prescott(1977) tarafından ortaya atılan ve sonrasında Calvo(1978), Barro ve Gordon(1983) tarafından geliştirilen para politikasının “zaman tutarsızlığı problemi” argmanıdır.⁴⁶ Zaman tutarsızlığı probleminin temelinde üretim ile enflasyon arasında var olan değiş-tokuş ilişkisi yatmaktadır. Buna göre, ekonomide var olan bazı nominal katılıklar, politikacıların kısa dönem Phillips eğrisinden faydalanmasını teşvik eder. Bu şekilde politika yapıcılar kısa dönemde istenilen çıktı düzeyine ulaşmaya çalışırken ekonomik ajanların yüksek enflasyon beklentileri, söz konusu politikalarda enflasyon sapmasına (inflation bias) yol açar ve uzun dönemde de reel hasıla artmamış olur.⁴⁷

Zaman tutarsızlığı problemi, enflasyonu düşük tutmak istese bile, aktivist bir merkez bankasının içinde her zaman enflasyon oranlarını yükseltmeye yönelik güçlü bir eğilimin olması ile ilgilidir. Çünkü kısa dönemde sözleşmelerle sabitlenen ücret ve girdi fiyatlarından dolayı para politikası enflasyonu beklenenden daha fazla artırmak suretiyle; üretimi, istihdamı ve karları, en azından geçici olarak, arttırabilir.⁴⁸

⁴⁵ Fischer, p.9

⁴⁶ Mishkin, Strategies for Controlling Inflation, p.12

⁴⁷ Charles Freedman and Douglas Laxton, Why Inflation Targeting, **IMF Working Paper** April 2009/19

⁴⁸ Bernanke vd. p14

Kydland ve Prescott, Phillips Eğrisi örneğinden hareketle, para politikasının kurallara göre yürütüldüğü ortam ile, bağlayıcı olmayan bir tarzda belirlendiği ortamdan elde edilen sonuçları karşılaştırmaktadır. Buna göre para otoritesine kendi politikasını serbest bir şekilde saptama yetkisi verildiği takdirde optimal politikaların zaman tutarsızlık problemi doğmaktadır. Bu probleme bağlı olarak, politikanın kurallara göre yürütüldüğü ortamdakinden daha yüksek bir enflasyon oranı ve değişmemiş bir işsizlik (üretim) oranı oluşmaktadır. Bağlayıcı olmayan politikanın yarattığı bu sonuçlar daha az arzulanır olduğundan fiyat istikrarını koruma hedefi seçilmeli ve politika kurallara göre yürütülmelidir. Zaman tutarsızlığını doğuran temel faktörler ise bireylerin geleceği dikkate alarak davranmaları ve politika otoritelerinin ilan edilen politikalara bağlı kalma konusundaki yeteneksizlikleridir.⁴⁹

Zaman tutarsızlığı problemi bir anlamda dönem başı politikalarla dönem sonu politikalar arasındaki tutarsızlığı göstermektedir. Bu tutarsızlık merkez bankasına olan güvenirliliği azaltarak bir probleme dönüşür. Dönem başında politika yapıcıların optimal bir politika kuralı tercih ederek parasal genişlemeye gitmeyeceğini ilan etmesinden sonra firmalar ve çalışanlar enflasyonun artmayacağı düşüncesiyle fiyatlarda ve ücretlerde herhangi bir artışa gitmeyeceklerdir. Bu eğilimi fark eden siyasal iktidar, artık başlangıçta ortaya koyduğu optimal politika tercihinden vazgeçerek yeni bir optimal politika tercihinde bulunabilir. Böyle bir politika sapması, yani parasal bir genişlemeye gidilmek suretiyle ortaya çıkan aldatmacalı durum, sürpriz enflasyona yol açar. Buna karşılık olarak ekonomik ajanlar enflasyondan kaynaklı kayıplarını önlemek için ücret ve fiyat artışına gideceklerdir.⁵⁰ Bu yüzden, genel olarak, bugün aldatmanın maliyeti gelecekte enflasyon beklentilerinin yükselmesi demektir.⁵¹

Barro ve Gordon(1983)'a göre hükümetler kısa dönemde enflasyon ile çıktı arasındaki ilişkilerden yararlanmak üzere uyguladıkları genişlemeci para politikası enflasyon sapmasına maruz kalır. Enflasyonun marjinal maliyeti, ulaştığı noktada

⁴⁹ Özdemir, s.38

⁵⁰ Orhan ve Erdoğan s.286

⁵¹ Baro and David B. Gordon, p.11

hükümeti yüksek enflasyondan yararlanmak suretiyle çıktıyı arttırma politikasından alıkoyacaktır. Sonuçta çıktıda bir artış sağlanmazken enflasyon oranı optimal seviyesinin üstüne çıkmış olur. Bunu önlemenin yolu ise, merkez bankasının bağımsızlığı gibi, enflasyon eğilimlerini yok edecek bazı kurumsal araçların sağlanmasıdır.⁵²

Aktivist politikalar, zaman tutarsızlığı problemi açısından ele alındığında şu sonuçlara varılabilir.⁵³

- Firmaların ve işçilerin ücret ve fiyatlarla ilgili kararları onların uygulanan politikalarla ilgili beklentilerini yansıtır.
- Firmalar ve işçiler politika yapıcılar tarafından aldatılamazlar.
- Firmalar ve işçiler sadece enflasyon beklentilerini değil, ücretleri ve fiyatları da arttırmaları.
- Aktivist bir para politikasıyla hasıla artmaz ama enflasyon artar.
- Optimal bir politika yürüttüğünü düşünen merkez bankası, enflasyon sapması gibi suboptimal bir sonuçla karşılaşır

1.1.4.3 Enflasyonun Maliyeti

Ekonomide fiyat istikrarını takip etmenin altında yatan temel neden enflasyonun ekonomik ve sosyal olarak oldukça maliyetli olmasıdır. Enflasyon, gerek kişiler ve firmalar gerekse hükümetler tarafından arzulanmayan iktisadi bir olaydır. Enflasyonun neden istenmeyen bir olgu olduğuna dair R.Shiller'in ABD, Almanya ve Brezilya'daki kamuoyu araştırmasının sonucu dünyadaki genel kanıyı da yansıtmaktadır. Buna göre enflasyon öncelikle hayat standardını olumsuz etkilemektedir. Hayat standardı, bir taraftan açgözlü insanların fiyatları arttırmasına ücretlerin eşlik edememesi, diğer taraftan enflasyonun ekonomik büyümeyi engellemesi yoluyla olumsuz etkilediği

⁵² Stanley Fischer , Why Are Central Banks Pursuing Long Run Price Stability?, in. **Achieving Price Stability**, A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31, 1996 p.18

⁵³ Frederic S Mishkin and Adam S. Posen. 'Inflation Targeting : Lesons from Four Countries' **FRBNY Economic Policy Review**, August 1997p.12

düşünülmektedir. Enflasyonun yol açtığı diğer olumsuz etkiler; toplumda yalnız kendi çıkarını düşünen bireylerin artması, ekonomik ve politik kaosların oluşması, dış rekabetin olumsuz etkilemesi, ulusal paranın itibarı ve ülke saygınlığının azalması, toplumda moral değerlerin olumsuz etkilenmesi şeklinde sıralanmaktadır.⁵⁴

Enflasyon oranının ne olacağı tam olarak tahmin edilebilirse enflasyonun maliyetlerinden korunmak veya minimize etmek için gerekli önlemler alınabilir. Asıl önemli olan beklenmeyen enflasyonun yarattığı tahribattır. Gerçekleşen enflasyon oranı beklenen enflasyon oranından büyük olursa enflasyonun sakıncası o zaman ortaya çıkar. Bu yüzden enflasyonun neden arzulanmayan bir olgu oluşunu ‘tam olarak beklenen’ ve ‘beklenmeyen’ enflasyon ayırımı çerçevesinde düşünmek gerekir.

1.1.4.3.1 Tam Olarak Beklenen Enflasyonun Maliyeti

Enflasyon oranları bazen uzun bir zaman aralığında önemli derecelerde dalgalanma göstermez. Böylesi ekonomilerde karar birimleri alışılmış enflasyon oranlarını göz önüne alarak hareket ederler. Karar birimlerinin sürpriz enflasyonla karşılaşma riskinin düşük olduğu bu ekonomilerde alınan kararlar da tüm taraflar açısından sağlıklıdır.

Tam olarak beklenen enflasyonda, fiili enflasyon ile beklenen enflasyon birbirine eşittir ($\pi = \pi^e$). Buna rağmen, tam olarak beklenen enflasyonun arzulanmaması; liste maliyeti (menu cost), ayakkabı-deri maliyeti (shoe-leather cost) ve vergi bozulmaları (tax distortions) denilen üç ana nedene bağlanmaktadır.⁵⁵

Beklenen enflasyonun önemli bir maliyeti ayakkabı-deri maliyetleri şeklinde ifade edilmektedir. Tam olarak beklenen enflasyon, nakit paraya faiz ödemeleri yapılmadığı için onu elinde tutanları bir enflasyon vergisine maruz bırakır. Çünkü enflasyon elinde nakit tutanların reel gelirlerini azaltır. Elde nakit tutmanın

⁵⁴ Robert J Shiller, Why Do People Dislike Inflation?, **Cowles Foundation Discussion Paper**, No.1115, 1996 p.44

⁵⁵ Ünsal, s.92

maliyetindeki artış para talebinin azalmasına neden olur.⁵⁶ Enflasyonun yol açtığı reel aşınmayı telefi etmek amacıyla kişiler sahip oldukları fonları faiz getiren vadeli tasarruf hesaplarında tutmaya çalışırlar. Bu şekilde kişilerin devamlı bankalara uğramasıyla oluşan işgücü kaybı ve işlem maliyetindeki artış ayakkabı- deri maliyeti olarak bilinir. Para talebinin faiz esnekliği ve reel faizlerin düzeyi veri iken, %10'dan düşük enflasyon oranlarında söz konusu maliyetler GSMH'nin %0.1'in altında kalmaktadır. Enflasyon oranı %100'lerin üzerine çıktığında bu maliyetler artmakta ve GSMH'nin %1'inin üzerinde çıktığı ifade edilmektedir.⁵⁷

Ne var ki son yıllarda yaygınlaşan kredi kartları ile alış-veriş yapma olanakları, ATM kartları ve on-line işlemler gibi bankaların sunduğu bazı imkanlar bankalara koşuşturmayı kısmen de olsa azaltmıştır. Buna bağlı olarak ayakkabı- deri maliyetlerinde de bir azalmanın olduğu söylenebilir.

Beklenen enflasyon maliyetinin bir başka nedeni enflasyona uyumlu olarak fiyatların değiştirilmesinden kaynaklanan menü maliyetleridir. Düşük enflasyon oranlarında firmalar nominal koşullarda fiyatlarını belirler ve periyodik olarak gözden geçirirler. Sıklık dereceleri enflasyon oranına bağlı olarak gerçekleşen fiyat değişiklikleri her defasında firmalara ek maliyetler yükler. Enflasyon oranları ne kadar yüksek olursa fiyat değişim aralıkları ve buna bağlı olarak firmaların maruz kaldıkları menü maliyetleri de o miktarda sık gerçekleşir. Yüksek enflasyon oranlarında bu maliyetlerin kümülatif etkileri büyük olduğu için fiyatların döviz cinsinden belirlenmesi gibi bir endeksleme eğilimine neden olmaktadır.⁵⁸

Beklenen enflasyonun maliyetlerinden biri de vergi bozulmalarına (tax distortions) neden olmasıdır. Bir ekonomide eğer vergiler nominal gelir üzerinden alınıyorsa ve nominal gelir arttıkça vergi oranı da artıyorsa enflasyon kişilerin reel vergi yüklerinin artmasına yol açar. Vergi bozulmaları olarak adlandırılan bu durum vergide

⁵⁶ Stanley Fisher and Franco Modigliani, Toward Understanding of the Real Effects and Cost of Inflation, *Welfwirschaftlich Archiv*, 1978, p.12

⁵⁷ Mishkin, "Strategies for Controlling Inflation"... p.13

⁵⁸ Issing 'Why Price Stability'... p.182

artan oranlılık ilkesinin uygulanmasından kaynaklanmaktadır. Enflasyonun en belirgin etkisi enflasyon ile vergi sistemi arasındaki etkileşimde ortaya çıkmaktadır. Genel olarak vergi sisteminde enflasyona göre bir endeksleme olmadığı için enflasyon oranındaki bir yükselme sermayenin maliyetinde de bir yükselmeye ve böylece yatırımların optimal seviyesinin altında kalmasına neden olur. Fisher (1994) enflasyonun %10 olması durumunda enflasyon kaynaklı vergi bozulmalarının sosyal maliyetini GSMH'nin %2-3'üne karşılık geldiğini hesaplamıştır.⁵⁹ Feldstein(1997) ise %2'lik bir enflasyonun maliyetinin GSMH'nin %1'ine karşılık geldiğini hesaplayarak enflasyon maliyetinin daha yüksek olabileceğini göstermiştir.⁶⁰

1.1.4.3.2 Beklenmeyen Enflasyonun Maliyeti

Bir ekonomide enflasyon oranları tam olarak öngörülemiyorsa enflasyonun maliyeti oldukça yüksek olur. Beklenmeyen enflasyon, gerçekleşen enflasyon (π) değerinin beklenen enflasyon(π^e) değerinden farklı olmasıdır. Beklenmeyen enflasyonun en önemli sakıncası gelirin-servetin bir gruptan diğerine adil olmayan bir biçimde transferine yol açmasıdır. Bu yüzden enflasyon sabit gelirlilerden alınan adaletsiz vergi olarak da tanımlanmaktadır. Beklenmeyen enflasyonun gelir dağılımı üzerindeki bu önemli etkisi aynı zamanda toplumsal kaosa, tasarrufların ve böylelikle yatırımların hem azalması hem de verimsiz olan alanlara kaymasına neden olur.

Beklenmeyen enflasyonun temel olumsuzluklarından biri içinde barındırdığı belirsizliklerden dolayı fiyat sisteminin işleyişinde parazitlere (noise) yol açmasıdır. Bu ise piyasa mekanizmasının üreticilerle ve tüketicilerle fiyatlar üzerinden kurduğu söz konusu diyalogu etkisizleştirir ve böylece karar birimlerini verdikleri kararlarda hata yapmalarına neden olur. Bu anlamda hane halkları gereğinden fazla veya az tasarruf yaparlarken, işçiler daha az veya daha çok emek arz ederler. Firmalar ise bazı malları

⁵⁹ Mishkin, Strategies for Controlling Inflation... p.14

⁶⁰ Martin Feldstein, The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability, in.. **Reducing Inflation: Motivation and Strategy**, 1997, p.153

çok üretirlerken başka malları daha az üretebilirler. Böylece enflasyon ekonominin kaynak tahsisinin etkinliğini azaltır.⁶¹

Enflasyon oranlarındaki belirsizlik enflasyonun düzeyi ile alakalı bir durumu yansıtır. Enflasyon oranları ne kadar yüksek olursa enflasyon belirsizliği de o kadar yüksek olur. Yüksek enflasyonun yaşandığı dönemlerde otoritelerin ekonomi üzerindeki kontrolünü kaybetmesi enflasyon ile ilgili belirsizliği artırır. Dolayısıyla beklenmeyen enflasyon, yarattığı yüksek belirsizliklerden dolayı, yüksek enflasyon dönemlerinde daha önemli bir fenomen haline gelir. Sebepleri ne olursa olsun enflasyon oranlarındaki belirsizliğin maliyeti de yüksek olur.⁶² Gelecek enflasyon ile ilgili belirsizlikler nominal varlıkların çekiciliğini azaltırken, reel varlıklara olan talebi artırır. Böylece enflasyondan korunma güdüsü tasarrufların ve dolayısıyla fiziksel yatırımların azalmasına neden olur.⁶³

Yüksek faiz oranları ve artan riskler nedeniyle beklenmeyen enflasyon dönemlerinde ekonominin üretim kapasitesini artırıcı uzun vadeli yatırımlar yerine tasarrufların kısa vadeli spekülatif yatırımlara yönelmesi, yanlış kaynak tahsisine (misallocation of resources) neden olur. Böylece ekonomideki kaynakların tekrar ekonomideki üretken alanlara dönmemesi üretimin potansiyel seviyesinin altında gerçekleşmesine yol açar.

Beklenmeyen enflasyonun bir başka maliyeti, para yanılması ile ilgilidir. Nominal gelirlerindeki bir artışı daha fazla çalışmanın sonucunda oluşan reel bir gelir artışı olarak gören kişiler daha fazla harcama yaparlar. Bununla birlikte fiyat artışlarını gören tüketiciler, satın alma güçlerinin artmadığını fark edince aldatıldıkları hissine kapılırlar. Aslında insanların bu şartlar altında reel satın alma güçlerini kaybetmedikleri

⁶¹ Christopher Ragan, On the Believable Benefits of Low Inflation, **Bank of Canada Working Paper**, No.98-15, September 1998, p.22.

⁶² Fischer, Modern Approaches to Central Banking...p.17

⁶³ Issing. p.183

halde kaybetmiş gibi algılamaları fayda fonksiyonlarında kayıplara yol açan para yanılması olgusudur.⁶⁴

Para politikasının öncelikli amacı fiyat istikrarı olsa da, ekonomik büyüme, tam istihdam, finansal istikrar, uzun dönem faiz oranları ve döviz kuru oranlarının istikrarı da para politikasının geleneksel amaçları arasında yer almaktadır. Ülkelerin bazıları bu amaçlara eşit ağırlık verirken, birçoğu son zamanlarda fiyat istikrarına daha fazla vurgu yapmaktadırlar. Fiyat istikrarı amacının ön plana çıkmasındaki temel gerekçe ise yüksek ve değişken enflasyonun ekonomik ajanların; yatırım, tasarruf, tüketim ile ilgili kararlarını olumsuz etkilemesi ve en önemlisi de düşük ekonomik büyümeye sebep olduğuna dair güçlü ampirik kanıtların olmasıdır.⁶⁵

Enflasyon-büyüme ilişkisini ele alan çalışmalarda, sadece yüksek enflasyonun değil, ılımlı bir enflasyonun bile ekonomik büyümeye zarar verdiği sonucuna varılmıştır. Enflasyonun vermiş olduğu bu zararlar uzun bir periyot göz önüne alındığında dramatik seviyelere ulaşmaktadır. Nitekim Barro, enflasyon oranında %10'luk bir artışın reel GSMH büyüme oranını yıllık %0.2-0.3 civarında düşürdüğünü, bu oranın küçük olmasının aldatıcı olduğunu belirterek 30-40 yıl içinde GSMH büyümesi üzerindeki etkisinin %4-7 civarında olacağını ifade etmektedir.⁶⁶

Enflasyonun hangi noktadan sonra ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler gösterdiği konusunda literatürde tam bir görüş birliği yoktur. Ghosh ve Phillips (1998)'e göre enflasyon ile büyüme arasında iki türlü bir ilişki vardır. Birincisi, bu ilişki doğrusal değildir (nonlinier). Buna göre %2-3 arasındaki bir enflasyon oranına kadar, enflasyon ile büyüme arasında pozitif, bu eşik değeri üzerindeki enflasyon oranlarında ise enflasyon ile büyüme arasında negatif bir ilişki vardır. İkincisi ise enflasyon-büyüme ilişkisinin convex olduğudur. Buna göre yüksek enflasyon oranlarında, enflasyon oranı arttıkça enflasyonun büyüme üzerindeki marjinal etkisi giderek azalmaktadır. Örneğin

⁶⁴ Ragan, p.26

⁶⁵ Mohsin S. Khan, Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy, **IMF Working Paper**, 2003, p.4

enflasyonun %10'dan %20'ye çıkmasının büyüme üzerindeki olumsuz etkisi, enflasyonun %40'tan %50'ye çıkması sonucunda büyümede oluşan olumsuz etkiden daha fazladır.⁶⁷ Benzer şekilde Javier Andres ve Ignacio Hernando (1999) yaptıkları çalışmada enflasyon-büyüme ilişkisinin convex olduğunu, enflasyon oranları arttıkça enflasyonun büyüme üzerindeki marjinal maliyetinin giderek azaldığı sonucuna varmışlardır. Örneğin, enflasyonun %20'den %19'düşmesi uzun dönemde hasılda %0.5'lik bir artış sağlarken, %5 dolaylarındaki 1 puanlık düşmenin etkisi daha fazla (iki kat) olur.⁶⁸ Sarel (1995) ise eşik değerini %8 olarak hesaplamış ve enflasyon ile büyüme arasındaki doğrusal olmayan ilişkiye dikkat çekerek enflasyonun %8'in altındaki bir değerde hedeflenmesinin gereğine işaret etmiştir.⁶⁹

Mohsin S. Khan ve Abdelhak S. Senhadji (2001) de enflasyon ile büyüme arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığını ileri sürerek eşik değerleri ile ilgili farklı oranlara ulaşmışlardır. Buna göre, gelişmiş ülkeler için eşik değeri %1-3 iken, gelişmekte olan ülkeler için bu değer %11-12 olarak hesaplanmaktadır.⁷⁰

Bu sonuçlar düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının ekonominin büyüme performansına önemli katkılar sağladığını ve dolayısıyla para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olması gerektiğini önermektedir. Bu yüzden, enflasyonun uzun dönem maliyetleri önemslenmeli ve sürdürülebilir bir ekonomik büyüme için fiyat istikrarının gerekli olduğu unutulmamalıdır.

⁶⁶Robert J. Barro, Inflation and Economic Growth, **Annals Of Economics And Finance** 14-1, 2013 , p.107

⁶⁷ Atish Ghosh and S. Phillips, Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth, **IMF Staff Paper**, Vol.45, No.4, Desember 1998), pp.672-710

⁶⁸ Javier Andres and Ignacio Hernando, Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD, in. **The Costs and Benefits of Price Stability** p.399

⁶⁹ Michael Sarel, Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth, **IMF Working Paper** May 1995, p13

⁷⁰ Mohsin S. Khan and A. S. Senhadji, Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth, **IMF Staff Papers**, vol.48, No.1, 2001p.19

1.2 PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Merkez bankalarının temel misyonu, belirlemiş oldukları amaçlara ulaşabilmektir. Fiyat istikrarı ve tam istihdam gibi nihai hedefleri (ultimate targets) veya amaçlarını (goals) gerçekleştirmek için merkez bankaları bazı araçları kullanırlar. Aslında, açık piyasa işlemleri, iskonto haddi ve zorunlu rezerv oranı olarak bilinen bu para politikası araçları nihai hedefleri direkt olarak etkileyemezler. Bu yüzden merkez bankaları fiyat istikrarı ve istihdam amaçlarını gerçekleştirmek için farklı bir stratejiyi takip ederler. Para politikası uygulama süreci şu şekilde işler. Merkez bankası öncelikle nihai hedeflerini (ultimate targets) veya amaçlarını belirledikten sonra bu amaçları etkileyebilecek bazı değişkenler seçer. Parasal büyüklükler (M1, M2, M3) ve faiz oranlarından oluşan bu değişkenler ara hedefler (intermediate targets) olarak bilinir. Ne var ki, ara hedefler merkez bankası araçları tarafından doğrudan etkilenmedikleri için ara hedefleri etkileyecek olan araç hedefler (instrument targets) veya operasyonel hedefler (operational targets) seçilir. Para politikası nihai amaçlardan başlanıp politika araçlarına doğru dizayn edilmektedir. Yani önce amaçlar belirlenmekte, bu amaçlara uyumlu bir ara hedef ve ara hedefi etkileyecek olan operasyonel hedef belirlenip buna uygun araçlar bu hedefe yönlendirilir (Şekil-1.1).⁷¹ Bu bağlamda para politikası uygulama sürecini dört başlık altında inceleyebiliriz. Bunlar:

1. Para politikası araçları
2. Operasyonel hedefler
3. Ara hedefler
4. Nihai hedefler

| ARAÇLAR | O.HEDEFLER | ARA HEDEFLER | N.HEDEFLER |
|-----------------------|--------------------------|----------------------------------|-------------------|
| Açık piyasa işlemleri | Rezervler(parasal taban) | Parasal büyüklükler (M1, M2, M3) | Fiyat istikrarı |
| İskonto oranı | k.v faiz oranları | Faiz oranları | Hasıla |
| Zorunlu rezervler vd. | | | Finansal istikrar |

Şekil 1.1: Para Politikası Uygulama Süreci

1.2.1 Para Politikasının Araçları

Merkez bankası parasal taban ve para çoğaltanını kullanarak para arzını ($M = mm \times M_0$) kontrol etmek ve böylelikle makroekonomik istikrarı sağlamak amacıyla açık piyasa işlemleri, iskonto haddi ve zorunlu rezervler olmak üzere üç önemli araç kullanmaktadır.

Merkez bankası para arzını parasal taban ($M_0 = C + R$) üzerinden kontrol etmek amacıyla açık piyasa işlemleri politikasını (policy of open market operations) kullanır. Açık piyasa işlemleri merkez bankasının ticari bankalara (ve ticari bankalar aracılığıyla kişiler ve firmalara) devlet tahvili satması veya tam tersine merkez bankasının ticari bankalardan devlet tahvili satın alması şeklinde gerçekleşir. Böylece merkez bankası banka rezervleri ve nakit para üzerinden parasal tabanı etkilemek suretiyle para arzını kontrol eder.⁷²

Merkez bankalarının parasal tabanı etkilemek amacıyla kullandığı ikinci bir araç iskonto oranı veya reeskont politikasıdır. Son borç verme mercii konumunda olmasından dolayı merkez bankası, bankaların kendisinden borç alınca ödedikleri faiz oranını değiştirmek suretiyle para arzını etkileme imkanına sahiptir. Bu bağlamda merkez bankasının iskonto oranlarını düşürmesi ticaret bankalarının merkez bankasına daha fazla borçlanmasına ve böylece rezervlerinin artmasına neden olurken, iskonto oranlarının yükselmesiyle tersi bir durum gerçekleşir.

Merkez bankası para arzını zorunlu rezervler politikası aracılığıyla para çarpanını değiştirerek kontrol edebilir. Zorunlu karşılıklardaki bir artış para çarpanının değerini ve böylece para arzını azaltır. Tersine zorunlu karşılık oranının düşmesi parasal çarpanın değerini ve böylece para arzını arttırır. Zorunlu karşılık oranları bazı bozucu etkilerinden dolayı çok sık kullanılan bir araç değildir. Karşılık oranlarındaki bir artış finansal sistemin aracılık fonksiyonuna zarar verirken diğer taraftan likiditeyi azaltır. Bu durum

⁷¹ Mishkin, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, ...p.414-415

⁷² Ünsal, s.559-560

finansal kurumlar üzerine beklenmeyen bir vergi olarak hissedilir.⁷³ Zorunlu karşılıklar politikasına karşı son zamanlarda yapılan bazı eleştiriler karşılık oranlarının ne kadar olacağı ile ilgilidir. Eleştirilerden biri karşılık oranlarının tamamen ortadan kaldırılması, ikincisi ise para arzını katı bir şekilde kontrol etmeyi amaçlayan %100 karşılık oranı uygulamasını önermektedir.⁷⁴

1.2.2 Para Politikasının Hedefleri

Merkez bankasının izlediği para politikasının üç hedefi vardır. Bunlar; literatürde amaçlar (goals) olarak da nitelendirilebilen nihai hedefler (ultimate targets), ara hedefler (intermediate targets) ve operasyonel hedeflerdir (operational targeting).

Para politikasının nihai hedefleri fiyat istikrarı, tam istihdam, ekonomik büyüme, faiz oranlarının istikrarı ve finansal istikrar olarak sıralanabilir. Bunlardan fiyat istikrarı para politikasının öncelikli amacı olarak kabul edilmektedir.

Merkez bankası düşük ve istikrarlı bir enflasyona ulaşabilmek için öncelikle bir enflasyon hedefi belirler ve fiili enflasyon oranının hedeflenen enflasyon oranına eşit olmasını amaçlar. Bir başka anlatımla merkez bankası fiili enflasyon ve hedeflenen enflasyon arasındaki farkı ifade eden enflasyon açığını mümkün olduğu kadar sıfıra yakın gerçekleştirmek ister. Merkez bankasının ikinci nihai hedefi iktisadi dalgalanmayı azaltmaktır. Para politikasının uzun dönemde reel değişkenler üzerinde direkt etkisinin olmadığını kabul eden merkez bankacılar, aynı şeyin kısa dönemde geçerli olmadığını hesaba katarak, fiili GSMH ile doğal GSMH arasındaki farkı en aza indirmeyi amaçlarlar. Her iki nihai hedef birlikte düşünüldüğünde para politikasının gerçekleştirmek istediği amaç merkez bankası kayıp fonksiyonu minimum yapmaktır.⁷⁵

⁷³ Richard C Barth, The Framework of Monetary Policy, in. Mohsin S. Khan, S. M. NSouli, C. H. Wong (eds.), **Macroeconomic Management, Programs and Policies**, Washington: IMF Institute, 2002 p.145

⁷⁴ Orhan ve Erdoğan, s.77

⁷⁵ Ünsal, s.563

Merkez bankası para politikası araçları ile belirlemiş olduğu nihai hedefleri direkt olarak değil, ancak başka değişkenler üzerinden dolaylı olarak etkiler. Dolayısıyla merkez bankası nihai hedefleri etkileyebilecek olan değişkenleri ara hedef olarak belirler. Ara hedefler, para arzı ve uzun vadeli faiz oranlarından oluşmaktadır.

Nihai hedeflere ulaşabilmek için ara hedeflerin üç temel kritere sahip olmaları gerekir.⁷⁶ Bunlardan birincisi ölçülebilirliktir. Ara hedef değişkenleri nihai hedeflere göre daha sık ölçülür ve verilerinin doğruluk dereceleri daha yüksektir. Zamanında ve doğru olarak ölçülmeyen ara hedef değişkenleri para politikası uygulamalarının etkinliğini azaltır. Ara hedeflerin ikinci kriteri kontrol edilebilir olmalarıdır. Bu kritere sahip olan değişkenlerdeki sapmalar kısa sürede düzeltilebilir. Ara hedeflerin üçüncü özelliği ise nihai hedefler üzerindeki etkilerinin kesin olmasıdır. Bu bağlamda ara hedeflerle nihai hedefler arasında kesin bir ilişkinin olması gerekir. Ara hedef değişkeninin nihai hedef üzerindeki etkisi küçük olsa bile, eğer merkez bankası beklenen etkileri doğru tahmin edebiliyorsa değişkenin uygun olduğu kabul edilir. Diğer taraftan⁷⁷ ara hedeflerin şeffaflık (transparency) özelliği hem merkez bankası ile toplum arasındaki iletişimi kolaylaştırır hem de toplum para politikasını daha iyi anlamış olur.

Yeteri kadar şeffaf olan bir ara hedefleme stratejisi, taahhütlerini kendisi ortaya koymak suretiyle enflasyon beklentilerinin istikrara kavuşmasını kolaylaştırır. Bu bağlamda ekonomideki gereksiz tartışmalardan kaçınılarak para politikasının etkinliği de artmış olur. Ortaya konulan sağlam bir taahhüt aynı zamanda merkez bankasının diğer ekonomik aktörlerin istikrar karşıtı taleplerine direnç göstermesinde temel bir dayanak oluşturarak merkez bankasının bağımsızlığını güçlendirir.⁷⁸

Merkez bankası ara hedefleri belirledikten sonra ara hedeflere ulaşılmasını sağlayacak olan operasyonel hedefleri belirler. Zira para politikası ara hedefleri doğrudan kontrol edemez. Para politikası araçları ile ara hedefle arasında yer alan

⁷⁶ Mishkin, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets...* p.418-419

⁷⁷ Lars E.O Svensson, *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*, For **Journal of Monetary Economics** December 1998 p.10

operasyonel ya da araç hedefler merkez bankasının kısa dönemde ulaşmaya çalıştığı taktiksel amaçlar olarak da nitelendirilebilir. Merkez bankası para politikası araçlarını ara hedefleri etkilemek üzere doğrudan kullanamaz ama, operasyonel hedefleri doğrudan etkileyebilirler. Bu yüzden merkez bankası, kısa vadeli faiz oranları ve rezervlerden (parasal taban) oluşan operasyonel hedefler üzerinden ara hedefleri etkileyerek nihai hedeflere varır. Ayrıca operasyonel hedefler kısa dönem ekonomik şartlar çerçevesinde değiştirilebilir.⁷⁹

1.3 PARA POLİTİKASI AKTARIM MEKANİZMALARI

İktisat politikasının nihai amacı uygulandığı ülkedeki vatandaşların refah seviyesini yükseltmektir. Bu nihai amaç; etkin kaynak kullanımı, tam ve istikrarlı istihdam, yüksek ekonomik büyüme, fiyat istikrarı, adil gelir dağılımı ve bölgesel denge gibi birbirinden ayrı amaçlar olarak vurgulanmaktadır. Bir iktisat politikası olarak para politikasının ekonomik refahı etkileyen değişkenler üzerinde uzun süreli etkileri vardır, ancak bu değişkenler sınırlıdır. Bu anlamda para politikasının amaçları da sınırlı olmaktadır. Para politikasının ulaşamayacağı bir amacı gerçekleştirmeye çalışması yarardan çok zarar getirir. Oysa para politikası ulaşabileceği amaçlar üzerinde oldukça etkilidir. Para politikası açısından en uygun amacın neler olduğunu belirlemek için para politikasının etkilerini ve neyi yapıp neyi yapmadığını anlamak gerekir.⁸⁰

Para politikasının ne kadar ve nasıl etkili olacağı, neyi yapıp neyi yapamayacağı konusu ekonomik yaklaşımlara bağlı olarak değişmektedir. Bu yüzden parasal aktarım mekanizmasının işleyişi teorik yaklaşımlardaki hipotezlere özgü bir durumdur. Örneğin Reel Konjonktür modelini savunanlara göre para politikasının reel değişkenler üzerinde hiçbir etkisi yoktur. Bu yüzden parasal aktarım mekanizmaları üzerinde hiç durmazlar.

⁷⁸ Peter Schmid, Monetary Targeting in Practice: The German Experience, **Center for Financial Studies Working Paper**, No:1999/03, p.4

⁷⁹ Barth, The Framework of Monetary Policy,...p.140

⁸⁰Lars E.O. Svensson, Monetary Policy and Real Stabilization, **NBER Working Paper** 9486 February 2003 p.2

Oysa diğer modellerde –Klasik, Keynesyen, neo-Keynesyen, neo-Klasik, Monetarist-parasal şokların geçici de olsa reel etkileri vardır.⁸¹

Parasal aktarım mekanizması, uygulanan para politikasının nihai amaç değişkenlerini hangi kanallardan, ne kadar sürede ve ne ölçüde etkilediğini ifade etmektedir. Süreç, para politikası araçlarındaki değişme ile başlamakta ve bu değişmelerin reel ekonomi ve fiyatlara yansımaları ile son bulmaktadır.⁸² Bu bağlamda Taylor, parasal aktarım mekanizmasını para politikası kararlarının reel GSMH ve enflasyonda meydana getirdiği değişimler süreci olarak nitelendirmektedir.⁸³

Ragnar Frisch (1993) ekonomik dalgalanmaları ani etkenler (impulses) ve yayılma (propagation) süreçleri şeklinde ikiye ayırarak analiz etmiştir. Ani etkenler, düzensiz olarak ortaya çıkarlar ve etkileri yayılma süreci ile ekonomik sisteme dağılır. Günümüzde ise, ani etkenler yerine ‘şok’ (shock), yayılma yerine ‘aktarım’ (transmission) kavramları kullanılmaktadır. Aktarım süreci ekonominin şoklara nasıl karşılık verdiğini açıklar.⁸⁴

Para politikası çok güçlü bir araç olmakla birlikte bazen istenmeyen veya beklenmeyen sonuçlarla karşılaşılabilir. Mishkin para politikası uygulamalarında başarılı olabilmek için para otoriteleri para politikasının etkilerini ve zamanlamasını doğru hesaplaması gerektiğini vurgulamaktadır. Bu yüzden para politikasının ekonomiyi etkileme mekanizmasının iyi anlaşılması gerekir.⁸⁵

Para politikasının reel ve nominal değişkenler üzerindeki etkisini gösteren aktarım mekanizmaları; geleneksel faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı, diğer varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı şeklinde incelenebilir.

⁸¹ Alan Meltzer, Monetary, Credit and (other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective, **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.4, Fall 1995, p.49

⁸² Orhan ve Erdoğan, s.79

⁸³ John B. Taylor, The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework’ **Journal of Economic Perspectives**, Volume 9, Number 4, Fall 1995. p.11

⁸⁴ Meltzer, p.49

⁸⁵ Frederic S. Mishkin, ‘Symposium on the Monetary Transmission Mechanism’ **Journal of Economic Perspectives**, Volume 9, Number 4, Fall 1995 p.4

Para politikası aktarım süreci öncelikle Merkez bankasının belirlemiş olduğu faiz oranlarının piyasa faiz oranlarını etkilemesi ile başlar. Faiz oranlarının duyurulması ile birlikte aynı zamanda ekonominin geleceği ile ilgili beklentiler etkilendiği gibi varlık fiyatları ve döviz kurları da etkilenirler. Bu değişimler bir taraftan kişilerin ve firmaların harcama, tasarruf ve yatırım davranışlarını ve böylece yurtiçi talebi etkilerken, diğer taraftan reel döviz kurundaki değişimlerle yurt içi ve yurt dışı malların göreceli fiyatları da değişime uğrar. Döviz kurundaki hareketlenmeler hem ithal mallarının fiyatlarını hem de buna bağlı olarak ithalata rakip malların fiyatlarını etkiler. Bu durum net ihracat üzerinden yurt dışı talebi şekillendirir. Böylelikle toplam talepteki değişimin yönüne bağlı olarak sürecin sonunda çıktı ve enflasyon oranları da değişmiş olur.

1.3.1 Geleneksel Faiz Oranı Kanalı

IS-LM modelinin temelini oluşturan geleneksel (para) yaklaşım, ‘para arzındaki bir değişim faiz oranlarını değiştirir’ şeklindeki bir önerme üzerine kuruludur. Bu sonucun iki etkisi vardır. Birincisi faiz oranlarından yatırımlara doğru yönelen doğrudan etki, diğeri ise faiz oranlarından döviz kuruna ve böylece toplam talebe yönelen dolaylı etkidir.⁸⁶ Mishkin (95) ve Mishkin(96) aktarım mekanizmaları analizinde faiz oranı kanalını faizin birinci etkisi anlamında kullanmıştır.

Para politikası aktarım kanallarının içinde en önemli olanı, geleneksel aktarım mekanizması olarak bilinen faiz oranı kanalıdır. Faiz oranı kanalı, yeni Keynesyen yaklaşıma göre para politikasının anlaşılmasında merkezi bir rolü vardır.⁸⁷ Para politikasının ekonomik aktiviteler üzerindeki etkisinin analiz edilmesinde genel bir kabul gören faiz oranı yaklaşımı dört varsayıma dayanmaktadır:⁸⁸

- Merkez bankası ‘dışsal para’ arzını kontrol etmek zorundadır.

⁸⁶Stephen G. Cecchetti, ‘Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism’ **FRBNY Economic Policy Review**, July 1999 p.13

⁸⁷Norman Loayza, and Klaus Schmidt-Hebbel, Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview, in. Norman Loayza and Klaus Schmidt-Hebbel (Eds), **Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms**, 2002. Vol 4, p. 4

⁸⁸R. Glenn Hubbard, Is There a "Credit Channel" for Monetary Policy?, **NBER Working Paper No.** 4977 December 1994 s.4

- Merkez bankası nominal kısa dönem faiz oranları yanında reel faiz oranlarını da etkileyebilir.
- Reel faiz oranlarındaki değişimler tüketicilerin ve firmaların harcamaları üzerinde etkili olan uzun dönem faiz oranlarını da değiştirir.
- Para politikası yenilikleri karşısında değişen faiz oranına duyarlı harcamalar, bu tür yenilikler karşısında gözlenen çıktı ile uyumludur.

Ekonomik aktivitelerin faiz oranlarındaki değişikliklerden etkileneceği varsayımı Keynesyen görüşü savunan iktisatçılar tarafından ileri sürülen bir yaklaşımdır. Parasal bir daralmanın ekonomiyi nasıl etkilediği ile ilgili geleneksel Keynesyen yaklaşım aşağıdaki gibi ifade edilebilir.⁸⁹

$$M \downarrow \Rightarrow i_r \uparrow \Rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow,$$

Buna göre daraltıcı bir para politikası ($M \downarrow$) reel faiz oranlarında bir artışa neden olur ($i_r \uparrow$). Faiz oranlarındaki yükselme sermayenin maliyetinde artışa bu ise yatırım harcamalarında bir azalmaya ($I \downarrow$) neden olmakta ve böylece toplam harcamalarda (AE) ve hasılda ($Y \downarrow$) azalma meydana gelmektedir.

Keynes bu kanalın girişimcilerin yatırım harcamalarına ilişkin kararları aracılığıyla işlediğini vurgulasa da daha sonraki araştırmalarda tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malları hakkındaki kararları da yatırım kararlarına dahil edilmiştir. Dolayısıyla parasal aktarım mekanizmasının faiz oranı kanalı tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malları harcamalarına da uygulanabilmektedir.⁹⁰

John Taylor para politikasının ekonomiyi nasıl etkilediği konusunda faiz oranı kanalının çok önemli bir rolünün olduğunu vurgulamaktadır. Taylor modeline göre daraltıcı bir para politikası kısa dönem nominal faizleri yükseltir. Katı fiyatlar ve rasyonel beklentilerin mevcudiyeti uzun dönem reel faizlerin de artmasına yol açar. Yüksek reel faizler sabit yatırımlarda, konut yatırımlarında ve dayanıklı tüketim

⁸⁹ Mishkin, Symposium on the Monetary Transmission Mechanism,...p.4

⁹⁰ Mishkin,,Symposium on the Monetary Transmission Mechanism,...p.4

harcamalarında ve böylece toplam çıktıda bir azalma meydana getirir. Bununla birlikte merkez bankasının para arzını kontrol etmek suretiyle kısa dönem faiz oranlarını etkilemesi ancak ‘para talebinin istikrarlı olduğu’ koşullarda geçerli olabilir. Böyle bir modelde para talebi kısa dönem faiz oranları ve gelire bağlıdır. Bu mantığın kendi içinde çok tutarlı olduğunu kabul eden Taylor, iki önemli eksikliğe de dikkat çekmektedir. Birincisi, para talep fonksiyonunun istikrarlı olmadığı, ikincisi ise para arzındaki bir defalık değişmelerin merkez bankasının davranışlarını tanımlayamayacağıdır. Bu yüzden günümüzde merkez bankaları para politikasını ‘para arzı üzerinden faiz haddini belirlemek’ biçiminde değil, ‘faiz haddi üzerinden para arzını belirlemek’ şeklinde yeni bir strateji uygulamaktadırlar.⁹¹ Taylor’un bu açıklamaları merkez bankalarının parasal hedefleme yerine faiz hedeflemesini tercih ederek parasal aktarım mekanizmasında faiz oranı kanalının öneminin daha da arttığı anlamına gelmektedir.

Merkez bankaları normal şartlarda kısa dönem nominal faiz oranlarını belirleyerek para politikasını uygularlar. Merkez bankasının faiz oranlarını düşürmesi durumunda ekonomi nasıl etkilenir? Kısa dönemde, özellikle gelişmiş ülkelerde yurtiçi fiyatlar ve yurtiçi enflasyon görece olarak yavaş değişir ya da katıdır. Buradan iki anlam çıkmaktadır. Birincisi, özel sektörün kısa dönemde enflasyon beklentilerinin katı olduğu, ikincisi ise merkez bankasının kısa dönem nominal faiz oranlarını kontrol etmekle kısa dönem reel faizleri de etkileyebileceği sonucu çıkar. Piyasanın gelecek reel oranlarıyla ilgili beklentileri uzun dönem reel oranları da etkiler. Böylece kısa dönem faiz oranlarının düşmesi uzun dönem reel faiz oranlarının da düşmesine neden olur. Bunun sonucunda da ekonomik aktiviteler etkilenir.⁹²

Mishkin faiz oranlarının etkinliğini analiz ederken ‘nominal faiz-reel faiz’ ve ‘uzun dönem reel faiz-kısa dönem reel faiz’ ayrımını yapmaktadır. Buna göre faiz oranı aktarım mekanizmasının önemli bir özelliği, nominal faiz oranlarından çok reel faiz oranlarının ön plana çıkmasıdır. Çünkü tüketicilerin ve girişimcilerin kararlarında temel belirleyici olan faktör reel faiz oranıdır. Diğer taraftan uzun dönem reel faiz oranlarının

⁹¹ Taylor, The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, pp. 14-15

⁹² Svensson, Monetary Policy and Real Stabilization,...p.2

harcamalar üzerindeki etkisi kısa dönem reel faiz oranlarına göre oldukça büyüktür. Burada belirtilmesi gereken husus, daha önce ifade edildiği üzere kısa dönem nominal faiz oranlarındaki değişikliklerin kısa dönem reel faiz oranları üzerinde belirleyici olmasıdır. Bu nedensellik ilişkisinin temelinde ‘fiyatların katılıkları’ olsa da, rasyonel beklentilerin olduğu durumlarda bile bu ilişki geçerlidir. Uzun dönem faiz oranlarını kısa dönem faiz oranlarının bir ortalaması olduğunu ileri süren ‘beklenen vade yapısı hipotezi’ne göre düşük kısa dönem reel faiz oranları uzun dönem reel faiz oranlarının düşmesine neden olur.⁹³

Reel faiz oranlarının nominal faiz oranlarına göre harcamalar üzerinde daha etkili olması para politikasının ekonomiyi nasıl etkileyebildiğini göstermesi açısından oldukça önemlidir. Deflasyonist bir dönemde nominal faiz oranlarının sıfır olması durumunda bile reel faiz oranları ekonomik aktiviteleri etkileyebilir. Nominal faizlerin sıfır olması durumunda para arzındaki bir artış beklenen fiyatları (P^e) ve dolayısıyla beklenen enflasyonu (π^e) artırmaktadır. Nominal faiz oranları sıfırda sabit olsa bile sonuçta reel faiz oranları (i_r) düşmekte ve dolayısıyla harcamalar faiz oranı aracılığı ile teşvik edilmektedir. Yani:

$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Bu mekanizma, nominal faiz oranları parasal otoriteler tarafından sıfır düzeyine çekilecek şekilde uygulansa bile para politikasının hala etkili olabileceğini göstermektedir. Gerçekten bu mekanizma Amerikan ekonomisinin büyük depresyon esnasında neden bir likidite tuzağına saplanıp kalmadığı ve para politikasının bu dönemde hasıladaki ani bir düşmeyi nasıl önlediği şeklindeki parasal tartışmaların da temel bir anahtarıdır.⁹⁴

Faiz oranlarının etkinliği konusunda açıklığa kavuşması gereken bir konu, yatırım harcamalarının gerçekleşen reel faiz oranları ile mi yoksa beklenen reel faiz

⁹³ Frederic S. Mishkin, The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, **NBER Working Paper**5464. February 1996 pp. 2-3

⁹⁴ Mishkin. The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, p.3-4

oranları ile mi ters yönlü değiştiği sorusuna verilecek cevaptır. Reel faiz oranı nominal faiz oranı ile gerçekleşen veya beklenen enflasyon oranı arasındaki farka eşit olduğundan ($r = i - \pi$ veya $r = i - \pi^e$), yatırım harcamalarının reel faiz oranı ile ters yönlü değişmesi, firmaların yatırım kararlarında enflasyon oranını dikkate aldıkları anlamına gelir. Firmaların yatırım kararlarında dikkate aldıkları enflasyon oranı ise gerçekleşen enflasyon değil, beklenen enflasyon oranıdır. Zira yatırım geleceğe dönük bir faaliyettir ve firmalar yatırım projelerini değerlendirirken yatırımın iktisadi ömrü boyunca enflasyon oranının kaç olacağına dair beklentileri hesaba katarlar.⁹⁵

Parasal aktarım mekanizmaları içinde geleneksel faiz kanalının önemi genel olarak kabul edilse de bu yaklaşım bazı yönleriyle eleştirilmiştir. Bernanke ve Gertler (95)'e göre faiz oranı kanalının sermayenin maliyetini etkilemek yoluyla harcamalar üzerinde yarattığı etki ampirik çalışmalarda niceliksel olarak ortaya konulmamıştır. Bu bağlamda, geleneksel faiz oranı kanalının etki büyüklüğü (magnitüde), zamanlama (timing) ve harcama etkilerinin bileşimi (composition) açısından bazı eksik tarafları olduğu ileri sürülmektedir.⁹⁶

1.3.2 Döviz Kuru Kanalı

Bretton Woods sistemin yıkılmasının ardından sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve yaşanan küreselleşme olgusu ile birlikte döviz kurunun net ihracat üzerinden toplam talebe ve böylelikle hasılaya olan etkisinin anlaşılmasıyla esnek döviz kuru stratejisi önem kazanmaya başlamıştır. Para politikası aktarım mekanizması olarak döviz kuru kanalı ancak esnek döviz kuru rejimlerinin uygulandığı dışa açık ekonomilerde işler. Esnek kur sisteminin uygulandığı ekonomilerde merkez bankası uyguladığı para politikasıyla faiz oranlarını değiştirerek döviz kuru üzerinde etkiler meydana getirir. Döviz kurunun hangi yönde etkileneceği uygulanan para politikasının niteliğine bağlı olarak değişir.

⁹⁵ Ünsal, s.134-135

⁹⁶ Ben S. Bernanke and M.Gertler, Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission, *Journal of Economic Perspectives*, vol.9, No.4, Fall 1995, pp. 33-34

Döviz kuru kanalının ekonomi üzerindeki etkisi, toplam arz etkisi ve toplam talep etkisi olmak üzere iki şekilde gerçekleşir. Toplam talep etkisi, uygulanan para politikasının döviz kurlarında gerçekleştirdiği değişim sonucu net ihracatın ve böylece toplam talebin etkilenmesidir. Arz etkisi ise, para politikası uygulamaları ile değişen döviz kurunun ithal malların fiyatlarını değiştirmek suretiyle, enflasyon oranlarını doğrudan etkilemesidir. Ayrıca döviz kuru kanalının enflasyon üzerinde dolaylı bir etkisi de vardır. Örneğin, ithal girdi fiyatlarının yüksek olması toplam arzın daralmasına (contracts), üretimin azalmasına ve sonuç olarak enflasyonun yükselmesine neden olur.⁹⁷

Genişletici bir para politikası uygulandığında kısa dönem faiz oranlarında bir düşüş yaşanır. Faiz oranlarındaki düşüş yerel paranın değer kaybetmesine ve nominal döviz kurunun artmasına neden olur. Pratikte yurt içi fiyatlar katı olduğundan yerel para reel olarak da değer kaybına uğrar ve böylece reel döviz kuru yükselmiş olur. Reel döviz kurundaki yükselme aynı zamanda ithal mallarının yurt içi fiyatlarının artması demektir (katı fiyatlar varsayımı altında). İthal mallar tüketici fiyatları endeksinde (TÜFE) yer aldıklarından dolayı enflasyon oranları da artmış olur. Bu durum “enflasyona yönelik doğrudan döviz kuru kanalı” (direct exchange rate channel to inflation) olarak bilinmektedir. Döviz kurunun enflasyon üzerindeki doğrudan etkisi bir yıl veya daha kısa bir süre içinde gerçekleşir.⁹⁸

Döviz kuru kanalının enflasyon oranları üzerindeki etkisi yanında toplam talep ve böylece hasıla üzerinde de etkili olmakta ve ‘toplam talebe yönelik döviz kuru kanalı’ (Exchange rate channel to aggregate demand) olarak adlandırılmaktadır. Yurt içi faizlerde bir artışın ($i \uparrow$) gerçekleşmesiyle yerli tahvillere olan talep ve dolayısıyla ulusal paraya olan talep artar. Yabancı sermayenin yurt içine yoğun bir şekilde giriş yapmasıyla yaşanan döviz bolluğu ulusal paranın değer kazanmasına ($E \uparrow$), nominal döviz kurunun ($e \downarrow$) ve böylece reel döviz kurunun düşmesine ($R \downarrow$) yol açar. Ulusal paranın değer kazanmış olması yabancı malları yurt içi mallara oranla daha ucuz hale getirmekte ve böylece net ihracatı düşürerek ($NX \downarrow$) toplam harcamaların ($AE \downarrow$) ve

⁹⁷ Loayza and Schmidt-Hebbel, p.5

dolayısıyla hasılanın azalmasına neden olmaktadır.⁹⁹ Döviz kuru aktarım mekanizması basit bir biçimde şöyle gösterilebilir:

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow E \uparrow \Rightarrow e \downarrow \Rightarrow R \downarrow \Rightarrow XN \downarrow \Rightarrow AE \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Döviz kurundaki dalgalanmalar firmaların bilançoları üzerinden de toplam talebi oldukça etkilemektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde firmaların yurt içinde yaptıkları borçlanmaların büyük bir kısmı döviz cinsindedir. Bu ülkelerde, parasal bir genişleme ($M \uparrow$) olduğunda yerel paranın değer kaybetmesiyle ($E \downarrow$) finansal olmayan firmaların borç yükleri artmış olur. Varlık fiyatları yerel para cinsinden olduğu için değerlerinde bir artış olmayacağı gibi, net değerlerinde bir düşme ($NW \downarrow$) olacaktır. Firmaların bilançolarındaki bu bozulma ters seçim (advers selection) ve ahlaki risk (moral hazard) problemini arttırarak kredi miktarlarında azalmaya ($L \downarrow$) neden olacaktır. Firmalar borçlanamayınca yatırımlarda yaşanan azalma ($I \downarrow$) ile birlikte toplam harcama ve böylece hasılda da bir düşüş ($Y \downarrow$) meydana gelir. Bu aktarım mekanizması, şematik olarak şöyle gösterilebilir:¹⁰⁰

$$M \uparrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NW \downarrow \Rightarrow L \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Döviz kuru kanalının toplam talep üzerindeki diğer bir etkisi ise bankaların bilançolarında yaşanan değişimle gerçekleşir. Banka ve diğer birçok finansal kurumun pasifleri döviz cinsindedir. Parasal bir genişleme ($M \uparrow$) ile birlikte yerli paranın değer kaybetmesi ($E \downarrow$) ve döviz kurunun yükselmesi banka pasiflerinin değerlerini arttırır. Diğer taraftan firmalar ve hane halkları da borçlarını ödemekte zorlanırlar. Bu ise bankaların bilançolarında bozulmaların (NW_b) artmasına ve böylece verilen kredi

⁹⁸ Svensson, Monetary Policy and Real Stabilization...p.3

⁹⁹ Mishkin, Symposium on the Monetary Transmission Mechanism,...p.5

¹⁰⁰ Frederic S. Mishkin, The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices In Monetary Policy, **NBER Working Paper** 8617 Desember 2001 p.8

miktarlarında azalmaya ($L \downarrow$) neden olur. Borçlanamayan firmalar yatırım yapamayınca ($I \downarrow$) hasılda azalma ($Y \downarrow$) yaşanır. Şematik olarak şöyle gösterilebilir:¹⁰¹

$$M \uparrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NW_b \downarrow \Rightarrow L \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Genişlemeci bir para politikası sonucu bilançolar üzerinden toplam talepte oluşan daraltıcı etki, borçlanmaların yabancı para cinsinden yapıldığı az gelişmiş ekonomilerde söz konusu olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde böyle bir sorunla pek fazla karşılaşılmaz.

Döviz kuru kanalı finansal olarak gelişmemiş ekonomilerde pek etkili olmamaktadır. Çünkü bu ekonomiler, ister uluslar arası ticaret, isterse sermaye akımları ile ilgili olsun, döviz kuru işlemlerini kontrol etme eğiliminde olurlar. Finansal sistem ne kadar gelişir ve derinleşirse, diğer aktarım kanallarında olduğu gibi, döviz kuru kanalının önemi o kadar artmış olur. Belirtilmesi gereken bir diğer nokta, döviz kuru kanalının etkisi ekonominin büyüklüğü ve dışa açıklığına bağlıdır. Küçük ve dışa açık ekonomilerde döviz kuru kanalı daha çok etkili olabilmektedir.¹⁰² Bazı ekonomilerde, özellikle yüksek ve değişken enflasyon geçirmiş olan ülkelerde, döviz kurundaki değişiklikler gelecekteki fiyat hareketleri ile ilgili bir sinyal olarak algılanır. İthalat maliyetleri daha ortaya çıkmadan bile, ücretler ve fiyatlar değişebilir.¹⁰³

Yabancı mal ve hizmetlerin giderek arttığı gelişmekte olan ekonomilerde döviz kuru kanalının etkisi daha güçlü olabilir. Ekonometrik bazı kanıtlar yerel fiyatlara yönelik döviz kuru geçişgenliğinin (exchange rate pass-through) birçok gelişmekte olan ülkede azaldığını göstermektedir. Bunun önemli bir nedeni enflasyonu kontrol etmeye yönelik yerel politikaların etkinliğinde güven artarken, enflasyon oranı için döviz kuru ‘sinyal’ değerinin düşmesidir.¹⁰⁴

¹⁰¹ Mishkin, The transmission Mechanism and The Role of Asset Prices In Monetary Policy, p.9

¹⁰² Loayza and Klaus Schmidt-Hebbel, p.10

¹⁰³ Steven Kamin, Philip Turner and Jozef Van’t dack, The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview, **Bank of International Settlements Policy Papers**, No. 3, 1998, p. 13.

¹⁰⁴ MS Mohanty and Philip Turner, Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies: What is New?, **Bank of International Settlements Policy Papers**, No.35 p.17

1.3.3 Diğer Varlık Fiyatları Kanalı

Varlık fiyatları kanalının teorik dayanağını Modigliani'nin 'Yaşam Boyu Gelir Hipotezi' oluşturmaktadır. Buna göre tüketim harcamalarının düzeyini; beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetten oluşan yaşam boyu kaynaklar belirlemektedir. Dolayısıyla para arzındaki değişimler; reel ve finansal varlıkların fiyatlarındaki değişimler yoluyla bir servet etkisi meydana getirmektedir. Ortaya çıkan bu servet etkisi de tüketime ve dolayısıyla toplam talebe yansımaktadır.¹⁰⁵

Para politikaları uygulamaları ile değişen varlık fiyatlarının toplam talebi nasıl etkilediğinin bir açıklaması da 'Tobin'in q teorisi' aracılığıyla yapılmaktadır. Bu teoriye göre bir firmanın piyasa değerinin firmanın yenileme maliyetine oranı sonucu ortaya çıkan katsayı q olarak ifade edilmektedir. Buna göre eğer $q > 1$ ise firmanın piyasa değeri yenileme maliyetinden büyüktür. Bu şartlar altında karlı olan firma bir taraftan yeni yatırımlar yaparken, diğer taraftan piyasaya yeni hisse senedi ihraç ederek gerekli finansmanı elde edebilir. Eğer $q < 1$ ise piyasa değeri yenileme maliyetinden düşüktür. Firma için yeni yatırımlara gitmek karlı değildir.

Görüldüğü gibi Tobin'in q teorisine göre firmaların yatırımları q katsayısına bağlı olarak değişmektedir. q katsayısı büyüdükçe firmalar yatırımlarını arttırmaya çalışırlar. Burada üzerinde durulması gereken nokta para politikasının q üzerindeki etkisinin nasıl olacağıdır. Monetarist yaklaşıma göre parasal bir genişleme durumunda piyasada para arzı para talebini aşar ve bir para arz fazlası ortaya çıkar. Ellerinde gereğinden fazla para bulunanlar, harcamalarını arttırarak fazlalığı eritmeye çalışırlar. Harcama alanlarından birisi de hisse senedi piyasasıdır. Hisse senetlerine talep arttıkça fiyatları da artar. Keynesyen görüş de az çok benzer bir sonuca varmaktadır. Keynesyen görüşe göre genişlemeci para politikasından kaynaklanan reel faiz düşüşü tahvilleri, hisse senetlerine göre daha az cazip kılmakta ve sonuçta hisse senetleri fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Bu görüşler, "yükselen hisse senetleri fiyatları ($P_e \uparrow$) q katsayısının değerini

¹⁰⁵ Orhan ve Erdoğan, s.81

arttırır ($q \uparrow$) ve böylece yatırım harcamaları artar ($I \uparrow$)”, gerçeği ile birleştirilince şöyle bir para politikası aktarım mekanizması işler:¹⁰⁶

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Para politikası uygulamaları sonucunda q 'nun iki şekilde arttığı görülmektedir. Birincisi genişletici bir para politikası ile birlikte faizler düşer. Faizlerin düşmesi firmanın sermaye malının yenileme maliyetini azaltacağından q artar. İkincisi, hisse senetleri fiyatlarının artmasıyla firmanın piyasa değeri yükselecek, bunun sonucunda q artacaktır.¹⁰⁷

Hisse senetleri yoluyla işleyen alternatif bir parasal aktarım mekanizması da servetin tüketimi etkilemesiyle gerçekleşir. Bu kanal Franco Modigliani tarafından güçlü bir şekilde savunulmaktadır. Modigliani'nin 'Yaşam Boyu Gelir' modeline göre tüketim harcamaları tüketicinin beşeri sermayesi, reel sermayesi ve finansal servetinden oluşan tüm yaşam boyu kaynakları tarafından belirlenmektedir. Finansal servetin en önemli bileşeni ise hisse senedir. Hisse senedi fiyatlarının artması ($P_e \uparrow$) finansal servetin değerinin artmasına ($W \uparrow$) ve dolayısıyla tüketicinin yaşam boyu kullanacağı kaynakların değerinin artmasına yol açacaktır. Bu sonuç tüketimin artması ($C \uparrow$) anlamına gelmektedir. Böylece genişletici para politikasının hisse senedi fiyatlarında bir artışa neden olabileceği diğer bir parasal aktarım mekanizması ortaya çıkmaktadır:¹⁰⁸

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow W \uparrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Parasal aktarım mekanizmasında gayrimenkul fiyatlarının da önemli bir rolü vardır. Parasal bir genişleme bir taraftan konut harcamalarını doğrudan arttırırken, diğer taraftan servet etkisiyle tüketim harcamalarını arttırmaktadır.¹⁰⁹ Para arzının artmasıyla düşen faiz oranları konutların finansman maliyetlerini düşürürken fiyatlarını arttırır ($P_h \uparrow$). Maliyetlerine göre fiyatları yüksek olan konutlara firmalar daha çok yatırım yaparak

¹⁰⁶ Mishkin. The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, p.7

¹⁰⁷ Dinler, s.362

¹⁰⁸ Mishkin, The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,” p.7

konut harcamalarını arttırlar ($H \uparrow$). Sonuç olarak toplam talep ve dolayısıyla hasıla artmış olur. Bu aktarım mekanizması şematik olarak şöyle işler:

$$M \uparrow \Rightarrow P_h \uparrow \Rightarrow H \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Servetin önemli bir bileşeni olarak konut fiyatları tüketim harcamalarını etkiler. Parasal bir genişleme ($M \uparrow$) konut fiyatlarını arttırırken ($P_h \uparrow$) aynı zamanda hane halkının serveti de artar ($W \uparrow$). Artan servet tüketim harcamalarını arttırır ($C \uparrow$) ve böylece toplam talep ile birlikte hasıla artar ($Y \uparrow$).

Varlık fiyatlarındaki değişmelerin hane halkları serveti üzerinde tüketim harcamalarına olan etkisinin boyutu tartışmalıdır. Bernanke ve Gertler (1999) bu yönüyle varlık fiyatları kanalına fazla ağırlık vermemektedirler. Yapılan ampirik çalışmalarda, servet etkisi ile tüketim harcamaları arasında güçlü ve güvenilir bir ilişkinin olmadığı belirtilmektedir.¹¹⁰

1.3.4 Kredi Kanalı

Kredi kanalı yaklaşımına göre sadece geleneksel faiz kanalı şartları içinde ekonominin parasal şoklar karşısında vereceği tepkinin büyüklüğü, zamanlaması ve kompozisyonunu açıklamak zordur. Kredi kanalı geleneksel faiz kanalındaki bu boşlukları doldurmaya çalışır. Bu bağlamda kredi kanalı farklı ve bağımsız işleyen bir aktarım mekanizması değil, tersine faiz kanalını güçlendiren ve etkilerini yayan bir mekanizmadır. Bu yüzden geleneksel faiz kanalına alternatif olmaktan çok paralel ve pekiştirici bir kanal olarak 'kredi kanalı' teriminin yanlış bir adlandırma olduğu da düşünülmektedir.¹¹¹

Birbirlerinin alternatifi olmasalar da kredi kanalı ile faiz kanalının birbirinden ayrı olarak incelenmesi birçok açıdan faydalıdır. Birincisi, hangi finansal büyüklüğün

¹⁰⁹ Mishkin, *The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices In Monetary Policy*, p.5

¹¹⁰ Ben Bernanke and Mark Gertler, *Monetary Policy and Asset Price Volatility*, **Federal Reserve Bank of Kansas City . Economic Rview. Fourth Quarter** 1999 p.20

¹¹¹ Bernanke and Gertler, *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission..*p.28, 34

para politikası değişimlerinden ne kadar etkilendiğini anlamak reel sektör ile finansal sektör arasındaki ilişkileri daha iyi anlamamıza yardımcı olur. İkincisi, aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılması politika yapıcılarının finansal büyüklüklerdeki hareketlenmeleri anlamalarına yardımcı olur. Üçüncüsü, aktarım mekanizması ile ilgili daha fazla bilgi, daha iyi bir hedef seçimine neden olabilir. Özellikle, eğer kredi kanalı, parasal aktarım mekanizmasında önemli bir yer tutuyorsa banka portföylerine daha dikkat edilmelidir.¹¹²

Kredi kanalının temelinde kredi piyasalarında yaşanan asimetrik enformasyon problemi yatmaktadır. Kredi piyasasında asimetrik enformasyon; kredi arz edenlerin kredi talep edenler hakkında yeterli bilgiye sahip olmadığı bir durumu ifade etmektedir. Bu durum ters seçim (adverse selection) ve ahlaki tehlike (moral hazard) probleminin yaşanmasına neden olmaktadır. Her iki tür problemin yaşanmasından çekinen kredi arz ediciler kredi arzını kısma yoluna gidebilmektedirler.¹¹³

Kredi kanalı ‘banka kredileri kanalı’ ve ‘bilanço kanalı’ şeklinde birbirini tamamlayan iki parasal aktarım mekanizması şeklinde incelenmektedir. Her iki aktarım kanalında da para politikasının etkinliği, bazı firmaların diğerlerine göre finans kaynaklarına daha kolay ulaşabildiği “mükemmel olmayan sermaye piyasasına” bağlıdır. Kredi kanalı ile ilgili temel öngörü; firmalar ne kadar bankalara bağımlı olurlarsa, finansal sistem sağlıksız ve daha az yoğun olursa, aktarım mekanizması o kadar güçlü olur.¹¹⁴

1.3.4.1 Banka Kredileri Kanalı

Banka kredileri kanalının temelinde yatan görüş; bankalar finansal sistemde özel bir rol oynamaktadırlar, çünkü bankalar, özellikle küçük firmalarda var olan asimetrik bilgi probleminin üstesinden gelme konusunda yeteneklidirler. Her şeyden önce, büyük

¹¹² Valerie Ramey, How Important is The Credit Channel in The Transmission of Monetary Policy **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy** 39, 1993 , p.3-4

¹¹³ Orhan ve Erdoğan, s.85

¹¹⁴ Cecchetti, Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism, ...pp.13-14

firmalar bankalara başvurmaksızın hisse senedi ve tahvil piyasaları aracılığıyla kredi piyasasına ulaşabilmektedirler. Oysa küçük firmalar banka kredilerine bağımlıdır. Bu yüzden daraltıcı bir para politikası banka mevduatlarını ve dolayısıyla kredilerini azaltacaktır. Sonuç olarak yatırımlarda ve üretimde düşüş gerçekleşecektir. Bu mekanizmayı şematik olarak şöyle ifade edebiliriz;¹¹⁵

$$M \downarrow \Rightarrow \text{Banka mevduatları} \downarrow \Rightarrow \text{Banka kredileri} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Literatürde bankadan borçlanma aracılığı ile işleyen parasal aktarım mekanizmasının eskisi kadar güçlü olmadığı yönünde görüşler vardır. Ayrıca banka kredisine dayanan geleneksel girişimciliğin tüm dünyada azalması, bankaların kredi piyasalarındaki önemli rollerinin gittikçe azaldığı iddiasını desteklemektedir.¹¹⁶

1.3.4.2 Bilanço Kanalı

Bilanço kanalı, borç alan firmaların karşı karşıya kaldığı dışsal finansman priminin firmanın finansal pozisyonuna bağlı olduğu şeklindeki teorik bir öngörüye dayanmaktadır. Buna göre borçlanan firmaların net değeri ne kadar büyük olursa, dışsal finansman primi o kadar düşük olur. Dolayısıyla güçlü finansal konum borç alanların elini güçlendirdiği için borç verenlerle olan potansiyel çıkar çatışmasını en aza indirebilirler. Ödünç alıcıların finansal pozisyonlarının dışsal finansman primini etkilemesi ve dolayısıyla karşılaştıkları kredi koşullarını etkilemesi, bilançolarındaki dalgalanmaların da aynı şekilde kendi yatırım ve harcama kararlarını etkileyeceği anlamına gelmektedir.¹¹⁷

Parasal bir daralmayla birlikte yükselen faiz oranları borç alan firmaların borç yükünü arttırırken bugünkü net değerlerinin azalmasına neden olmaktadır. Böylece dışsal finansmanın marjinal maliyeti artar ve firma istenen yatırım ve istihdam

¹¹⁵ Mishkin, Symposium on the Monetary Transmission Mechanism'...p.7

¹¹⁶ Mishkin, The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, p.10

¹¹⁷ Bernanke, and M.Gertler, **Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission..p.36**

programlarını yürütebilme yeteneğini kaybeder.¹¹⁸ Diğer taraftan firmanın net değerinde yaşanan bir düşüş, ortaya çıkardığı ters seçim ve ahlaki çöküntü probleminde dolayı yatırım harcamalarına finanse edilecek kredilerin (lending) azalmasına neden olur.

Para politikası firma bilançolarını çeşitli şekillerde etkileyebilmektedir. Hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olan genişletici para politikası, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları azalacağı için, firmaların net varlıklarını artırarak yatırım harcamaları ve toplam üretimi artırmaktadır. Bu mekanizma basit bir biçimde şöyle gösterilebilir:¹¹⁹

$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow \text{Ters Seçim ve Ahlaki tehlike} \downarrow \Rightarrow \text{Banka Kredileri} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

1.3.5 Beklentiler Kanalı

Beklentiler kanalı, ekonomik birimlerin gelecek dönemlere ilişkin başta enflasyon olmak üzere ekonomik şartlarda yaşanmasını bekledikleri değişimler aracılığıyla çalışan bir aktarım mekanizmasıdır.

Güvenirliliği yüksek olan bir merkez bankası fiyat istikrarını sağlama konusunda ekonomide bir güven duygusu yaratıp ekonomik birimlere gelecekte gerçekleşebilecek enflasyon hakkında fikir verebildiği sürece fiyatlarda oluşabilecek gelişmeleri etkileyebilecektir. Merkez bankasının şeffaflık ilkesi doğrultusunda gelecekte uygulayacağı politikaları açıklamasının piyasalar üzerinde hedeflediği etkiyi yaratabilmesi için ekonomik birimlerin bankanın uygulayacağı politikaların başarıya ulaşacağına inanması gerekmektedir. Dolayısıyla güvenilir ve şeffaf merkez bankaları ekonomik birimlerin beklentilerini yönetebilme ve yönlendirebilme yeteneğine sahip olmaktadır. Bu bağlamda, geleceğe ilişkin faiz oranı beklentileri orta ve uzun vadeli faiz oranlarının belirlenmesinde etkili olabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, uzun vadeli faiz oranları, gelecek döneme ait kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin piyasa beklentilerine bağlıdır.¹²⁰

¹¹⁸ Hubbard , p.9

¹¹⁹ Mishkin, The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, p.8

¹²⁰ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, 2013, www.tcmb.gov.tr,(Erişim:01.02.2015), ss.5-6

Tablo 1.1: Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi

| | Merkez Bankasının Kısa Vadeli Faiz Oranlarını Artırması Sonucunda | Merkez Bankasının Kısa Vadeli Faiz Oranlarını Azaltması Sonucunda |
|--------------------------------|--|--|
| Beklentiler Kanalı | <p>- Tüketici ve üreticiler merkez bankasının enflasyonla mücadeleyle olan bağlılığına inanır.</p> <p>↓</p> <p>Enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik beklentilerini merkez bankasının hedefi ile uyumlu oluştururlar</p> | <p>- Tüketici ve üreticiler enflasyonun ve ekonomik görünümün olumlu olduğuna inanır.</p> <p>↓</p> <p>Enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik beklentilerini merkez bankasının hedef ile uyumlu oluştururlar</p> |
| Faiz Kanalı | <p>- Enflasyon beklentilerinin değişmediği varsayımıyla, nominal faizler yükselir.</p> <p>- Tüketiciler harcamalarını azaltır, tasarruflarını artırır.</p> <p>- Üreticilerin borçlanma maliyeti artar, yatırımlar azalır.</p> <p>- Kullanılan kredi miktarı azalır.</p> <p>↓</p> <p>Toplam talep azalır, ekonomik aktivite yavaşlar</p> | <p>- Enflasyon beklentilerinin değişmediği varsayımıyla, nominal faizler düşer.</p> <p>- Tüketiciler harcamalarını artırır, tasarruflarını azaltır.</p> <p>- Üreticilerin borçlanma maliyeti düşer, yatırımlar artar.</p> <p>- Kullanılan kredi miktarı artar.</p> <p>↓</p> <p>Toplam talep artar, ekonomik aktivite hızlanır</p> |
| Varlık Fiyatları Kanalı | <p>- Bono, hisse senedi, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların görece fiyatları düşer.</p> <p>- Tüketicilerin gelirleri azalır, tüketimleri düşer.</p> <p>- Üreticiler, varlıklarını teminat göstererek borç aldıkları için borçlanmaları zorlaşır, yatırımlar azalır</p> <p>↓</p> <p>Toplam talep azalır, ekonomik aktivite yavaşlar</p> | <p>- Bono, hisse senedi, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların görece fiyatları artar.</p> <p>- Tüketicilerin gelirleri yükselir, tüketimleri artar.</p> <p>- Üreticiler, varlıklarını teminat göstererek borç aldıkları için borçlanmaları kolaylaşır, yatırımlar artar.</p> <p>↓</p> <p>Toplam talep artar, ekonomik aktivite hızlanır.</p> |
| Döviz Kuru Kanalı | <p>- Diğer faktörlerin sabit kaldığı varsayımıyla, yurt içi faiz oranları yurt dışı faiz oranlarına karşı görece olarak yükselir.</p> <p>- Ülkeye sermaye girişi artar, ulusal para değer kazanır.</p> <p>- Dış ticarete konu olan malların görece fiyatları etkilenir</p> <p>↓</p> <p>Enflasyon düşer</p> | <p>- Diğer faktörlerin sabit kaldığı varsayımıyla, yurt içi faiz oranları yurt dışı faiz oranlarına karşı görece olarak düşer.</p> <p>- Ülkeden sermaye çıkışı artar, ulusal para değer kaybeder.</p> <p>- Dış ticarete konu olan malların görece fiyatları etkilenir</p> <p>↓</p> <p>Enflasyon artar</p> |

Kaynak: TCMB, **Merkez Bankası ve İletişim, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda İletişim Politikalarının Gelişimi**, 2011, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6ab6d48e-5c4b-4725-a26b4671d9dd7a67/11-4.pdf?MOD=AJPERES>, s.5, (erişim: 12.02.2014)

1.4 PARA POLİTİKASI HEDEFLEME STRATEJİLERİ

Fiyat istikrarının sağlanması için para politikasının nasıl yürütüleceği konusunda günümüze kadar çeşitli para politikası rejimleri uygulanmıştır. Para politikası hedefleme stratejileri olarak da nitelendirilen bu rejimler; döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, ve enflasyon hedeflemesi şeklinde uygulanmıştır.

Tarihsel olarak baktığımızda en yaygın nominal çapa uygulaması, ulusal para değerinin altına (altın standardı) veya dolar ve sterlin gibi daha güçlü yabancı bir paraya (döviz kuru standardı) bağlanması şeklinde gerçekleşmiştir. 1970'lerin başlarında Bretton Woods sisteminin çökmesi ve enflasyon oranlarında görülen ani yükseliş ile birlikte gelişmiş ülkelerin birçoğu alternatif nominal çapa arayışlarına giriştiler. Özellikle gelişmiş ülkeler parasal büyüklükleri kontrol etmek suretiyle enflasyon oranını düşürmek ve düşük bir seviyede sürdürmek amacıyla parasal hedefleme stratejisini uygulamaya başladılar. Ne var ki, 1980'lerin ortalarına kadar uygulanan parasal hedefleme stratejisi, özellikle para talebi fonksiyonundaki istikrarsızlıktan dolayı başarılı olamamış ve yeni nominal çapa arayışları devam etmiştir. Gelişmiş ülkelerin birçoğu 1990'ların başında enflasyon hedeflemesi rejimini kabul ettiler.

Gelişmekte olan ülkeler ise bağımsız bir para politikası yürütebilecek bir kurumsal yapıya sahip olmadıkları için sabit döviz kurunu takip etmeye devam ettiler. Sabit döviz kuru hedeflemesinin finansal krizlere açık olması ve bağımsız bir para politikasının yürütmeye elverişli olmaması gibi nedenlerden dolayı gelişmekte olan ülkelerin birçoğu 1990'ların ortalarından sonra enflasyon hedeflemesini kabul ettiler. Bazıları ise dolarizasyon ve para kurulu gibi katı döviz kuru uygulamasına devam etmektedirler.

Nihai hedefi fiyat istikrarı olan bu stratejilerin temeli kurallara, yani nominal çapalara dayanmaktadır. Hedefleme stratejilerinde temel değişken nominal çapa olarak kullanılmaktadır

1.4.1 Nominal Çapanın Gerekliliği

Ülkelerin birçoğundaki para otoritelerinin tam ihtiyari politikalardan kural temelli politikalara doğru yönelmelerinin temelinde uygun bir hedef seçimi oldukça etkili olmuştur. Kural temelli politikalarda hedef bir iletişim aracı olarak kullanılmaktadır. Çünkü taahhüt edilen bir hedef bir taraftan politika yapımcıların niyetlerini ve önceliklerini ortaya koyarken, diğer taraftan uygulanacak politikaların öngürülebilirliklerini de artırır. Örneğin kısa dönem faiz oranları veya döviz kurundaki bir değişimin hangi yönde olacağı ekonomik ajanlar tarafından tahmin edilmesi kolay olacaktır. Kamuoyunun kolayca gözlemleyebildiği ve anlayabildiği bu hedef ekonomik ajanların beklentileri için bir “nominal çapa” oluşturmakta ve böylece fiyat istikrarının yakalanmasına ve sürdürülmesine yardımcı olmaktadır.¹²¹

Nominal çapa ekonomik karar alma süreçlerinde referans olarak alınan büyüklükleri ifade eden değişkenlerdir. Merkez bankasının belli bir değişken için öngördüğü değer ekonomik birimlerin davranışlarını şekillendirir. Bu anlamda merkez bankasının seçmiş olduğu nominal çapaya ilişkin ilan etmiş olduğu taahhüt iktisadi ajanlar için bir yol haritası sunmaktadır. Döviz kuru, parasal büyüklükler, faiz oranları ve enflasyon gibi değişkenler nominal çapa olarak kullanılan büyüklüklerdir. Bu büyüklükler alternatif para politikası hedefleme stratejilerinin temel unsurlarını oluşturmaktadırlar.

Nominal bir çapanın seçilmiş olması para politikasının yürütülmesi konusunda merkez bankalarına birçok yönüyle faydalı olmaktadır. Öncelikle nominal çapa para politikası amaçlarını hem merkez bankası içinde hem de kamuoyu açısından daha anlaşılır kılmaktadır. Böylece merkez bankası kendi içinde nihai hedefler üzerinde yoğunlaşarak, karar verici organlarda yer alan üyelerin farklı amaçlara yönelebilecekleri ortamın oluşmasına izin vermez. Ayrıca açık bir şekilde ilan edilmiş nominal bir çapa merkez bankasının hem politika hedeflerini hem de politika enstrümanlarındaki değişikliklerin nedenini açıklamasına yardımcı olur. Diğer taraftan güvenilir bir çapanın

¹²¹ Khan, p.8

varlığında kamu beklentileri, politika amacı üzerine yoğunlaşarak para politikası amacının gerçekleşmesini kolaylaştırır.¹²²

Nominal çapanın gerekliliğini Mishkin (1999) iki temel nedene bağlamaktadır. Birincisi, nominal çapa (nominal anchor) fiyat istikrarının gerçekleşmesini kolaylaştırabilir, çünkü nominal çapa ulusal para üzerinde oluşturduğu kısıt aracılığıyla enflasyon beklentilerinin de kısıtlanmasını sağlamaktadır. İkincisi, nominal çapa politika yapıcılarını disipline ederek zaman tutarsızlığı probleminden kaçınmalarını sağlar. Merkez bankaları problemin farkında olsalar bile üzerilerindeki politik baskılar onları kısa dönemli çıkarlar uğruna genişleyici para politikası uygulamaya zorlayacaktır. Bu bağlamda zaman tutarsızlığı problemi merkez bankalarının kendisinden kaynaklanmıyor olsa bile, nominal bir çapa genişlemeci bir para politikası takip etmeye yönelik politik baskıları sınırlandırmak için gereklidir.¹²³

Nominal bir çapanın taahhüt edilmesi hükümetin mali sorumluluk konusunda daha dikkatli olmasını sağlayan önemli bir faktördür. Örneğin güçlü bir nominal çapanın yokluğunda, özellikle az gelişmiş ekonomilerde uzun süreli mali dengesizlikler (bütçe açıkları) sonucunda hükümetler mal ve hizmet ödemeleri için para basma yoluna gidebilirler. Enflasyon vergisi olarak da adlandırılan bu olgu enflasyon oranlarını daha da arttırarak fiyat istikrarına zarar verir. Dolayısıyla fiyat istikrarını sağlayacak politika uygulamalarını teşvik eden nominal çapa, enflasyon beklentilerinin ve faiz oranlarının hızlı bir şekilde yükselmesine neden olan enflasyon korkusunun (inflation scares) ortaya çıkabilme ihtimalini azaltır.¹²⁴

İdeal bir nominal çapanın şu özellikleri taşıması gerekmektedir.¹²⁵

¹²² Freedman and Laxton, Why Inflation Targeting,...pp. 8-9

¹²³ Frederic S. Mishkin, International Experiences With Different Monetary Policy Regimes, **IIES Seminar Paper**, No.648, August 1998 pp.1-2

¹²⁴ Frederic S. Mishkin, Will Monetary Policy Become More of a Science?, **NBER Working Paper** 13566, October 2007, pp.12-13

¹²⁵ Bora Süslü, **Türkiye’de Enflasyona Karşı İzlenecek Para Politikalarında Nominal Çapaların Olası Rolü**, (Yayınlanmamış doktora tezi. Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü). 2005, s.55

1. Merkezbankası belirlemiş olduğu çapayı kontro edebilmeli ve denetleyebilmelidir.
2. Hesapverebilirlik ve Şeffaflık açısından hedef alınan gösterge kolayca takip edilebilmeli ve anlaşılabilirdir.
3. Nominal apa ile nihai hedef arasında yüksek ve istikrarlı birliŐki olmalıdır.
4. Nominal apa para politikasındaki geikmeleri minimize etmelidir.
5. Nominal apa nihai amaca yönelik olmakla birlikte diğer ekonomik amaçlarla da çeliŐmemelidir.

1.4.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Bretton Woods sisteminin okmesiyle birlikte döviz kuru rejimlerinde önemli değişimler yaşanmıştır. Öncelikle gelişmiş ülkeler sabit döviz kuru sistemini devam ettirmedeki çabalarını sona erdirerek dalgalı döviz kurunu kabul ettiler. Uluslar arası finansal sistemde yaşanan bu önemli geliŐmeye rağmen 1970’li yıllar boyunca gelişmekte olan ülkelerin birçoğu sabit döviz kuru rejimine bağlı kalmaya devam etmişlerdir. 1982’de yaşanan borç krizi gelişmekte olan ülkelerin sabit döviz kurunu terk etmelerinde önemli bir etken olmuştur. Ülkelerin çoğu dışsal finansmanda ani kesilmelerle (sudden cuts) karşı karşıya kalmışlardır. Daha fazla kredi sağlayabilmek amacıyla ülkeler devalüasyonlar dahil birçok düzenlemeye gittiler. Bu Şartlar altında ülkelerin birçoğunda uzun süredir uygulanan sabit döviz kuru uygulamaları 1980’lerin ortalarında önemli lde terk edilmiştir.¹²⁶

Doğu Avrupa ve eski Sovyetler Birliği lkelerinin 1990’larda ekonomilerinde baŐlattıkları reformlarla birlikte nominal bir çapa olarak döviz kuru üzerindeki tartışmalar yeni bir boyut kazandı. Bölgedeki birçok ülke, anti-enflasyonist programlarının temel bir bileşeni olarak sabit döviz kuru rejimini kabul ettiler. Bununla birlikte enflasyonu düşürmenin bir yolu olarak kabul edilen sabit döviz kuru rejimi,

¹²⁶ Sebastian Edwards, Exchange Rates As Nominal Anchors, **NBER Working Paper** No. 4262
Desember 1992 pp. 2-3

sebeap olduğu aşırı reel kur değerenmelerinden dolayı ödemeler dengesine zarar vereceği şekildeki tartışmalara da neden olmuştur.¹²⁷

1.4.2.1 Döviz Kuru Hedeflemesinin Anlamı

Döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla bir ülkenin ulusal parasının değeri, güçlü bir ülkenin parasına bağlayarak yürüttüğü parasal bir stratejidir. Döviz kurunun sabit bir değerde kalması veya önceden belirlenmiş bir oranda değıştirilmesine izin verilmesinden amaç, çapa olarak seçilen ülkenin politikalarından ve güvenilirliğinden yararlanmaktır. Bu anlamda çapa olarak seçilen ülkenin büyük ve genelde dış ticarete en önemli partner konumunda olmasına dikkat edilmektedir.¹²⁸

Bir para politikası rejimi olarak döviz kurunun hedeflenmesi uzun bir geçmişe sahiptir. Döviz kuru hedeflemesi başta altın standardının en temel yönü olan ulusal paranın altın gibi bir mala sabitlenmesi şeklinde uygulanmaktaydı. Son zamanlarda sabit döviz kuru rejimleri ulusal para değerinin düşük enflasyonlu çapa ülkenin parasına sabitlenmesi şeklinde uygulanmaktadır. Bu durumda sabitlemeyi yapan ülkenin enflasyon oranı, çapa ülkenin enflasyon oranına yakınsamaktadır. Ulusal paranın düşük enflasyonlu çapa ülkenin parasına sabitlenmesinin yerine bir başka alternatif olarak bazı ülkeler, ulusal paralarının sabit bir oranda değer kaybedilmesine izin verildiği ve düşük enflasyonlu çapa ülkesinin parasına sürünen (crawling) bir parite şeklinde bağlandığı (peg) bir uygulamaya gitmektedirler. Bu şartlar altında enflasyon oranı çapa ülkenin enflasyon oranından daha yüksek olabilir.¹²⁹

Döviz kurunun nominal bir çapa olarak kullanılması, döviz kurundaki dalgalanmaları sınırlandırmak için para politikası otoritelerince üstlenilmiş açık veya

¹²⁷ Edwards, p.3

¹²⁸ Myriam Quispe- Angoli, Monetary Policy Alternatives for Latin America, **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Third Quarter, 2001, p.3

¹²⁹ Frederic S. Mishkin, The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging-Market Countries?, iç **Monetary Policy Strategy** MIT Press, 2007, p.446 ve Mishkin, "International Experiences of Different Monetary Policy Regimes".p.2

örtük bir taahhüt anlamına gelmektedir. Bu anlamda döviz kuru hedeflemesi, döviz kuru davranışları ile ilgili özel sektör beklentileri için önemli bir çapa sunmaktadır. Nispeten daha esnek rejimlerden katı rejimlere kadar bütün döviz kuru rejimleri (bağımsız dalgalanan döviz kuru hariç) bu genel özellikleri taşır.¹³⁰

Döviz kurunu çapa olarak kullanan ülkelerin temel özelliklerini Mussa vd (2000) şöyle sıralamaktadır:¹³¹

- Uluslar arası sermaye piyasaları ile ilişkileri düşüktür.
- Parasını bağladığı çapa ülke (anchor country) ile ticaret payı yüksektir.
- Karşılaştığı şoklar çapa ülkenin karşılaştığı şoklar ile benzerlik arz eder.
- Ticaret ortağı çapa ülkenin sahip olduğu kredibilitiyi elde etmek için bağımsız bir para politikası uygulamakta istekli değildir.
- Ekonomisi ve finansal sistemi önemli ölçüde çapa ülkeye bağımlıdır.
- Yüksek enflasyon geçişgenliğinden dolayı, döviz kuruna dayalı istikrar programları daha caziptir.
- Yüksek uluslararası rezervlere sahiptir.
- İşgücü piyasası esnektir. Sabit bir döviz kuru rejiminde ters şoklara karşı (advers shock) nominal ücretler ve fiyatlar ayarlanmak zorundadır. Bu yüzden katı bir döviz kuru hedeflemesi yapmak isteyen ülkelerin öncelikle emek piyasasını liberalize etmesi önerilmektedir. İşgücü piyasası esnek olmayan ülkelerde ücretleri ve fiyatların uyumlaştırılması zordur.¹³²

1.4.2.2 Yumuşak Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesinde döviz kurunun sabit bir konumda tutulması mutlak bir zorunluluk değildir. Döviz kuru çapasına dayalı parasal stratejiler, katı döviz kuru hedeflemesi (hard exchange rate peg) veya yumuşak döviz kuru hedeflemesi (soft

¹³⁰ Michael Mussa vd., Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy, **IMF Occasional Paper** 193, 2000p.25

¹³¹ Mussa vd. 23

¹³² Andrés Velasco, Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?, **G-24 Discussion Paper** No. 5 June 2000 p.4

exchange rate peg) şeklinde uygulanmaktadır. Yumuşak döviz kuru rejimleri; yönlendirilmiş sabit aralık (crawling narrow band), yönlendirilmiş sabit parite (crawling peg), dar bir bantta dalgalanan (pegged within bands) ve sabit parite (fixed peg) şeklinde uygulanmaktadır. Katı döviz kuru rejimleri ise para kurulu (currency board) ve parasal birlik/dolarizasyon (currency union/dollarization) uygulaması şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

Yumuşak döviz kuru hedeflemesi, ayarlanabilir kur rejimini ifade etmektedir. Bu rejimde, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla ulusal paranın değeri güçlü bir paraya belli bir oranda bağlanır.

Yumuşak döviz kuru rejimleri; global finansal piyasalarla sınırlı bağlantısı olan, düşük ürün çeşitliliği ve ihracat yapısına sahip, finansal piyasaları gelişmemiş, parasal disiplin ve kredibiliteden yoksun gelişmekte olan ülkeler için uygun olduğu kabul edilmektedir. Ne var ki döviz kuru rejimleri arasında bir ara rejim olarak kabul edilen yumuşak kur hedeflemesinin 1997-1998 Doğu Asya krizinin derinleşmesinde kısmi bir rolünün olduğu şeklinde bir anlayışın ortaya çıktığı görülmektedir. Bu bağlamda Asya krizinin deneyimlerine dayanarak iki kutuplu bir ortamda ülkeler iki uçtan birini seçmek zorunda kalmışlardır: sabit bir döviz kurunu (fixed Exchange rate) güvenilir bir şekilde garanti eden katı döviz kuru hedeflemesi (hard peg) veya dalgalı kur (freely floating Exchange rate).¹³³

Esas olarak Obstfeld ve Rogoff (1995) ve Fisher(2001) tarafından gündeme getirilen iki kutuplu yaklaşıma (bipolar view) göre ulusal sermaye piyasaları küresel sermaye piyasaları ile entegre olmuş ve böylece uluslar arası sermaye akımlarına açık olan ülkeler, yumuşak döviz kuru rejimini daha fazla sürdürmeyip katı döviz kuru veya bağımsız dalgalanan döviz kurundan (freely floating exchange rate) birini seçmek durumunda kalırlar. Bu bağlamda Fisher (2001)'de ayrıntıları ile açıklandığı gibi, 1990'lar boyunca gelişmekte olan ülkeler içinde ara döviz kuru rejimleri sayısında bir

¹³³Guillermo A. Calvo; Frederic S. Mishkin, The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 17, No. 4. (Autumn, 2003)p.99

azalma yaşanırken, dalgalı kur ve sabit kur rejimlerinde bir artış görülmüş ve Avrupa'daki birleşme hareketleri göz önüne alındığında bu artışın devam edeceği öngörülmektedir.¹³⁴

1.4.2.3 Katı Döviz Kuru Hedeflemesi

Yumuşak döviz kuru rejimlerinin başarısızlığında düşük güvenilirlik ve yüksek faiz oranlarının etkin birer faktörler olduğu kabul edildiğinde, sabit bir döviz kurunun güvenle garanti edilebileceği iki önemli katı döviz kuru rejimi ön plana çıkmaktadır: para kurulu ve ulusal paranın kullanılmadığı tam dolarizasyon. Bununla birlikte üçüncü bir rejim olarak Avrupa Parasal Birliği'nin (The European Monetary Union- EMU) temsil ettiği 'parasal birlik' katı döviz kuru rejimlerindeki değişimin vardığı en uç noktayı temsil etmektedir.

Para kurulu sisteminde ulusal paranın basımı %100 döviz karşılığında gerçekleşmektedir. Para kurulu sisteminin uygulandığı ülkelerde para basma yetkisini elinde bulunduran otorite, ister merkez bankası isterse hükümet olsun, yabancı para ile ulusal para arasındaki değişimi sabit bir orana bağlar ve tam bir konvertibilite sağlar, çünkü talep edilmesi durumunda para otoritesi ulusal para ile döviz arasındaki değişimi gerçekleştirmeye hazırdır ve bunu yapabilecek yeterlilikte uluslar arası rezervlere sahiptir. Para kurulu sistemi katı döviz kuru uygulamasıdır, çünkü, bu sistemde sabit döviz kuru taahhüdünün yasal ve hatta anayasal bir dayanağı vardır.¹³⁵

Para kurulu sistemi altında, para politikası tamamen döviz kuru rejimine bağımlı olduğu için parasal tabandaki genişleme ve daralmalar ve böylece yurt içi faiz oranlarındaki hareketlenmeler sermaye akışı tarafından belirlenir. Bu yüzden nominal döviz kuru oranını değiştirerek reel döviz kurlarının ayarlanmasına izin verilmez. Buna göre, reel döviz kuru dengesini etkileyebilecek ekonomik koşullar başka yollarla

¹³⁴ Stanley Fisher, Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?, **Journal of Economic Perspectives** Vol:15 No. 2 Spring 2001pp. 6-7

¹³⁵ Frederic S. Mishkin and Miguel A. Savastano, Monetary Policy Strategies for Latin America, **Policy Research Working Papers**, October 2001 p.2 ve Guillermo and Mishkin... p.100, ve Quispe-Angoli,p.3

sağlanmak zorundadır. Örneğin, yurt içi fiyatlarda, maliyetlerde, ekonomik aktivite ve istihdam seviyesinde gerçekleşen değişimler reel döviz kuru dengesini etkileyebilir.¹³⁶

Para kurulu özellikle yüksek enflasyon geçmişi olan ve politika yapıcıların düşük güvenilirliğe sahip olduğu ülkelerde parasal istikrar için güçlü bir çapa olarak kullanılabilmesi ifade edilmektedir.

Katı döviz kuru hedeflemesinin diğer bir uygulama şekli tam dolarizasyondur. Tam dolarizasyon rejiminde öncelikle iki formel değişimin gerçekleşmesi gereklidir. Bunlardan ilki, piyasadaki ve bankalardaki tüm nakit paranın ABD doları karşılığında belli bir değişim oranında hesaplandıktan sonra yok edilmesidir. İkincisi ise ulusal para cinsinden yapılan sözleşmelerin, belli bir dönüştürme oranında, ABD dolarına dönüşmesi gerekir.¹³⁷ Böylece dolarizasyon rejiminde ulusal para tamamen elimine edilerek onun yerini yabancı bir para almakta ve genellikle ABD doları kullanıldığı için dolarizasyon olarak ifade edilmektedir. Para kurulu ile karşılaştırıldığında dolarizasyon daha güçlü bir taahhüt içermektedir. Çünkü dolarizasyon, hükümetin para politikasının kontrolünü tekrar elde etmesi veya varlığı söz konusu olmayan ulusal para için yeni bir parite oluşturması, imkansız olmasa bile, oldukça zor ve maliyetlidir.¹³⁸ Diğer taraftan dolarizasyon rejiminde ulusal para politikasının istikrarı sağlayabilme rolü ve ulusal paranın devalüe edilebilme ihtimali ortadan kalkarken merkez bankalarının ‘son borç verme mercii’ olması da söz konusu olamaz.¹³⁹

Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıldığı sabit döviz kuru rejimleri sabitlemenin tek taraflı veya çok taraflı oluşlarına göre bir ayırma tabi tutulabilir. Buna göre; yumuşak döviz kuru rejimleri, para kurulu ve dolarizasyon sabitlemenin tek taraflı yapıldığı rejimler iken; para birliği çok taraflı bir sistem olarak değerlendirilmektedir. Tek taraflı rejimlerde sabitlemeyi yapan ülkenin (home country) ulusal parasının

¹³⁶ Mussa vd. p.25

¹³⁷ Michael Dueker and Andreas M. Fischer, The Mechanics of a Successful Exchange-Rate Peg: Lessons for Emerging Markets? Studienzentrum Gerzensee, **Stiftung Der Schweizerischen National Bank Working Paper**, No. 01.02, April 2001,p.7

¹³⁸ Calvo and Mishkin, p.100

¹³⁹ Quispe- Angoli, p.4

spekülatif ataklarla karşılaşması durumunda çapa ülkenin önlem alma gibi bir sorumluluğu yoktur. Bu durumda gerekli olan para politikasını belirlemek sabitlemeyi yapan ülkenin sorumluluğundadır. Sabit döviz kuru şartları altında yürütülecek en uygun para politikası çapa ülkenin para politikası ile benzer olmalıdır. Yalnız belirtilmesi gereken bir nokta, para kurulunun uygulandığı ülkelerde para politikası çapa ülkenin para politikası ve sermaye akımlarınca belirlenir. Bu yüzden, sabitlemeyi yapan ülkenin ayrıca bir para politikası belirleyebilme inisiyatifi yoktur. Merkez bankası son borç verme konumunda olmadığı için, spekülatif ataklar ülke parasının yerine bankalara karşı gerçekleşir.¹⁴⁰

Katı döviz kuru hedeflemesi yumuşak döviz kuruna göre son zamanlarda daha çok cazip hale geldiği görülmektedir. Özellikle dış ticaret ve sermaye hesabı işlemleri büyük bir ekonomiye bağımlı olan küçük ekonomiler için söz konusu büyük ekonominin parasını kabul etmek daha fazla avantajlar sağlamaktadır. Bununla birlikte Arjantin'in kabul etmiş olduğu para kurulu sisteminin 2002'de çökmesi ile birlikte iki kutuplu sistemin katı ucunu temsil eden döviz kuru sistemleri üzerindeki şüpheleri arttırmıştır.

Literatürde seçilen döviz kuru rejimlerinin ülke şartlarına uygunlukları üzerinde birçok çalışma yapılmıştır. İster bağımsız dalgalanan döviz kuru rejimi, isterse sabit döviz kuru rejimleri olsun, her birinin kendine özgü zayıf yönlerinin olduğu ve bu yüzden ülke koşullarını tek başına karşılamadıkları ifade edilmektedir. Bu bağlamda ülkelerin makroekonomik performanslarını belirleyen başka faktörler mevcuttur. Calvo and Mishkin (2003)'e göre özellikle gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik başarılarında, seçtikleri döviz kuru rejiminden ziyade öncelikle mali istikrar, finansal istikrar ve parasal istikrara ilişkin temel makroekonomik kurumların sağlıklı olmaları belirleyici rol oynamaktadır. Bu yüzden genel olarak, hangi döviz kuru rejiminin tercih edilebilirliğinden çok kurumsal düzenlemeler üzerinde durmanın daha yararlı olduğu ifade edilmektedir.¹⁴¹

¹⁴⁰ Dueker and Fisher, pp.6-7

¹⁴¹ Calvo and. Mishkin, p.101

1.4.3.4 Döviz Kuru Hedeflemesinin Avantajları

1. Geleceğe ilişkin belirsizliklerin azalması ve ticaret hacminin genişlemesi: Dalgalı kur rejiminin, hem kısa dönem hem de uzun dönem açısından, öngörülemezlik değişkenliği ekonomi üzerine bazı maliyetler yükleyebilir. Bu maliyetler her ne kadar kesin bir şekilde hesaplanamazsa da bazı ekonomistler döviz kuru oranlarındaki belirsizliğin uluslar arası ticareti azalttığını ve yatırımları engellediğini ileri sürmektedirler.¹⁴² Bu bağlamda katı bir döviz kuru hedeflemesi ticarete açıklığı ve ekonomik entegrasyonu teşvik eder. Bu yüzden ticaret hacmini genişletme arayışı içinde olan ülkeler ticari ortakları ile aralarında sabit döviz kurlarının geçerliliğine oldukça önem verirler.¹⁴³

Döviz kuru hedeflemesi tercih edildiğinde, sabit bir döviz kuru öncelikle uluslar arası ticarete işlem maliyetlerini ve belirsizliklerin azalmasını sağlar. Parasal dalgalanmaların ortadan kalkması ve böylece belirsizliklerin azalması ile birlikte uluslar arası ticari aktörler kurun geleceği ile ilgili daha sağlam öngörülerde bulunurlar ve böylece dış ticaret hacminde bir artış meydana gelir.¹⁴⁴

Kurun belli düzeyde seyredeceği beklentisi, diğer ekonomik göstergelerde önemli bir sapmanın olmayacağı şeklinde algılanır. Ücret, kira, faiz ve mal-hizmet fiyatlarının hedef döviz kuruna göre ayarlanması geleceğe ilişkin belirsizlikleri azaltır. Yüksek ve istikrarsız enflasyon geçmişine sahip ülkelerde gelecek dönem enflasyonunun net olarak kestirilememesi mal-hizmet fiyatlarının sürekli artmasına, ücret artış taleplerinin sürekliliğine ve faiz oranlarına ilave risk primlerinin eklenmesine yol açar. Döviz kuru hedeflemesi bu tür olumsuzlukları engelleyebilir.¹⁴⁵

2. Disiplin ve kredibilitiyi sağlaması: Döviz kuru hedeflemesini destekleyen temel argümanlardan biri rejimin sağladığı kredibilitedir. Eğer bir ülkede yurt içinde

¹⁴² Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, The Mirage of Fixed Exchange Rates, **Journal of Economic Perspectives**, Volume 9, Number 4, Fall 1995p.76

¹⁴³ Calvo and Mishkin, p.110

¹⁴⁴ Thórarinn G. Pétursson, Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy?, **Monetary Bulletin**, A, Quarterly Publication of the Central Bank of Iceland, 2000/1 pp.36-37

para politikasının kredibilitesi sağlanamıyorsa, bu ülke ulusal parasının değerini kredibilitesi yüksek, daha güçlü bir ülke parasına sabit bir oranda bağlayarak bir anlamda o ülkeden kredibiliteyi ithal etmiş olur. Diğer taraftan döviz kuru hedeflemesi parasal ve mali disiplini sağlaması açısından da destek görmektedir. Gevşek mali politikaların uygulanması kaynakların tükenmesine ve böylece bir anlamda sabit döviz kuru sisteminin son bulmasına yol açabilir. Sabit döviz kurunun çökmesi politika yapıcılar için büyük bir politik bedele neden olur. Böylesi bir bedeli ödemek istemeyen politika yapıcılar para ve maliye politikasında disiplini sağlamak zorundadırlar.¹⁴⁶

Enflasyon ile mücadele etmek isteyen bir merkez bankası kredibiliteyi sağlayabilmek için döviz kurunu sabitleyebilir veya kendi ulusal parasından tamamıyla vazgeçer. Ücretleri ve fiyatları belirleyen işçiler, firma yöneticileri ve diğerleri, enflasyonun gelecekte düşük seviyelerde olacağına inanırlar; çünkü merkez bankaları istese bile döviz kuru hedeflemesi genişlemeci bir para politikasının uygulanmasına izin vermeyecektir. İşçiler ve firmalar düşük enflasyon beklentilerine sahip olurlarsa ücretleri ve fiyatları da buna göre belirlerler. Böylece döviz kuru sabitlemesi yapan ülke veri bir çıktı seviyesinde daha düşük bir enflasyon seviyesine ulaşabilir.¹⁴⁷

3.Enflasyonu düşürmesi: Döviz kurunun nominal çapa olarak seçilmesi uluslararası ticareti yapılan malların fiyatlarını sabitleştirmekle, ücretlerden ve ticareti yapılmayan malların fiyatlarından beslenen enflasyon ataletinin kırılmasına ve böylece enflasyonun kontrol altında tutulmasına doğrudan bir katkı yapmaktadır. Diğer taraftan döviz kuru rejiminin güvenilir olması durumunda yurt içi enflasyon beklentileri çapa ülkenin enflasyon oranlarına bağlanır ve sonuç olarak düşük enflasyon beklentileri döviz kuru hedeflemesi yapan ülkenin enflasyon oranını kısa bir süre içinde düşük enflasyonlu çapa ülkenin enflasyon oranı ile aynı seviyeye yaklaştırır. Döviz kuruna yönelik taahhüt

¹⁴⁵ Orhan ve Erdoğan, s.295

¹⁴⁶ Velasco, **Exchange-rate Policies for Developing Countries**,...p.3

¹⁴⁷ Jeffrey A. Frankel, Experience of and Lessons From Exchange Rate Regimes in Emerging Economies, **NBER Working Paper** 10032, October 2003, p.9

güvenilir olduğu müddetçe, yurt içi faiz oranları çapa ülkenin faiz oranlarına eşitlenecektir.¹⁴⁸

Politika güvenilirliği (policy credibility) modelleri sabit döviz kurları ile düşük enflasyonu iki nedenle ilişkilendirmektedirler: birincisi, sabit döviz kurları merkez bankasının kredi genişlemesini sınırlandırarak politika güvenilirliğini empoze etmekte; ikincisi, sabit döviz kurları ulusal paraya olan güveni sağlayarak özel sektörün daha fazla ulusal para tutma istekliliğini arttırmakta ve böylece veri bir parasal genişleme düzeyi için daha düşük bir enflasyona neden olmaktadır. Yüksek enflasyon oranlarını düşürmek isteyen ülkeler için döviz kurunu güçlü bir paraya bağlamak kredibilitiyi ve düşük enflasyonu transfer etmenin bir yolu olabilir.¹⁴⁹

Tüm bu avantajları dikkate alındığında, enflasyonu kontrol altına almak için döviz kuru hedeflemesinin gelişmiş ülkelerde başarılı bir şekilde uygulanmış olması beklenen bir sonuçtur. Örneğin, Fransa ve İngiltere enflasyon oranlarını düşürmek amacıyla paralarının değerini Alman markına bağlayarak döviz kuru hedeflemesini başarılı bir şekilde uygulamışlardır. 1987’de Fransa döviz kurunu marka ilk sabitlediğinde enflasyon oranı Almanya’nın enflasyon oranının iki puan üstünde, % 3 olarak gerçekleşmişti. 1992’ye gelindiğinde Fransa’nın enflasyon oranı %2’ye düşmüş (ki bu oran fiyat istikrarı seviyesi olarak görülmektedir) ve hatta bu oran Almanya’nın aynı yılda gerçekleşen enflasyon oranından daha düşük bir seviyede gerçekleşmiştir. 1996’da Fransa ve Almanya’nın enflasyon oranları %2’nin biraz altında yakınsadığı görülmektedir. Benzer şekilde İngiltere 1990’da döviz kurunu Alman markına sabitledikten sonra enflasyon oranı 1992’de %10’dan %3’e düşmüştür.¹⁵⁰

Döviz kuru hedeflemesi gelişmekte olan ülkelerde de enflasyonu kısa bir sürede düşürmede başarılı olduğu ileri sürülmektedir. Bunun en iyi örneğini 1990’da para kurulu rejimini kabul eden Arjantin temsil etmektedir. Özellikle ilk yıllarda Arjantin’in

¹⁴⁸ Mishkin, The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging-Market Countries?,...pp.445-446

¹⁴⁹ Atish R. Ghosh, ‘**Toward a Stable System of Exchange Rates: Implications of the Choice of Exchange Rate Regime**’ September, 2009, p.12,<https://macrofinance.nipfp.org.in/PDF/034PrGhosh-Stable%20System%20of%20ER-11-Sep.pdf>, (Erişim:22.02.2014), p.12

para kurulu rejimi fevkalade başarılı olmuştur. 1989 ve 1990'da yıllık %1000'in üzerinde olan enflasyon oranı 1994'te %5 'in altına düşmüş ve ekonomik büyüme 1991 ile 1994 arasında yıllık ortalama olarak %8 olarak gerçekleşmiştir.¹⁵¹

Avrupa ülkelerinde 1990'larda gerçekleşen enflasyon düşüşlerinin nedenleri konusunda bazı şüphelerin olduğu görülmektedir. Nitekim Kenen (2000), Fransa ve İngiltere'de enflasyon oranlarındaki düşüşü uyguladıkları döviz kuru hedeflemesi stratejisine bağlamanın ve bunu bir başarı olarak ileri sürmenin yanlışlığına dikkat çekerek, o yıllarda enflasyondaki hızlı düşüşün diğer ülkelerde de gerçekleştiğini ifade etmekte ve döviz kuru argümanının bu bağlamda mantıksal temellerinin zayıf olmasının yanında ekonometrik olarak da ispatlanmasının imkansız olduğunu ileri sürmektedir.¹⁵²

1.4.3.5 Döviz Kuru Hedeflemesinin Dezavantajları

Döviz kuru hedeflemesinin avantajları yanında literatürde birçok yönüyle de eleştirilmiştir. Bunlar; para politikasının bağımsızlığını yitirmesi, çapa ülkeden aktarılan şoklar, spekülasyon atakları ve düşük hesap verilebilirlik olarak belirtilmektedir. Bununla birlikte döviz kuru hedeflemesinin sadece gelişmekte olan ülkeler için geçerli olabilecek diğer bir dezavantajı daha vardır. Bu ise sabit döviz kurunun gelişmekte olan ülkelere finansal kırılganlığı arttırdığı ve böylece finansal krizlere neden olduğudur.

1. Para politikasının bağımsızlığını yitirmesi: Enflasyonu kontrol etmek amacıyla kabul edilen döviz kuru hedeflemesine yöneltilen en önemli eleştiri, sabitlemeyi yapan ülkede para politikasının bağımsızlığını kaybetmesidir. Döviz kuru hedeflemesi yapan ülkenin faiz oranları, çapa ülkenin faiz oranları ile yakın bir ilişki içindedir ve benzer şekilde para arzı çapa ülkedeki parasal büyüme tarafından sınırlandırılmaktadır. Bu yüzden parasını çapa bir ülkenin parasına bağlayan ülke, çapa ülkeyi vuran şoklardan

¹⁵⁰ Mishkin, International Experiences With Different Monetary Policy Regimes..p.3

¹⁵¹ Mishkin, International Experiences With Different Monetary Policy Regimes..p.3

¹⁵² Ghosh, p.111

bağımsız olarak gerçekleşen yurt içi şoklara karşı para politikasını kullanabilme kabiliyetini kaybeder.¹⁵³

Ana ülkenin faiz oranlarını düşürebilmesinin önündeki en büyük engel sabit döviz kuru ile sermaye akışkanlığının bir arada bulunmasıdır. Mundell-Fleming'in imkansız üçleme (impossible trinity) veya üçlü açmaz (trilemma) olarak da ifade ettiği böylesi bir durumda sabit döviz kuru ve sermaye akışkanlığının olduğu bir ortamda ulusal hedeflere yönelik bağımsız bir para politikası izlenemez.

2.Çapa ülkeden aktarılan şoklar: Döviz kuru hedeflemesine karşı yöneltilen önemli eleştirilerden biri de çapa ülkede gerçekleşen şokların sabitlemeyi yapan ülkeye, negatif sonuçları ile birlikte, kolayca aktarılabilmesidir. Örneğin 1994'te ABD'deki enflasyonist baskılarla ilgili endişelerden dolayı merkez bankası faiz oranlarını yükseltmiştir. ABD için bu politika oldukça uygun ve başarılı olmasına rağmen, istikrar stratejisinin bir parçası olarak parasının (peso) değerini dolara bağlayan Meksika için bu politikanın sonuçları ağır olmuştur. ABD'de faiz oranlarının iki kat artmış olması (%3'ten %6'ya) Meksika ekonomisine anında aktarılmış ve faiz oranları %10'dan %20'ye çıkmıştır. Faiz oranlarındaki bu artış hane halkının, finansal olmayan işletmelerin ve bankaların bilançolarına önemli zararlar vermiş ve 1994'te Meksika'da başlayan finansal krizin temel nedenlerinden biri olmuştur.¹⁵⁴

Bu problemin en göze çarpan örneklerinden biri de 1990'da gerçekleşen Almanya birleşmesi döneminde görmekteyiz. Bu dönemde mali genişleme ve birleşmeden kaynaklanan enflasyon baskıları ile ilgili endişeler Almanya'da faiz oranlarının artmasına neden oldu. Döviz Kuru Mekanizması (Exchange Rate Mechanism-ERM) içindeki çapa ülkede yaşanan bu şok, parasının değerini Alman markına sabitleyen ERM sistemi içindeki diğer ülkelere doğrudan transfer edilerek bu ülkelerde de faiz oranlarının artmasına neden olmuştur.¹⁵⁵

¹⁵³ Mishkin, Strategies for Controlling Inflation...p.18

¹⁵⁴ Mishkin, The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging-Market Countries?., p.448

¹⁵⁵ Mishkin, International Experiences With Different Monetary Policy Regimes..p.4

3.Spekülatif ataklara açık olma: Bir kriz sırasında mevduat sahipleri ticaret bankalarındaki ulusal para cinsinden olan mevduatlarını çekerek merkez bankasından döviz satın alırken, aynı zamanda merkez bankası da bankaları desteklemek amacıyla ulusal para basmaya devam eder. Sabit döviz kuru rejiminde art arda gerçekleşen bu eylemler merkez bankasının döviz stokunu tüketmek suretiyle kendi kendini besleyen bir paniğin oluşmasına neden olur. Oysa esnek döviz kuru şartları altında merkez bankası spekülatif ataklara karşı koymak için kasasındaki döviz rezervlerinin tümünü satmak gibi bir sorumluluğu yoktur.¹⁵⁶

Döviz kurunu korumak için para otoriteleri sadece parasal tabanı satın alabileceği yeterlikte kaynağa ihtiyaç duyar. Bununla birlikte, pratikte bir merkez bankası spekülatif ataklara karşı koymak için parasal tabanın tamamını satın almak istemeyecektir. Parasal tabanın seviyesini düşürmekle merkez bankası faiz oranlarını yeterince yükseltebilir. Para otoritelerinin spekülatif ataklara karşı, özellikle kısa dönem faiz oranlarını yükseltmesi ve bunu uzunca bir süre devam ettirmesi durumunda, kısa vadeli borçlanmalar yapıp uzun vadeli krediler veren bankacılık sistemine ağır zararlar verir. Uzun dönemde, faiz oranlarında beklenmeyen bu artışlar aynı zamanda yatırımlar, işsizlik, bütçe açıkları ve gelir dağılımı üzerinde çok büyük negatif etkileri olabilir. Para otoritesinin döviz kurunu korumak için bu tür yan etkileri görmezlikten gelmesi sonuç olarak bir güven problemini doğurur. Güven eksikliği ise sabit bir döviz kurunu spekülatif ataklara daha açık hale getirir.¹⁵⁷ Zira ülkeler döviz kurunu korumak amacıyla spekülatif ataklara karşı yükselttikleri faiz oranından kaynaklanan bu tür olumsuzlukları daha fazla tolere edemezler. Bu yüzden spekülatörler ülkelerin döviz kuru ile ilgili taahhütlerinin ne kadar sağlam olduklarını sorgulamaya başlarlar. Para otoriteleri için tek yolun davalüasyon olduğunun farkında olan spekülatörler, ulusal para

¹⁵⁶ Roberto Chang and Andres Valesco, Exchange-Rate Policy for Developing Countries, **AEA Papers and Proceedings**, Vol.90, No.2 May 2000, pp.72-73

¹⁵⁷ Obstfeld and Rogoff, p.78.

karşılığında döviz satın alıp düşük bir risk üstlenerek potansiyel olarak gelir getirecek bir atağa girişirler.¹⁵⁸

Döviz kuru hedeflemesi yapan ülkelerin paralarına yönelik spekülasyon atakları, bu ülkelerin sabit döviz kurunu daha fazla sürdürmeyecekleri spekülasyonlar tarafından anlaşıldığı zamanda gerçekleşir. Ulusal paradaki değer düşüşü ile birlikte bu para üzerinden beklenen gelirden de önemli bir azalma olur.

4. Hesap verebilirliği zayıflatması: Döviz kuru hedeflemesinin bir başka dezavantajı, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, politika yapıcıların hesap verebilirliğini zayıflatmasıdır. Döviz kuru oranlarını sabitlemesinden dolayı döviz kuru hedeflemesi parasal otoriteyi genişlemeci bir para politikasından alıkoyacak olan önemli bir sinyalini elimine etmektedir. Esnek döviz kuru rejimi altında uygulanan genişlemeci bir para politikası ulusal paranın değer kaybetmesine neden olur. Bu ülkelerde, döviz kurundaki günlük dalgalanmalar tahvil piyasasında olduğu gibi para politikasının genişlemeci olduğunu haber veren erken bir uyarı sinyali sunabilir. Böylece döviz kuru, para politikasını fazla genişlemeci olmaktan alıkoyar. Döviz kuru hedeflemesinin dezavantajı, böylesi bir sinyal gönderme kabiliyetinin olmayışıdır. Döviz kuru hedeflemesi altında spekülasyon atakları gerçekleşinceye kadar merkez bankalarının genişlemeci bir politika izledikleri pek anlaşılmaz. Böylece merkez bankaları ile ilgili bir hesap verebilirlik problemi doğar.¹⁵⁹

5. Finansal krizlere yatkın olması: Yukarıda sayılan döviz kurunun dezavantajları farklı boyutlarda olsa da, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için geçerlidir. Sadece bu dezavantajlar açısından bakıldığında bile enflasyonu kontrol etmek için döviz kurunu çapa olarak seçmenin problemli olduğu ifade edilmektedir. Bunun yanında döviz kuru hedeflemesinden kaynaklanan ve sadece gelişmekte olan ülkeler için geçerliliği olan başka bir tehlikenin varlığı söz konusudur: döviz kuru hedeflemesinin finansal

¹⁵⁸ Mishkin, International Experiences With Different Monetary Policy Regimes..p.5

¹⁵⁹ Mishkin, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets,...p.491

kırılganlığı kolaylaştıran ve böylece finansal krizlere yol açan bir potansiyele sahip olması.

Döviz kuru hedeflemesinden kaynaklanan finansal kriz tehlikesinin neden sadece gelişmekte olan ülkeler için geçerli olduğunu anlamak için kredi piyasalarının kurumsal yapılarına bakmakta fayda vardır. Öncelikle gelişmiş ülkelerde borç sözleşmelerinin tamamına yakını ulusal para cinsinden yapılan uzun vadeli sözleşmeler olduğu için kurdaki değişimden etkilenmezler. Güvenirlilik derecesinin yüksek olması enflasyonun kontrol dışına çıkmasını engeller. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerde kredi piyasalarının kurumsal özellikleri gelişmiş ülkelerinki ile taban tabana zıttır. Gelişmekte olan ülkelerin yüksek ve değişken enflasyon geçmişlerinden dolayı enflasyonla mücadelede fazla güvenirlilikleri olmadığı gibi borç sözleşmeleri kısa vadeli olmakta ve genelde döviz cinsinden yapılmaktadır. Kredi piyasasının bu yapısından dolayı döviz kuru hedeflemesi ekonomi üzerinde ağır tahribatlar yapan finansal krizlerin oluşmasına zemin hazırlayabilir.¹⁶⁰

Gelişmekte olan ülkelerde ulusal paranın değerindeki keskin düşüş döviz cinsinden borçlananların borçlarını geri ödeyememe riskiyle karşı karşıya bırakır. Çünkü bu ülkelerde ekonomik ajanların geliri ulusal para cinsindeyken, borçlanmaları döviz karşılığında olmaktadır. Borçların dolarizasyonu (liability dollarization) olarak ifade edilen bu durumda ulusal paranın değerinde bir düşüş aynı zamanda ekonomik ajanların net değerinde de düşüslere neden olur. Bunun sonucunda ise banka iflasları, borç ödeyememe, kredilerde düşüsler ve ekonomik daralma yaşanır.¹⁶¹

Mishkin, döviz kuru hedeflemesinin gelişmekte olan ülkeleri finansal krizlere daha açık hale getirmesini üç nedene bağlamaktadır.¹⁶² Birincisi sabit döviz kuru altında gerçekleşen bir devalüasyon firmaların bilançolarında yarattığı tahribat verimli yatırımlara gidecek olan fonların akımını engeller. Sabit döviz kuru altında ulusal para değerindeki düşüş dalgalı kur rejimine göre daha büyük, daha hızlı ve daha beklenmedik

¹⁶⁰ Mishkin, The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging-Market Countries?,...p451

¹⁶¹ Calvo and Mishkin, p.105

bir şekilde gerçekleşir. Bu şartlar altında yüksek oranda net değer kaybetme riski ile karşı karşıya kalan kreditorler kredi verme oranlarını azaltırlar; böylece yatırımlarda ve ekonomik aktivitelerde de bir yavaşlama gerçekleşir.

İkincisi, sabit döviz kurunun çökmesi ekonomik ajanların bilançolarını daha da zayıflatan bir enflasyon artışına sebep olur. Gelişmekte olan ülkelerin yüksek ve değişken enflasyon geçmişlerinin olması enflasyonla mücadelede kredibilitelerini azalttığı için ulusal paradaki bir değer kaybı hem gerçekleşen hem de beklenen enflasyonda dramatik yükselişlere neden olur. Bu durum karşısında keskin bir şekilde artan faiz oranları yatırımın maliyetini artırır.

Üçüncü olarak sabit döviz kuru kredi patlamalarına, uygun olmayan kredilere ve banka bilançolarına zarar verebilecek şekilde döviz girişlerini özendirir. Sermaye girişleri verimli yatırımlara kanalize edilmek suretiyle ekonomik büyümeyi sağlayabileceği gibi denetim mekanizmasının zayıf olduğu gelişmekte olan ülkelere bankaların daha riskli davranmalarına da neden olabilir.

1.4.3 Parasal Hedefleme

1960'ların başında çoğu merkez bankalarının uyguladığı temel strateji nominal faiz oranları ve serbest rezervler gibi değişkenlere bağlı olan para piyasası koşullarının geçerli olduğu uygulamalara dayanmaktaydı. Bununla birlikte Phillips eğrisinin sunmuş olduğu uzun dönemdeki enflasyon ile işsizlik arasındaki değiş-tokuş ilişkisinden yararlanmak isteyen Keynesyen ekonomistler, tam istihdamı gerçekleştirmek için aktivist para ve maliye politikalarını yoğun bir şekilde kullandılar. Daha öncede belirtildiği gibi uygulanan aktivist politikalar beklenenin aksine yüksek enflasyon ve yüksek işsizliğin bir arada yaşandığı stagflasyon problemine çözüm olamamıştır.

Aktivist politikalara karşı ilk tepki Monetarist ekolün öncüsü olan Milton Friedman'dan geldi. Friedman'a göre ekonomik dalgalanmalar ve enflasyon Keynesyenlerin kullandığı nominal faiz oranları yerine, ancak para arzı büyüme

¹⁶² Mishkin, The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging-Market Countries?,...p452-454

oranlarındaki değişmelerle açıklanabilir. Karl Brunner ve Alan Meltzer para politikasına yön veren ‘para piyasası koşulları’ yaklaşımına önemli eleştiriler yönelterek parasal büyüklüklerin hedeflenmesiyle daha iyi sonuçların üretilebileceğini ileri sürdüler. Monetaristlere göre uzun dönemde Phillips eğri diktir ve işsizliği doğal seviyesinin altına indirme girişimleri sadece enflasyonu yükseltir. Bu anlamda para politikası sadece enflasyonu kontrol altına almaya yönelik olarak kullanılmalıdır. Enflasyonu kontrol edebilmek için en etkin strateji ise para arzında sabit bir büyüme kuralının takip edilmesidir.¹⁶³

1970’lerin başlarında Phillips eğrisinin hesaplanan parametrelerinin uzun dönemde eğrinin dik olduğunu tam anlamıyla ortaya koyamaması, beklentilerin ekonomi üzerindeki etkisinin ekonomistler ve politika yapıcılar tarafından tam olarak anlaşılmasından dolayı Monetaristlerin ilk karşı atakları pek başarılı olamamıştır. Dolayısıyla merkez bankaları enflasyonu ve para arzı büyüme oranını kontrol etmeyi öncelikli bir amaç olarak görmemişlerdir. Robert Lucas’ın çalışmaları ile (1972, 1973 ve 1976) popüler hale gelen ‘rasyonel bekleyişler teorisi’ (theory of rational expectations) uzun dönemde işsizlik ile enflasyon arasında bir değiş tokuş ilişkisinin olmadığını nedenleri ile birlikte açık bir şekilde ortaya koydu. Buna göre işsizlik seviyesini doğal işsizlik seviyesinin altına düşürmeye yönelik girişimlerin üretim ve istihdam üzerinde herhangi bir etkisi olmazken sadece enflasyonun daha da yükselmesine neden olmaktadır. Esnek ücret ve fiyatların geçerli olduğu bir ortamda rasyonel bekleyişlerin bir başka yorumu olan politika etkisizliği önermesi (policy ineffectiveness proposition) Milton Friedman tarafından önerilen ‘sabit para büyüme oranı’ kuralının gerekliliğine vurgu yapmaktaydı. Rasyonel bekleyişler devrimi aynı zamanda enflasyon oranı ve para arzı gibi nominal çapaların gerekliliğine de açıklık getirmiştir.¹⁶⁴

¹⁶³ Frederic S. Mishkin, Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of an Old Idea?, February 2006, pp.2-3, <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/papers/05snb.pdf>, (erişim: 10.03.2014)

¹⁶⁴ Frederic S. Mishkin, Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here?, **NBER Working Paper** 12515, September 2006, pp. 3-5

Para politikasındaki bu teorik gelişmelerin yanında 1960'ların sonlarına doğru yaşanan ekonomik ve siyasal gelişmeler de para politikası ile ilgili yeni yaklaşımların benimsenmesinde oldukça etkili olmuştur. Bretton Woods sistemi altında Avrupa ülkelerinin dış açıklarını daha fazla sürdürememeleri ve ABD'nin artan savaş harcamaları (Vietnam savaşı) 1971- 1972 yıllarında büyük parasal genişlemelerin yaşanmasına neden olmuştur. Bunun sonucunda enflasyon oranları artarken diğer taraftan da sabit döviz kuru ile ilgili uygulamalar da terk edilerek döviz kurları dalgalanmaya bırakılmaya başlandı.

Tüm bu gelişmeler politika amaçlarının ve stratejilerinin büyük bir revizyona tabi tutulmasını desteklemiş ve sonuçta politika paradigmasında gerçek bir değişime neden olmuştur. Başta akademik çevrede, sonrasında ise politik çevrede yaşanan bu paradigma değişimi para politikası açısından iki önemli stratejik yaklaşımın doğmasına neden olmuştur. Benimsenen yeni kurullarla bir taraftan para politikasının alanı ve amaçlarına sınırlamalar getirilirken diğer taraftan merkez bankalarına daha fazla otonomi ve bağımsızlık verilmiştir. Bu yaklaşımın temel amacı, politikacıların merkez bankası üzerindeki baskılarını engelleyerek kısa dönem politikalara odaklanmaktan kaçınmasına yardımcı olmak ve uzun dönemde gerçekleştirebileceği amaçlara yönelik taahhütlerini güçlendirmektir.¹⁶⁵

Bu şartlar altında parasal hedefleme stratejisi 1974'te Almanya, 1975'te ABD, Kanada ve İtalya'da, 1976 ise İngiltere, Fransa ve Avustralya'da kabul edildi. Parasal otoritelerin yüksek ve değişken enflasyon oranları altında reel faiz oranlarını manipüle etmenin zorluklarını fark etmeleri ve bununla birlikte önceden ilan edilmiş hedeflerin ekonomik istikrara ve böylece büyümeye katkı yapacağına dair bir inancın artmış olması, parasal hedeflemeye geçişi kolaylaştırmıştır. Bu bağlamda parasal hedeflemenin

¹⁶⁵ Pedro Schwartz vd., **Comparison of Monetary Policy Strategies of Major Central Banks**, European Parliament, Policy Department Economic and Scientific Policy, Study 2008 p.13

kabul edilmesi Bretton Woods sistemine gecikmiş bir cevap ve sabit döviz kuruna karşı alternatif bir nominal çapa olarak görülmesi gerekir.¹⁶⁶

Schmid(1999), parasal hedefleme stratejisinin benimsenmesini üç temel nedene bağlamaktadır:¹⁶⁷

- Merkez bankalarının takip ettikleri orijinal stratejilerinde karşılaştıkları zorluklar.
- Sabit döviz kuru oranına dayanan Bretton Woods sisteminin çökmesi
- Monetarist yaklaşımın ileri sürdüğü varsayımların geniş ölçüde kabul görmesi

Bugün çoğu merkez bankası para talebindeki istikrarsızlığın ekonomik aktiviteler ve enflasyon konusunda parasal büyüklüklerin bilgilendirici yönünü azalttığı için parasal hedeflemeye fazla itibar etmemektedir. Dolayısıyla politika yapıcılar faiz oranları kararlarının verilmesinde parasal davranışların etkisinden daha az söz etmektedirler. Tek istisna olarak Avrupa Merkez Bankası (ECB) para politikası yapım sürecinde parasal büyüklüklerin önemli rol oynadığını ileri sürmekte ve kendisini parasal hedefleme rejimine daha yakın bulmaktadır.

1.4.3.1 Parasal Hedeflemenin Tanımlanması

Parasal hedefleme, enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla, belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin artış oranının hedef olarak belirlenmesidir. Parasal hedefleme stratejisinin tercih edilmesi, para arzı değişkeninin yetkili para otoritelerince kısa süre içerisinde yönlendirilebileceği gerekçesine dayanmaktadır.¹⁶⁸

¹⁶⁶David Cobham, From Bretton Woods To Inflation Targeting: Financial Change and Monetary Policy Evolution in Europe, **Heriot-Watt University Economics Discussion Papers** Working Paper No. 2012-03 November 2012, p.6

¹⁶⁷ Schmid, p.1

¹⁶⁸ Seyfettin Erdoğan, Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (9) 2005 / 1, s.39

Parasal hedefleme uygulamasında, para arzının kontrol edilmesi ile enflasyonun kontrol edilebileceği argümanına dayanarak, merkez bankası her yıl parasal büyüme için bir hedef belirler. Parasal bir büyüklüğü çapa olarak kullanan merkez bankası özellikle açık piyasa işlemleri enstrümanını kullanarak para arzını kontrol etmeye çalışır. Para arzını kontrol eden merkez bankası bir anlamda toplam talebi ve böylece fiyat ve hasıla düzeylerini etkilemeye yönelir. Dolayısıyla parasal hedefleme uygulamasında para arzı ile fiyat ve hasıla düzeyleri arasında toplam talep üzerinden bir ilişki olduğu kabul edilir.

M. Friedman'ın 1956'da miktar denkleminin bir parçası olarak para talebi fonksiyonunu yeniden tanımlaması, parasal hedeflemenin teorik temellerini teşkil etmektedir. Friedman'ın yeniden hesapladığı miktar denklemine göre, ekonomik ajanlar toplam servetlerini; para, finansal varlıklar, reel varlıklar ve beşeri sermaye gibi alternatif varlıklar arasında dağıtırlar. Bununla birlikte Friedman, talep edilen paranın gelire oranının istikrarlılığına özellikle vurgu yapmaktadır. Para arzındaki bir artış ekonomik ajanların nakit tutma oranlarını talep edilen seviyenin üstüne çıkarır. Talep fazlası paradan kurtulmak isteyen ekonomik ajanlar likiditelerini istenen orana düşürünceye kadar reel ve finansal varlıklar yanında tüketim mallarına ve hizmetlere yönelik taleplerini arttıırırlar. Ortaya çıkan sonuç, para arzı ile fiyatlar arasındaki ilişkiyi açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Bu yüzden orta ve uzun vadede fiyat istikrarını yakalamanın en etkin yolu parasal büyümenin kontrol edilmesi olarak görülmektedir. Bunu gerçekleştirebilmek için, öncelikle merkez bankasının seçtiği parasal büyüklüğün enflasyon ile ilişkisinin güçlü olması gerekir. İkincisi ise, merkez bankası, parasal büyüklük oranını sabitlemelidir.¹⁶⁹

Para politikası uygulamalarında merkez bankası; faiz oranlarını, döviz kuru oranlarını ve parasal büyüklükleri ara hedef olarak kullanmaktadır. Bir ara hedef olarak faiz oranları bazı yönleri ile eleştirilere maruz kalmıştır. Kısa dönem faiz oranları merkez bankası tarafından kolayca yönetilebilmesine rağmen nihai hedef ile ilişkisinin zayıf olduğu kabul edilmektedir. Bu bağlamda uzun dönem faiz oranları daha iyi bir

¹⁶⁹ Schwartz vd. p.14

tercih olsa da, özellikle sermaye piyasasının küreselleştiği bir ortamda uzun dönem faiz oranlarının etkin bir şekilde yönetilmesi oldukça zordur. Para politikası aktarım mekanizmasında önemli bir rolü olan reel faiz oranlarının ölçülmesindeki zorluklar ve nihai hedef ile arasında istikrarlı bir ilişkinin olmaması faiz oranlarının çapa olarak kullanılmamasının temel gerekçelerini oluşturmaktadır.¹⁷⁰

Parasal hedefleme stratejisi şu önemli unsurları içermektedir:¹⁷¹

- Para politikasının yönetiminde parasal büyüklüklerin aktardığı bilginin esas alınması;
- Parasal büyüklere ilişkin hedeflerin önceden ilan edilmesi;
- Parasal hedeflerden büyük ölçüde ve sistematik sapmaları engellemek için hesap verme mekanizmalarının işletilmesi
- Para politikasının maliye politikası tarafından kısıtlanmaması
- Esnek döviz kuru rejiminin uygulanması

1.4.3.2 Parasal Hedeflemenin Avantajları ve Dezavantajları

Merkez bankalarının parasal hedefleme stratejisine başvurmalarını Bernanke ve Mishkin (1992) iki temel nedene dayandırmaktadırlar. Birincisi, yüksek enflasyon oranları politika yapıcılarının para politikası ile ilgili değerlendirmelerinde inandırıcılıklarını azalttığı için, parasal hedefleme bu anlamda uygun politikaların belirlenmesinde bir yol gösterici olarak görülmektedir. İkincisi ve daha önemlisi, parasal hedefleme parasal otoritelerin enflasyonla mücadelede ne kadar istekli olduklarını gösteren bir sinyal olarak kullanılabilir. Parasal hedeflemenin anti-enflasyonist davranışları gösteren sinyaller üretmesi, merkez bankalarına bir taraftan kamunun beklentilerini yönetebile, diğer taraftan daha fazla genişlemeci politikalar telkin eden politik baskılara karşı kendi politikalarını savunabilme olanağı verir. Öte yandan parasal hedeflemenin katı kurallar yerine, kurallar ve ihtiyari uygulamaları içeren karma (hybrid) bir strateji olması önemli bir avantaj olarak değerlendirilmektedir. Bu tip bir

¹⁷⁰ Schmid, pp.4-5

uygulamada merkez bankası orta ve uzun vadeli politikaları için kuralları uygularken, kısa vadede ekonomideki gelişmelere karşılık verebilmek amacıyla esnekliğini koruyarak ihtiyari politikalar uygular.¹⁷²

Döviz kuru hedeflemesi ile karşılaştırıldığında parasal hedeflemenin en önemli avantajı, parasal otoriteye diğer ülkelerden bağımsız bir enflasyon hedefi seçme olanağı sağlamasıdır. Parasal hedefleme stratejisi aynı zamanda, üretim düzeyinde ortaya çıkan dalgalanmaları ve olası dışsal şokları gözetleyerek, bağımsız bir para politikasının uygulanmasına imkan verir. Ayrıca parasal hedefleme, tıpkı döviz kuru hedeflemesinde olduğu gibi, hedeflenen parasal büyüklük oranının sağlamış olduğu bir nominal çapa kamuoyu tarafından kolaylıkla takip edilip anlaşılabilir. Bu stratejiyi uygulayan ülkelerde parasal otoriteler tarafından iki üç haftalık dönemler itibariyle açıklanan parasal büyüklükleri takip eden iktisadi birimler, enflasyonun nasıl bir seyir izleyeceğini tahmin edebilirler. Çünkü, parasal büyüklüklerin fiili ve hedeflenen düzeyinin karşılaştırılması, para politikasının yönelimine ve parasal otoritenin niyetine ilişkin ciddi ipuçları sunar. Bu sinyaller enflasyon beklentilerinin sabitlenmesine ve böylece daha düşük bir enflasyonun gerçekleşmesine yardımcı olurlar.¹⁷³

Parasal hedeflemenin kabul edilmesiyle öncelikli konuma gelen fiyat istikrarı amacı düşük enflasyonun sürdürülmesi konusunda merkez bankalarını kamuoyuna karşı daha çok hesap verebilir olmasını sağlar. Bürokratik davranış teorilerine göre merkez bankası gibi bürokratik kurumlar hesap verebilirlikten kaçınmak isterler. Ama parasal hedefleme stratejisini uygulayan bir merkez bankası fiyat istikrarı amacına politikacılardan daha fazla değer vermekte ve bu yüzden fiyat istikrarını sağlamak için kendisini daha çok hesap verebilir konuma sokar. Böylece zaman tutarsızlığı probleminin elimine edildiği bu stratejinin 1980’lerde dezenflasyon süreçlerini yaşayan tüm ülkelerde etkisinin hissedildiği görülebilmektedir.¹⁷⁴

¹⁷¹ Mishkin, *Monetary Policy Strategies for Latin America*,...p.21

¹⁷² Bernanke and Mishkin, **Central Bank Behavior and the Strategy of...**, p.187

¹⁷³ Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**,...p.500

¹⁷⁴ Bernanke and Mishkin, **Central Bank Behavior and the Strategy of ...** p.212

Parasal hedefleme stratejisinde para ile ilgili verilerin diğer verilere göre daha kısa bir sürede elde edilmesi, enflasyondan önce nominal para arzının doğrudan kontrol edilebilmesine imkan verir. Para arzı üzerindeki sıkı bir kontrol aynı zamanda borç monetizasyonu ile bağdaşmadığı için maliye politikasını disipline edici bir etkisinin olduğuna inanılmaktadır.¹⁷⁵

Parasal hedefleme stratejisinin belirtilen avantajları iki önemli koşula bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.¹⁷⁶ Birinci ve görece olarak daha önemli olan koşul, amaç değişken (enflasyon veya nominal gelir) ile hedeflenen parasal büyüklük arasında güçlü ve güvenilir bir ilişkinin var olması zorunluluğudur. Eğer dolanım hızı istikrarsız ise, hedeflenen parasal büyüklük ile amaç değişkenler arasındaki ilişki zayıflayacağından parasal hedefleme stratejisi çalışmayacaktır. Amaç değişkenler ile parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin zayıf olması durumunda hedef tutturulsa bile istenen sonuçlar ortaya çıkmaz ve dolayısıyla üretim, enflasyon ve faiz oranlarında dalgalanmalar meydana gelecektir. Bu durumda hedeflenen parasal büyüklük para politikasının duruşu hakkında yeterli sinyal vermeyecek, enflasyon bekleyişlerinin düşürülmesi ve merkez bankasının uygulamalarına ilişkin hesap verebilirliği için iyi bir nominal çapa niteliği taşımayacaktır.

İkinci koşul ise hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından kontrol edilebilmesi ile ilgilidir. Merkez bankasının parasal büyüklükler üzerindeki kontrolü yeterli değilse, parasal büyüklük politika yapıcıların niyetleri hakkında açık sinyaller sağlayamayacak ve bu durumda politika yapıcıları sorumlu tutmak güçleşecektir. Dar tanımlı parasal büyüklükler merkez bankası tarafından daha kolay kontrol edilmesine rağmen, aynı şey geniş tanımlı (M2, M3 gibi) parasal büyüklükler için geçerli değildir.

Gelecek enflasyon oranları sadece parasal büyüme oranıyla öngörülebilir olsaydı, parasal hedefleme enflasyon hedefinin başarılmasında optimal bir yol olabilirdi. Daha

¹⁷⁵ Nicoletta Batini, Kenneth Kuttner and Douglas Laxton, Does Inflation Targeting Work in Emerging Market?, Chapter 4, **World Economic Outlook**, İMF, September 2005, p.164

açıkçası, parasal büyümenin ideal bir ara hedef olarak kullanılabilmesi için para politikası araçlarının sadece para üzerinde yaptığı etkinin sonucuna bağlı olarak gelecek fiyat seviyesini etkilemesi gerekir. Ne var ki, para politikası aktarım mekanizması ile ilgili geleneksel baskın görüş parasal büyüklüklerin önemli bir role sahip olmadığı şeklindedir. Bu nedenle parasal hedeflemenin genellikle ideal bir ara hedef olarak görülmediği vurgulanmaktadır.¹⁷⁷

1.4.3.3 Parasal Hedefleme Deneyimleri

1970'lerde Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla birlikte Almanya, İsviçre, Kanada, İngiltere ve Amerika gibi bazı gelişmiş ülkeler para politikasının yürütülmesinde parasal hedefleme stratejisini kabul ettiler. Pratikte parasal hedefleme Milton Friedman'ın önermiş olduğu 'sabit parasal büyüme oranı' kuralından tamamen farklı bir şekilde uygulandı. Bu bağlamda söz konusu ülke merkez bankaları parasal büyüme konusunda hiçbir zaman katı kurallara bağlı kalmadan parasal hedefleme stratejisini esnek bir uygulama şeklinde yürütmüşlerdir.

Almanya ve İsviçre'nin parasal hedefleme deneyimleri görece daha başarılı olduğu için her iki ülke grupları ayrı başlıklar altında incelenecektir.

1.4.3.3.1 Amerika, Kanada ve İngiltere'nin Parasal Hedefleme Deneyimleri

Amerika 1975'te parasal büyümeye yönelik hedeflerini açık bir şekilde ilan etmiştir. Pratikte Fed parasal büyüme hedeflerinin gerçekleşmesinden çok işsizlik seviyesinin düşmesi ve faiz oranlarının istikrarına öncelik vermiştir. Nitekim 1975'te M1 yükselme trendine girerken, bir taraftan işsizlik oranlarında istikrarlı bir şekilde azalma yaşanmış diğer taraftan enflasyon oranlarında keskin bir yükseliş gerçekleşmiştir. 1979 yılında parasal büyüklüklere yönelik taahhütlerini arttıran Fed'in bu girişimi beklentilerin tersine sonuçlanmış, M1 büyümesinde dalgalanmalar artmış ve 1979-82 periyodunda parasal hedeflemede sapmalar olmuştur. Parasal büyüklükler ile

¹⁷⁶ Mishkin, International Experiences With Different Monetary Policy Regimes..pp.12-13

GSMH ve enflasyon arasındaki ilişkinin giderek zayıflaması sonucu parasal hedeflemeye olan güven iyice azalınca Fed 1987’de M1 büyüklüğünü belirlemekten vazgeçmiştir. Son olarak 1993 yılında parasal hedeflemenin para politikasının yürütülmesinde uygun bir strateji olmadığı kabul edilerek, M2 dahil, hiçbir parasal hedefin kullanılmayacağı açık bir şekilde ilan edilmiştir.¹⁷⁸

Kanada, yüksek enflasyon problemine çözüm getirmek amacıyla 1975 yılında ‘parasal aşamalık’ (monetary gradualism) programı altında parasal hedefleme stratejisini uygulamaya başladı. M1 büyümesi genel olarak hedefe yakın gerçekleşmesine rağmen enflasyondaki yükselmeler devam etmiştir. Parasal hedefleme uygulamasının başlamasından üç yıl sonra 1978’de bu uygulamadan uzaklaşmaya başlandı. Bunun altındaki baskın faktörlerden biri döviz kuru ile ilgili endişelerdir. 1980’lerde Amerikan dolarının Kanada doları karşısında hızlı bir şekilde değer kazanması ithalat fiyatlarını arttırarak enflasyonist şoklara neden olmuştur. Kanada merkez bankası (The Bank of Canada) buna karşılık olarak gereğinden fazla daraltıcı bir para politikası izlememiştir. Dolayısıyla parasal hedeflemenin döviz kuru amaçları ile çatışma halinde olması ve M1 büyüklüğünün belirsizlikler arz etmesi, Kanada hükümetinin 1982 yılında parasal hedefleme stratejisini terk etmesine neden olmuştur.¹⁷⁹

İngiltere, yüksek enflasyon ile ilgili endişelerin artması üzerine 1973 yılında örtük olarak uyguladığı parasal hedefleme stratejisini 1976 yılında resmen kabul etti. Amerika ve Kanada’da olduğu gibi İngiltere’de de M3 hedefleri ile ilgili aynı sorunlar yaşanmış ve bu bağlamda parasal büyüklükler, uygulanan para politikasının sıkı veya gevşek olup olmadığının anlaşılmasında güvenilir bir gösterge olamamıştır. 1983 yılından sonra yaşanan finansal yeniliklerin M3 ile nominal gelir arasındaki ilişkiye büyük zararlar verdiğinin anlaşılmasıyla birlikte önce daha dar tanımlı bir büyüklük olan M0 (parasal taban) hedeflemesine daha çok ağırlık verilmiş, 1987 yılında ise M3

¹⁷⁷ Lars E.O., Svensson, Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule, **IIES Seminar Paper**, No.646, August 1998, pp.22-23

¹⁷⁸ Frederic S.,Mishkin, From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries, **World Bank Economics Working Paper**, No.2684, 2001, p.4

¹⁷⁹ Bernanke and Mishkin, **Central Bank Behavior and the Strategy of ...** pp.198-199

hedeflemesinden tamamen vazgeçilmiştir. M0 hedeflemesi İngiltere'nin ERM'ye katıldığı 1990 yılına kadar devam etmiştir.¹⁸⁰

ABD, Kanada ve İngiltere'de parasal hedefleme uygulanması enflasyonu kontrol etmede başarılı olamamıştır. Bu başarısızlığı Mishkin (2006) iki nedene bağlamaktadır. Birincisi, bu ülkelerde parasal hedefleme ciddi bir şekilde uygulanmadığından dolayı hiçbir zaman başarılı olması için şans verilmemiştir. Bu anlamda, uygulama sürecinde birden fazla parasal büyüklük hedeflenmiş, hedefler düzenli bir program dahilinde ilan edilmemiş, hedeflenen parasal büyüklükteki artışları azaltmak için ciddi politika tedbirleri alınmamış, ilan edilen hedefler sıklıkla aşılmış ve parasal hedeflerdeki söz konusu sapmaların nedenleri genellikle açıklanmamıştır. İkinci olarak, parasal büyüklükler ile enflasyon veya nominal gelir gibi amaç değişkenler arasındaki ilişkinin giderek daha da istikrarsızlaşmasıdır. Dolayısıyla stratejinin ısrarla devam ettirilmesi daha büyük bir hata olurdu. Bu bağlamda Kanada merkez bankası (Bank of Canada) başkanı Gerald Bouey gelinen noktayı şöyle ifade etmektedir: 'Biz parasal büyüklükleri terk etmedik, onlar bizi terk etti.'¹⁸¹

1.4.3.3.2 Almanya ve İsviçre'nin Parasal Hedefleme Deneyimleri

1975'te Bundesbank fiyat istikrarını devam ettirmek amacıyla parasal hedeflemeyi bir para politikası stratejisi olarak kabul etmiştir. 1979'dan 1999'a kadar Bundesbank'ın stratejisi enflasyon hedefine uygun olarak parasal büyüme için bir koridorun ilan edilmesine doğru evrilmiştir. Bundesbank, para politikasının temel bir faktörü olarak parasal büyüme için bir ara bant hedefi seçmiştir. Böylece merkez bankası ara ve nihai hedeflerini ilan etmekle kalmayıp, aynı zamanda kamuoyuna bu stratejinin gerekçelerini açıklayan düzenli iletişim kanallarını da sunmuştur. Hedeflerin düzenli bir şekilde ilan edilmesi ile merkez bankası öncelikle likidite hedeflerinin hesaplanmasında rol oynayan en önemli değişkenleri ortaya koyabilmiştir. İkinci olarak

¹⁸⁰ Mishkin, From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries,.. pp. 3-4

¹⁸¹ Mishkin, Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here?..p.7

merkez bankası ara hedefler ile nihai hedefler arasındaki ilişkiyi açıklayabilmiş ve böylece enflasyon hedefine ulaşmak için taahhütlerini genişletmiştir.¹⁸²

Parasal hedefleme stratejisini yürüten ülkelerden biri de İsviçre'dir. 1973 yılının başlarında dalgalı kur rejimine geçtikten bir süre sonra İsviçre Merkez Bankası Swiss National Bank (SNB) parasal hedeflemeye dayalı yeni bir politika stratejisini kabul etmiştir. İsviçre'nin 'monetarist' bir stratejiye geçişinde 1960'ların sonlarına doğru enflasyon oranlarında küresel olarak gerçekleşen artışın rolü oldukça önemlidir. 1999'da SNB parasal hedefleme stratejisini terk ederek enflasyon tahminlerine dayalı yeni bir yaklaşımı kabul etmiştir.¹⁸³

Almanya ve İsviçre'nin parasal hedefleme stratejisinin genel anlamda başarılı olması para politikasının neden enflasyon hedeflemesine doğru evrildiğini anlamamıza yardımcı olmaktadır. Bundesbank'ın 1974'te parasal hedeflemeyi kabul etmesinin temelinde karşılaştığı karar alma süreçleri ve stratejik problemler vardır. Bretton Woods rejimi altında para politikası üzerindeki kontrolünü kaybeden Bundesbank için parasal bir büyüklüğün hedeflenmesi, para politikasının yürütülmesinde kontrolü tekrar ele geçirmenin bir yolu olarak değerlendirilmiştir. Parasal bir hedeflemenin kabul edilmesi politik baskılara karşı koymanın bir yolu ve Bundesbank'ın parasal genişlemeyi kontrol altına alacağına bir işaretiydi. Bu anlamda Bundesbank, fiyat istikrarı yanında tam istihdam ve yüksek üretim büyümesinin de amaçlanmasının aktivist politikalara ve böylece enflasyonist para politikasına neden olacağı endişesiyle parasal hedeflemeyi kabul etmiştir. Parasal hedeflemenin Bundesbank için diğer bir avantajı ise bankanın uzun dönemde enflasyonun kontrolünden sorumlu olurken özellikle parasal kaynaklı olmayan geçici enflasyon artışlarına karşı herhangi bir önlem alma zorunluluğunun bulunmamasıdır.¹⁸⁴

¹⁸² Schwartz vd. p.15

¹⁸³ George Rich, Swiss Monetary Targeting: 1974-1996 The Role of Internal Policy Analysis, **ECB Working Paper**, No.236, June 2003,pp.7-9

¹⁸⁴ Mishkin, Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here?..p.8

Bundesbank'ın başarısında etkili olan diğer temel faktörler ise, fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi için uzun dönemde 'monetarist' bir çerçeve içinde kalması ve bunun yanında yıllar boyunca kazanmış olduğu kredibiliteden dolayı hedeften sapmalarla ilgili yapılan açıklamalara kamuoyunun güven duymuş olmasıdır. Almanya'nın uyguladığı parasal hedefleme rejiminin düşük enflasyon hedefini gerçekleştirilmesindeki bu başarısından dolayı birçok ülke ERM sistemi çerçevesinde Almanya'yı çapa ülke olarak kabul etmiştir.

Almanya ve İsviçre'de uygulanan parasal hedefleme stratejisinin önemli bir özelliği, her iki ülkede de kamuoyu ile iletişimde güçlü bir taahhüt sunmasıdır. Parasal büyüme hedefleri para politikası stratejisinin açıklanmasında temel bir çerçeve olarak kullanılırken hem Bundesbank hem de Swiss National Bank(SNB) temel politikalarını ve neleri gerçekleştirmeye çalıştığını büyük çabalar sarf ederek kamuoyunu bilgilendirmeye önem vermişlerdir. Her iki bankada da çoğu zaman yaşanan hedef sapmalarına rağmen, uygulamış oldukları parasal hedefleme rejimi, enflasyon amaçlarını gerçekleştirmek için para politikasının şeffaf bir iletişim süreci içerisinde nasıl yönlendirildiğini gösteren ve merkez bankalarının hesap verebilirliğini arttıran iyi bir mekanizma olarak görülmektedir.¹⁸⁵

Amerika, İngiltere, Kanada, Almanya ve İsviçre'deki parasal hedefleme deneyimlerinden hareketle şu genel sonuçlara varmak mümkündür:

- Merkez bankaları parasal büyüme konusunda hiçbir zaman ve hiçbir yerde katı ve değiştirilemez kurallara bağlı kalmamış, kısa dönemde 'esnek' ve 'pragmatik' davranışlar sergiledikleri gözlenmiştir.¹⁸⁶
- Başarının temel faktörlerinden biri de uzun dönem fiyat istikrarı amacının takip edilmesi konusunda ciddi olması ve kamuoyu desteğinin sağlanmasıdır.

¹⁸⁵ Mishkin, International Experiences With Different Monetary Policy Regimes,.. p.15

¹⁸⁶ Bernanke and Mishkin, Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries,... p.212

Bu yüzden hedefleme sürecinde açıklık, şeffaflık ve uyumluluk büyük önem arz etmektedir.¹⁸⁷

➤ Parasal büyüklükler ile amaç değişkenler (enflasyon ve nominal gelir) arasındaki ilişkinin istikrarlı olmayışı parasal hedeflemenin sorunlu bir strateji olmasına neden olmaktadır.¹⁸⁸

➤ Merkez bankası uzun dönemde hedeflerden sapmaları tersine çevireceğini taahhüt etmesi durumunda, parasal hedefleme stratejisinin başarıya ulaşması için kısa dönemde parasal büyüklük hedeflerine bağlılık gerekli olmayabilir. Kısacası kurallar kısa dönemde değil, uzun dönemde yol gösterici olurlar.¹⁸⁹

Enflasyon odaklı bir para politikasının yürütüldüğü Almanya ve İsviçre’de parasal hedefleme uygulaması; taşıdığı ‘esneklik, şeffaflık ve hesap verebilirlik’ kriterlerinden dolayı ‘hibrid’(hybrid) enflasyon hedeflemesi olarak değerlendirilmektedir. Bu ülkelerde uygulanan strateji, temelde ara hedef olarak parasal büyümeye daha çok öncelik verildiği için ‘saf’ enflasyon hedeflemesi (pure inflation targeters) ile farklılaşmaktadır. Aslında ekonomistlerin birçoğu (Bernanke ve Mishkin dahil) parasal hedefleme ile enflasyon hedeflemesi arasındaki farklılıkların abartıldığını ve her iki ülkede de (Almanya, İsviçre) para politikasının orta ve uzun vadede temel olarak enflasyon hedefleri doğrultusunda yürütüldüğünü ileri sürmektedir. Dolayısıyla Almanya ve İsviçre’nin para politikalarına yol gösteren temel felsefe enflasyon hedeflemesi ile örtüşmektedir. Temel pratik fark, Almanya ve İsviçre’de paranın dolaşım hızının daha istikrarlı olduğuna dair bir inancın olması ve böylece parasal hedeflemenin enflasyon amaçlarını gerçekleştirmede daha uygun bir strateji olarak görülmesidir.¹⁹⁰ Bu yüzden bu ülkelerin uyguladığı para politikası pratikte Friedman tipi

¹⁸⁷ Bernanke and Mishkin, Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries,... pp.213-214

¹⁸⁸ Cobham, p.8, Mishkin "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries' pp.9-10

¹⁸⁹ Bernanke and Mishkin, Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries, p.215, (İsviçre, parasal büyüme oranlarında kısa dönemde dalgalanmalar olmasına rağmen uzun uzun döneme yönelik ciddi taahhütlerinden dolayı parasal hedefleme stratejisini başarılı bir şekilde uygulamıştır.)

¹⁹⁰ Ben S. Bernanke, and Frederic S. Mishkin, Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, **Journal of Economic Perspectives** 11, no. 2 (spring), 1997, p.103

bir parasal hedeflemeden ziyade enflasyon hedeflemesine daha yakın olan hibrid enflasyon hedeflemesi olarak görülmektedir. Bu yakınlık enflasyon hedeflemesine geçişin İsviçre için neden doğal bir durum olacağını ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) 'nin para politikasının temel sütunu olarak enflasyon hedefini neden %0 ile %2 arasında belirlediğini de açıklamaktadır.¹⁹¹

1.4.4 Avrupa Merkez Bankası'nın Hedefleme Stratejisi

1 Ocak 1998'de kurulan Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank - ECB), Avrupa Birliği üyesi ülkelerin ulusal merkez bankaları ile birlikte Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'ni (European System of Central Banks - ESCB) oluşturmaktadır. 1 Ocak 1999'da Avrupa Parasal Birliği'nin (European Monetary Union - EMU) üçüncü aşamasına geçilmesiyle birlikte EMU'ya üye ülkelerin merkez bankaları para politikası ile ilgili tüm yetkilerini ECB'ye devretmiş böylelikle ECB, Avrupa Birliği içerisinde para politikasının hazırlanması ve yürütülmesinden sorumlu tek yetkili organ haline gelmiştir. ECB'nin kurulması ve özellikle euronun kabul edilmesi Avrupa ülkeleri arasında ekonomik ve parasal entegrasyonun gerçekleştirilmesine yönelik çok önemli bir adımdır.

ECB'nin para politikası stratejisi iki temel unsurdan oluşmaktadır. Stratejinin birinci unsuru fiyat istikrarının niceliksel bir tanımlanmasının yapılması, ikincisi ise fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik 'iki sütunlu' analiz yaklaşımıdır. Bu yaklaşım ileriye (forward-looking) ve önceden önlem almaya yönelik (pre-emptive) para politikası kararlarının alınmasında gerekli olan bilgi ve analizlerin değerlendirmesi için bir çerçeve sunar. Bu bağlamda ECB'nin takip etmiş olduğu strateji, para politikası kararlarının kamuoyuna açık ve şeffaf bir şekilde açıklanabilme imkanı vermektedir.¹⁹²

ECB'nin öncelikli amacı fiyat istikrarının devam ettirilmesidir. Fiyat istikrarının birincil amaç (primary objective) olduğunu açık bir şekilde ortaya koymak amacıyla

¹⁹¹ Mishkin, From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries, p.11

¹⁹² ECB, *The Monetary Policy of the ECB*, 2011, p.64

ECB 1998 yılında niceliksel (quantitative) bir tanımlama yapmıştır. Buna göre fiyat istikrarı euro alanı için Harmonize Edilmiş Tüketici Fiyatları Endeksinde (Harmonised Index of Consumer Prices-HICP) yıllık %2'nin altındaki artış olarak tanımlanmaktadır. ECB'nin hedef tanımlamasında bir taban değerinin (alt sınır) olmayışı bazı akademisyenler tarafından bir belirsizlik kaynağı olarak görülmüştür. ECB'nin fiyat istikrarı tanımlaması sadece bir nokta hedef veya aralık hedef olmadığı için değil, aynı zamanda eksik bir politika hedefi tanımlaması olarak görüldüğü için de eleştirilmiştir. Daha sonra para politikasındaki gelişmelerin de etkisiyle bu eleştirileri dikkate alan ECB 2003 yılında başlangıçtaki para politikası amacı olan fiyat istikrarı amacını teyit etmekle beraber tanımlamaya bir açıklık getirmiştir. Buna göre fiyat istikrarı HICP'de orta vadede %2'nin altında ama %2'ye yakın bir artış' şeklinde tanımlanmıştır.¹⁹³

Fiyat istikrarı yanında ECB'nin ikincil derecede önemli (secondary objective) diğer bir amacı fiyat istikrarı amacına zarar vermeden euro alanı içinde yüksek istihdam ve sürdürülebilir bir büyümeye yönelik makro ekonomik politikaları desteklemektir. Bu durum para politikasının önceliklerini açıkça ortaya koyan kurumsal bir taahhüt olarak görülmelidir. Bu kurumsal taahhüt fiyat istikrarı ile uyumlu olmayan para politikası önlemlerini dışlamaktadır.. Dolayısıyla tanımlanan fiyat istikrarı para politikası yapıcıları üzerinde güçlü bir yasal sınırlama oluşturarak kurumun öncelikli amacının belirlenmesinde ihtiyari karar alma alanını daraltmaktadır.¹⁹⁴

ECB'nin fiyat istikrarını niceliksel bir tanımlama yaparak açık bir şekilde ilan etmesi üç önemli gerekçeye dayandırılmaktadır. Öncelikle fiyat istikrarının açık bir şekilde tanımlanması para politikası çerçevesinin daha kolay anlaşılmasını ve daha şeffaf olmasını sağlar. İkincisi ECB'nin hesap verebilirliğini arttırmada fiyat istikrarının tanımlanmış olması açık ve ölçülebilir bir kriterdir. Açık bir şekilde tanımlanmış bir fiyat istikrarının hedefinden sapması durumunda ECB sapmanın nedenlerini ve rasyonel bir periyotta hedefe nasıl döneceğini açıklamakla yükümlüdür. Üçüncü olarak fiyat istikrarı tanımlaması kamuoyunun gelecek fiyat beklentilerinin şekillenmesinde öncü bir

¹⁹³ Schwartz vd. p.25

¹⁹⁴ Schwartz vd. pp. 22-23

rol oynamaktadır. Diğer taraftan ECB'nin anti-enflasyonist politikalar yürüteceğine dair bir güvenin tesis edilmesinde fiyat istikrarının açık olarak tanımlanması oldukça önemlidir.¹⁹⁵

Fiyat istikrarı tanımı içerisinde 'Harmonize Tüketici Fiyatları Endeksinde(HICP) %2'nin altındaki bir artış' ifadesi fiyat istikrarının bir gereği olarak, sadece enflasyonun değil deflasyonun da önlenmesinin gerekliliğini açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Bu bağlamda enflasyon oranının %2'ye yakın bir düzeyde gerçekleştirilme amacı ECB'nin deflasyon riskinden kaçındığının açık bir göstergesidir.¹⁹⁶

Fiyat istikrarı amacını gerçekleştirmek için ECB bu amaca yönelik riskleri düzenli bir şekilde değerlendirmektedir. Fiyat istikrarına yönelik riskleri ortaya koyabilmek için bilgilerin organize edilmesi, değerlendirilmesi ve karşılaştırılmasında 'iki sütun' (two pillars) yaklaşımı bir araç olarak kullanılmaktadır. Bu sütunlardan biri 'parasal analiz' diğeri ise 'ekonomik analiz' olarak bilinir.

ECB'nin para politikası stratejisinin birinci sütununu 'parasal analiz' oluşturmaktadır. Parasal büyüme ile enflasyon arasında uzun dönemde var olan güçlü ilişkiden dolayı ECB parasal analize önemli rol atfetmektedir. Geniş bir kabul gören enflasyon ile parasal büyüme arasındaki bu ilişki, para politikası uygulamaları için güçlü ve güvenilir bir nominal çapa sunmaktadır.

ECB'nin tarifine göre enflasyon, sonuç olarak parasal bir fenomendir. Dolayısıyla para, orta ve uzun vadede fiyat istikrarı odaklı bir para politikasının dizayn edilmesinde temel bir gösterge olarak kullanılmıştır. Para politikası stratejisinde paraya verilen önemi göstermesi açısından ECB parasal büyüme (M3) için kantitatif bir referans değeri ilan etmiştir. Bu anlamda referans aralığının iki belirleyici özelliğinin öne çıktığı görülmektedir. Parasal büyüme için belirlenen bu referans değeri öncelikle fiyat istikrarı amacına hizmet etmeli ve onunla uyum içinde olmalıdır. Bunu sağlamak için paranın

¹⁹⁵ Mads Kieler, The ECB's Inflation Objective, **IMF Working Paper**, No.91, May 2003, p.5 ve ECB, **The Monetary Policy of the ECB**,.. p.64

¹⁹⁶ ECB, **The Monetary Policy of the ECB**,, p.66

euro alanında orta vadede fiyat düzeyi ile istikrarlı bir ilişkisi olmak zorundadır. Diğer taraftan referans değerinde görülen büyük ve uzun süreli parasal sapmalar, normal şartlarda, fiyat istikrarının tehlikede olduğunu gösteren sinyallerdir. ECB'ye göre bu özellik, hem para ile fiyat seviyesi arasında istikrarlı bir ilişkinin varlığını hem de fiyat seviyesindeki gelişmelerin en önemli göstergesinin parasal büyüme olduğunu gerektirmektedir.¹⁹⁷

Para ile fiyatlar arasındaki ilişkinin uzun dönemli bir fenomen olması ve parasal verilerdeki kısa dönemli hareketlenmeler, para politikasını hemen eyleme geçirebilecek bir kanıt sunamaz. Bu yüzden ECB'ye göre parasal veriler politika yapıcılar için çok önemli bilgiler içerse de fiyat istikrarının sürdürülmesine yönelik uygun bir para politikasının belirlenmesi için yeterli olamaz. Dolayısıyla, parasal analize paralel olarak, euro alanında fiyat gelişmeleri için geniş tabanlı bir değerlendirmeye ihtiyaç vardır. Birçok ekonomik göstergenin kullanılarak yapıldığı bu değerlendirme ECB para politikası stratejisinin ikinci sütununu oluşturan 'ekonomik analiz'dir.¹⁹⁸

Ekonomik analiz veya sütun esas olarak cari ekonomik ve finansal değerlendirmeler üzerine yoğunlaşır. Kısa ve orta vadede fiyatlar; ücretler gibi parasal olmayan faktörler, döviz kuru, enerji ve ithalat fiyatları, dolaylı vergiler vb. faktörler tarafından belirlenir. Ekonomik analize konu olan bu değişkenler aynı zamanda reel ekonominin dinamikleri ve arz-talep ilişkilerinden kaynaklanan fiyat gelişmelerinin anlaşılmasında da önemli katkılar sağlamaktadırlar. Ekonomik analizde aynı zamanda getiri eğrisi, bono ve gayrimenkul fiyatları gibi finansal sektör verileri de kullanılarak değerlendirmeler yapılır.¹⁹⁹ Diğer taraftan ekonomik analizde ekonomiyi vuran şokların kaynağının ve doğasının belirlenmesi, maliyet ve fiyatlama davranışları üzerindeki etkilerinin ortaya konulması açısından da önemlidir. Bu yüzden en uygun bir kararın

¹⁹⁷ ECB, The Stability-Oriented Monetary Policy Strategy of the Eurosystem, **ECB Monthly Bulletin** January, 1999, pp.47-48

¹⁹⁸ Otmar Issing, The ECB's Monetary Policy Strategy: Why Did We Choose A Two Pillar Approach?, **4th ECB Central Banking Conference**, Frankfurt, 10 November 2006, p.6

¹⁹⁹ Otmar Issing, In Search of Monetary Stability: The Evolution of Monetary Policy, **BIS Working Papers**, No. 273, March 2009, pp.8-9

alınması için mevcut ekonomik durumun ve fiyat istikrarını tehdit eden şokların derecesinin ve doğasının çok iyi anlaşılması gerekir.²⁰⁰

İki sütunlu yaklaşımın temel gerekçelerinden biri, uzun dönemli parasal bir çapanın varlık piyasasında oluşabilecek balonlara karşı bazı güvenceler sunmasıdır. Çünkü varlık fiyatlarındaki artış genellikle para arzı ve kredilerdeki hızlı artış dönemlerine denk gelmektedir. İkinci gerekçesi ise, euro alanında meydana gelebilecek şokların doğası ve kaynağına bağlı olarak, para politikasının vereceği tepkilerin farklı koşullarda, farklı düzeylerde optimallik taşıyabileceği düşüncesidir. Buradan hareketle, iki sütunlu strateji ECB'nin makroekonomik politika ortamında euro alanının ekonomik yapısından kaynaklanan şoklar, söz konusu şokların yayılması ve para politikası aktarım mekanizmasına bağlı olarak var olan belirsizlikleri yansıtmaktadır. Diğer taraftan tarihsel deneyimlerin de iki sütunlu stratejinin şekillenmesinde ve paraya öncü bir rol verilmesinde önemli bir dayanak oluşturduğu söylenebilir. Bu anlamda özellikle ilk yıllarda ECB belirsizlikleri azaltmak için Bundesbank stratejisinin temel unsurlarını kullanmayı tercih etmiştir. Dolayısıyla Bundesbank'ın parasal hedefleme stratejisinin başarısı ECB'nin yeni para politikası stratejisinin oluşturulmasında etkili olduğu yadsınamaz.²⁰¹

İki sütunlu stratejinin kabul edilmesi ECB'ye iki farklı zaman ufkunda enflasyon üzerinde etkisi olan iki farklı veri setini birbirinden ayırt edebilme imkanı tanıdığı belirtilmektedir. ECB bir taraftan enerji fiyatları, döviz kuru oranları, arz şokları gibi enflasyonu kısa sürede etkileyebilen değişkenleri teşhis (identify) ederken, diğer taraftan parasal analizi kullanarak orta ve uzun vadede enflasyonu belirleyen değişkenler üzerinde odaklanmaktadır.²⁰² Ne var ki bazı ekonomistler, iki sütunun birbiriyle çelişen

²⁰⁰ ECB, **The Monetary Policy of the ECB**, 2011, p.71

²⁰¹ Albert Jaeger, The ECB's Money Pillar: An Assessment, **IMF Working Paper**, No.82, April 2003, pp.

²⁰² Schwartz vd. p.31

sinyaller vermeleri durumunda para otoritelerinin ne yapacakları belirsiz olduğu için iki sütunlu yaklaşıma kuşkuyla yaklaşmaktadırlar.²⁰³

ECB'nin fiyat istikrarı tanımlaması da bazı ekonomistler tarafından çeşitli yönleriyle eleştirilmiştir. Svensson (2003a)'e göre ECB'nin fiyat istikrarı tanımlamasının problematik olması muğlak ve asimetrik olmasındandır. Tanımın muğlak olması enflasyon aralığı için bir alt sınır belirlememiş olmasıdır. Diğer taraftan üst sınır için %2 gibi kesin bir sınır koyulurken alt sınırın kesin olmaması tanımı asimetrik yapmıştır. Bu yüzden ECB'nin fiyat istikrarı tanımlamasının enflasyon bekleyişleri için bir çapa işlevi göremeyeceğini ileri sürülmektedir.²⁰⁴

Sonuç olarak, hibrid bir para politikası stratejisi kabul eden ECB, hem Bundesbank'ın kullandığı 'parasal hedefleme' ile benzerlik göstermekte (parasal analiz) hem de enflasyon hedeflemesinin bazı unsurlarını içermektedir (ekonomik analiz). Para politikası stratejisinde gerçekleştirilen değişikliğe rağmen ECB stratejisi açık olmadığı için hala eleştirilere maruz kalmaktadır. Fiyat istikrarı için ön görülen %0-2 aralığı enflasyon hedefine benzese de, ECB bir enflasyon hedefine sahip olmadığını özellikle belirterek böyle bir yorumu kabul etmek istememiştir. Diğer taraftan para politikası stratejisinde 'hedef' yerine 'referans aralığı' kavramını kullanarak paranın önemini azaltan ve fiyat hareketleri üzerine 'geniş tabanlı değerlendirme' yapmayı da önemseyeceğini belirten ECB bir anlamda parasal hedefleme yapmadığını ima etmiştir. Bu yönüyle ECB'ye göre para politikası stratejisi ne enflasyon hedeflemesi ne de parasal hedefleme olmayan, kendine has bir stratejidir. Buna bağlı olarak ECB stratejisinin ne olduğu ile ilgili yapılan değerlendirmelerin zor olması, stratejinin parasal otoritelerin hesapverebilirliğini düşürecek bir potansiyele sahip olduğunu göstermektedir.

²⁰³ Michael Kolesar, Frankfurt or Landon? Comparison of The Monetary Policy of The ECB That of England, **Student Economic Review**, Vol. 21, 2007p.193

1.4.5 ABD Merkez Bankası'nın Para Politikası Stratejisi

ABD Merkez Bankası Federal Reserve (FED)'in para politikası stratejisi; döviz kuru, parasal büyüklük ve enflasyon gibi herhangi bir açık (explicit) nominal çapa kullanmaksızın üstün bir makro ekonomik performans gösteren bir yaklaşımdır. Stratejinin temel özellikleri; örtük bir nominal çapa kullanması, geleceğe yönelik davranması (forward-looking) ve buna bağlı olarak önleyici (preemptive) müdahalelerde bulunması ve en önemlisi de fiyat istikrarı ve tam istihdam şeklinde çifte amaçlı (dual mandate) bir strateji olmasıdır.

Para politikasının enflasyon üzerindeki etkilerinin gecikmeli olması, parasal otoritelerin bu etkiler ortaya çıkıncaya kadar tepkisiz kalacakları anlamına gelmez. Zira enflasyon emareleri açık bir şekilde ortaya çıktığında fiyat istikrarının korunması için çok geç kalınmış olabilir. Enflasyonist baskıların ortaya çıkmasıyla birlikte enflasyon bekleyişleri öncelikle ücret-fiyat belirleme sürecini işleyerek enflasyonun hız kazanmasına neden olur. Enflasyon bir defa ivme kazandıktan sonra kontrol edilmesi oldukça zordur. Çünkü, yüksek enflasyon bekleyişleri birçok sözleşme ve fiyatlama anlaşmalarının içinde kökleşmiş olacaktır. Bu yüzden enflasyonu ortaya çıkmadan önce önleyebilmek için para politikası ileriye yönelik ve önleyici olmak zorundadır. Para politikasının enflasyon üzerindeki etkilerinin gecikmeli olduğu göz önüne alınarak, ekonomide enflasyon baskısı ortaya çıkmadan önce para politikası harekete geçmelidir. Cari dönemde enflasyon düşük olsa bile politika yapıcılar iki yıl sonra enflasyonun yükselebileceğini tahmin ederek bu artışın önüne geçmek için bugünden sıkı para politikası uygulamak zorundadır. Bu bağlamda FED enflasyona karşı önleyici müdahale stratejisini başarıyla uyguladığı ifade edilmektedir. Örneğin Şubat 1994 ile Şubat 1995 dönemi içinde enflasyon oranı artmamasına rağmen kısa vadeli faiz oranları aşamalı bir şekilde %3'ten %6'ya yükseltilmiştir. İzleyen genişleme döneminde işsizlik oranı

²⁰⁴ Lars E.O. Svensson, How Should the Eurosystem Reform its Monetary Strategy, February 2003, www.princeton.edu/Svensson (erişim:20.03.2014), p.2

1960'lardan bu yana ilk kez %5'in altına düşmüş ve ekonomi genişlemesine rağmen enflasyon oranı %2'ye yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir.²⁰⁵

Para politikasındaki gecikmeleri hesaba katması bakımından önleyici para politikası stratejisi aynı zamanda enflasyon hedeflemesi rejiminin de bir özelliğidir. Enflasyon hedeflemesi rejimi gelecek enflasyon hedefini yakalamak için para politikasındaki gecikmeleri dikkate alır. Önleyici stratejinin enflasyon hedeflemesinden farkı resmi olarak bir nominal çapaya sahip olamaması ve daha az şeffaf olmasıdır. Dolayısıyla bu stratejiyi Mishkin (2000) 'gereğini yapma' (just do it) şeklinde tanımlamanın daha doğru olduğunu ifade etmektedir.²⁰⁶

FED öncelikli amacı olarak fiyat istikrarına vurgu yaparken, istihdamı ayrı bir politika amacı olarak belirtmekte isteksiz davranmış, bunun yerine 'maksimum istihdama ulaşmak, fiyat istikrarını gerçekleştirmekle olur' şeklinde bir önerme kullanıldığı gözlenmiştir. Bu tereddüt Federal Açık Piyasa Komitesi'nin (Federal Open Market Committee-FOMC) 2008'de bir direktif ile para politikası amaçlarını 'maksimum istihdam ve fiyat istikrarı' olarak belirtmesi ile son bulmuştur. Politika amaçlarının tam istihdam veya işsizlik oranı şeklinde değil de, bunun yerine fiyat istikrarı ve ekonomik büyüme açısından vurgulanmasının istenmesini Thornton (2012) üç neden çerçevesinde değerlendirmektedir. Birincisi, politika yapıcılar arasında, faiz oranları yoluyla ekonomik büyüme üzerinde bir etki oluşturabilecekleri konusunda ortak bir görüş varken, bu etkinin istihdam büyümesine nasıl aktarılacağı üzerinde görüş birliği oluşmamış olabilir. İkincisi, politika yapıcılar, Friedman ve Phelps'in de ileri sürdükleri gibi işsizlik denge düzeyinin para politikası uygulamaları ile uzun süreli olarak etkilenmeyeceği (doğal işsizlik oranı) argümanına dayanarak politika amaçlarını, uzun dönemde etkileyemeyecekleri değişkenler açısından ifade etmekten kaçınırlar. Üçüncü olarak, işsizlik oranı dengesi, hükümet politikaları, kurumsal yapı gibi, merkez bankası para politikası tarafından etkilenmeyen durumlara bağlı olarak da değişebilir. Bu yüzden politika yapıcıların işsizlik oranına yönelik sayısal bir hedef belirlemeye yönelik

²⁰⁵ Mishkin, International Experiences With Different Monetary Policy Regimes, pp. 27-28

²⁰⁶ Mishkin, International Experiences With Different Monetary Policy Regimes, pp.27-28

isteksizlikleri anlaşılabilir bir durum olsa da bu isteksizlik davranışına bir açıklama getirmesi FOMC için şeffaf olabilmenin yollarından biri olabilir.²⁰⁷

Para politikasının yürütülmesinde herhangi bir nominal çapanın kullanılmadığı ‘gereğini yapma’ (just do it) yaklaşımı lehine ileri sürülen temel argüman gösterdiği başarıya atfedilmektedir. FED 1980’de iki haneli enflasyon oranlarını 1991’de %3 düzeyine kadar düşürmüş, sonrasında ise istikrarlı düşük seviyede devam etmiştir. Marvin Goodfriend’e göre bu başarı daha çok FED’in örtük ve aşamalı bir şekilde uygulamış olduğu enflasyon hedeflemesi politika prosedürlerine bağlanabilir. 1950’lerin sonlarından 1970’lere kadar süren enflasyonist dönemde düşük enflasyonu para politikasının öncelikli amacı kılmaya yönelik çabalar başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Sonrasında devam eden Volker döneminde de düşük enflasyona yönelik kredibilite sağlanamamıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi olarak karakterize edilen ve makro ekonomik performansın önemli derecede arttığı Greenspan dönemi ise FED’in neden ve nasıl düşük bir enflasyonu hedeflemesi gerektiğini ortaya koymaktadır.²⁰⁸

Çift misyonlu bir para politikası uygulamasının varlığına rağmen, Kongre’de FED’in enflasyon ile mücadeleye öncelik vermesinin gerekli olup olmadığı ile ilgili tartışmalar da devam etmektedir. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesine yönelik Kongre’de birçok yasa teklifleri yapılmaktadır. Çift amaçlı stratejisinin yukarıda anlatılan başarısı göz önüne alındığında, doğal olarak, ABD gibi bazı ülkelerin, gelecekte para politikasının hangi zorluklarla karşılaşacağını bilmeden, iyi işleyen bir stratejiyi değiştirerek yeni bir para politikası stratejisine yönelmesinin neden gerekli olduğu şeklinde bir soruyla karşılaşılabılır. Kısaca ‘kırık değilse, sabitleme!’ (If it ain’t broke, why fix it) şeklinde ifade edilebilecek bu soruya Mishkin (2002) stratejinin ilerde iyi işleyişini engelleyebilecek dezavantajlarını ortaya koyarak cevap vermektedir:²⁰⁹

²⁰⁷ Daniel L. Thornton, The Dual Mandate: Has the Fed Changed Its Objective?, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, March/April 2012, 94(2), pp. 117-331

²⁰⁸ Marvin Goodfriend, Inflation Targeting in the United States?, in (eds), Ben S. Bernanke and Michael Woodford **The Inflation-Targeting Debate**, December 2004, pp.311-324

²⁰⁹ Frederic S. Mishkin, Why the Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting, **International Finance** 7:1, 2004, pp.118-120

FED yaklaşımının önemli bir dezavantajı yeteri kadar şeffaf olmamasıdır. FED'in politikaları ile ilgili "sıkı ağızlılık" (close-mouthed) yaklaşımı finansal piyasalarda dalgalanmalara yol açmakta, üreticileri ve genel kamuoyunu enflasyon ve üretimin gelecekte alacağı değerlere ilişkin belirsizliğe sürüklemektedir. Politika yapım sürecinin yeterince açık olmaması (opacity) FED'in Kongre'ye ve genel kamuoyuna yönelik hesap verebilirliğini de zayıflatmaktadır. Zira FED'in performansını değerlendirecek önceden belirlenmiş açık bir kriter bulunmamaktadır. Hesap verebilirliğin düşük olması aynı zamanda demokratik prensiplerle de çelişmekte ve bankanın bağımsızlığını zedelemektedir. Sonuç olarak merkez bankası zaman tutarsızlığı problemi ile karşı karşıya kalacaktır.

FED yaklaşımının eleştirilen yönlerinden biri de politikadaki başarının kurumlardan ziyade merkez bankası yönetiminde yer alan kişi ya da kişilerin tercihleri, yetenekleri ve güvenilirliklerine aşırı bağımlı olmasıdır. FED'in mevcut başkanı ve üyeler kamuoyu ve piyasalar nezdinde önemli bir güven ve prestije sahip olabilirler. Yalnız, temel sorun bireylere bağımlı olan bir nominal çapanın uzun süre devam etmesinin mümkün olmadığıdır. Mevcut başkan ve yönetimin süreç içinde değişimi söz konusu olduğunda yeni başkan ve yönetimin aynı bakış açısına sahip olacağı ve aynı uygulamaları sürdüreceğinin herhangi bir garantisi yoktur.

Enflasyon hedeflemesi FED yaklaşımının avantajlı özelliklerinin birçoğuna sahiptir. FED yaklaşımında olduğu gibi enflasyon hedeflemesi de politika enstrümanlarının belirlenmesinde bütün bilgileri kullanan ve uzun dönem fiyat istikrarına odaklanan ileriye yönelik (forward looking) bir yaklaşımdır. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesinin FED yaklaşımından daha üstün tarafları bulunmaktadır. Öncelikle enflasyon hedeflemesi daha şeffaf olduğu için kamuoyu tarafından anlaşılmaya müsait bir yaklaşımdır. Diğer taraftan enflasyon hedeflemesi politik tartışmaların para politikasının uzun dönemde gerçekleştiremeyeceği ekonomik büyüme ve istihdam konularından ziyade enflasyon gibi kontrol altına alabileceği değişkenler üzerinde yapılmasına ortam sağlar. Bu anlamda enflasyon hedeflemesi merkez bankalarının zaman tutarsızlığı tuzağına düşme ihtimalini azaltacak potansiyele sahip bir

para politikası stratejisidir. Bununla birlikte bir açık sayısal enflasyon hedefi merkez bankasının hesap verebilirliğini artırmaktadır. Bu yüzden enflasyon hedeflemesi demokratik prensiplerle daha uyumludur. Önceden belirlenmiş ve iyi tanımlanmış bir enflasyon hedefi, merkez bankasının bağımsızlığı ve politikalarına yönelik kamuoyu desteğinin sağlanmasında oldukça önemlidir. Mishkin (2004) sayılan tüm bu karşılaştırmalı avantajlarına bağlı olarak düşük ve istikrarlı bir enflasyona ulaşılması ve sürdürülebilmesi için FED'in esnek enflasyon hedeflemesini kabul etmesini uygun bulmaktadır.²¹⁰

Diğer taraftan, FED yaklaşımına bir alternatif olarak önerilen enflasyon hedeflemesi rejiminin neden kabul edilmemesi gerektiğini Benjamin M. Friedman enflasyon hedeflemesinin iki dezavantajına vurgu yaparak açıklamaktadır. Birincisi enflasyon hedeflemesi, Milton Friedman'ın 'sabit parasal büyüme kuralı' gibi katı bir politika kuralı olduğu için yüksek üretim dalgalanmalarına neden olabilir. B.M. Friedman'ın enflasyon hedeflemesine yönelttiği ikinci ciddi eleştiri ise şeffaflıkla ilgilidir. Buna göre enflasyon hedeflemesi genel kanının aksine merkez bankalarını üretim dalgalanmalarını azaltmaya yönelik tartışmaları yapmaktan alıkoyduğu için para politikasının şeffaflığını azaltan bir uygulamadır. Böylece, enflasyon hedeflemesi 'şeffaflığı arttıran bir pencere değil, opaklığı arttıran bir perde' misyonu üstlenmektedir.²¹¹

²¹⁰ Mishkin, Why the Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting, ...pp.120-121

²¹¹ Benjamin M. Friedman, Why the Federal Reserve Should Not Adopt Inflation Targeting, **International Finance** 7:1, 2004: pp. 129-136

İKİNCİ BÖLÜM ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Friedman ve Phelps tarafından yapılan ayrı ayrı çalışmalarda uzun dönemde enflasyon ile işsizlik arasında bir ilişki olmadığına anlaşılmıştır. Keynesyen Phillips eğrisinin geçersiz olduğunu ortaya koymaktaydı. Nitekim 1970'lerde ortaya çıkan stagflasyon krizinde ikiz problemler (twin problems) diye adlandırılan yüksek enflasyon ve yüksek işsizlik oranları bir arada görüldü. Stagflasyon krizi bir taraftan aktivist para politikası yaklaşımının temel öngörüsünün ve uzun dönem Phillips eğrisi analizinin geçersizliğini, diğer taraftan Friedman-Phelps yaklaşımının doğruluğunu pratik olarak kanıtlamaktaydı. Para politikasının uzun dönemde sadece fiyatlar üzerinde etkili olduğunun hem teorik hem de pratik olarak kanıtlanması fiyat istikrarını para politikasının öncelikli amacı kılan önemli gelişmelerdir. Düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının sürdürülmesi olarak tanımlanan fiyat istikrarının para politikasının uzun dönemdeki öncelikli amacı olması hem politika yapıcılar hem de ekonomistler tarafından geniş bir kabul görmektedir.

Fiyat istikrarı amacının gerçekleştirilmesi için birçok ülkede para politikası uzun bir süre parasal büyüklükler ve döviz kuru gibi ara hedefler kullanılarak yürütülmüştür. Ne var ki finansal yeniliklerin parasal büyüklükler ile nominal gelir arasındaki ilişkilerin öngörülebilirliğini azaltması, parasal hedefleme stratejisinden kopuşları hızlandırmıştır. Günümüzde hiçbir gelişmiş ülkede parasal hedefleme stratejisinin uygulanmadığı ifade edilmektedir. Diğer taraftan döviz kuru hedeflemesinin 1990'lar boyunca özellikle finansal yapısı zayıf ekonomilerde finansal krizlere neden olması üzerine birçok ülke döviz kurlarını dalgalanmaya bırakarak bu stratejiden vazgeçmişlerdir. Döviz kuru ve

parasal hedefleme stratejilerinden istenilen sonucun elde edilememesi üzerine başta Yeni Zelanda olmak üzere bazı gelişmiş ülkeler 1990'ların başında para politikasının yürütülmesinde yeni bir strateji olarak enflasyon hedeflemesini kabul ettiler. Sonrasında özellikle Latin Amerika ve Avrupa'da gelişmekte olan bazı ülkeler gelişmiş ülke deneyimlerinden de faydalanarak enflasyon hedeflemesine geçiş yaptılar. Bu anlamda enflasyon hedeflemesi, literatürdeki gelişmelerin ve pratik deneyimler sonucunda olgunlaşan bir para politikası stratejisi olarak kabul edilmektedir.

Günümüzde enflasyon hedeflemesi dünyanın her kıtasında uygulanan küresel bir para politikası stratejisi konumundadır. Avrupa Parasal Birliği'ne katılan ülkeler haricinde, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinin aksine enflasyon hedeflemesini kabul eden ülkelere hiç biri, uzun süreli veya büyük olup olmadığına bakılmaksızın, enflasyon hedefindeki sapmalar karşısında bu stratejiyi uygulamaktan vazgeçmemiştir. Bu gerçeklikte başvurulacak alternatif bir para politikası rejiminin olmamasının yanında, enflasyon hedeflemesinin şoklar karşısındaki esnekliği, yüksek standartlı şeffaflık ve hesapverebilirlik özelliklerinin de etkili olmaktadır.²¹² Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin diğer stratejilerden daha uzun ömürlü ve sürdürülebilir bir strateji olduğu ifade edilebilir.

Bu bölümde enflasyon hedeflemesinin daha iyi anlaşılabilmesi için kuramsal çerçeve ortaya konulup başarılı bir enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli ön koşullar açıklandıktan sonra rejimin öne çıkan operasyonel özellikleri üzerinde durulacaktır. Enflasyon hedeflemesinin yaygınlık kazanmasında temel faktörlerden biri bu rejimin makro ekonomik performansı iyileştirmesi olarak görülmektedir. Bu bağlamda bu bölümde enflasyon hedeflemesinin hem genel anlamda hem de 2007-2009 küresel krizindeki makro ekonomik performansı incelenecektir. Böylece enflasyon hedeflemesi ile diğer alternatif para politikası hedefleme rejimlerinin karşılaştırmasını yapmak daha kolay olacaktır. Böylece enflasyon hedeflemesinin kriz sonrasında da talepkar bir rejim olup olmadığı değerlendirilecektir

²¹² Scott Roger and Mark Stone, On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets, **IMF Working Paper**, WP/05/163, August 2005, p.4

2.1 KURAMSAL ÇERÇEVE

Enflasyon hedeflemesi, para politikasının öncelikli amacının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranına ulaşmak ve onu sürdürmek, kısacası fiyat istikrarı olması gerektiği şeklindeki bir varsayıma dayanarak uygulanan bir para politikası stratejisidir. Merkez bankacıları ve ekonomistler arasında fiyat istikrarı varsayımına yönelik var olan geniş destek daha önce ifade edildiği gibi para politikası ile ilgili aşağıdaki ilkeler etrafında sağlanan konsensüsün bir tezahürüdür:

1. Para arzındaki bir artışın etkisi orta vadeden uzun vadeye kadar nötrdür. Diğer bir ifade ile para politikası uzun dönemde çıktı ve istihdam gibi reel değişkenler üzerinde bir etkisi olmaz.
2. Enflasyon hem kaynakların etkin dağılımı hem de uzun dönemli sürdürülebilir büyümenin sağlanması açısından önemli maliyetler oluşturmaktadır.
3. Para politikası kısa dönemde nötr değildir. Zira para politikası kısa dönemde üretim ve işsizlik gibi bazı reel değişkenler üzerinde etkilidir. Ancak bu etkilerin doğası veya büyüklüğü, kendilerini gösterecekleri zaman ufku ve ekonominin diğer bölümlerine aktarılması konusu yeteri kadar açıklığa kavuşmamıştır.
4. Para politikası enflasyon üzerinde süresi belirsiz gecikmelerle etkili olmakla beraber, bu etki aynı zamanda değişkenlik göstermektedir. Bu yüzden merkez bankalarının dönem bazında enflasyonu kontrol edebilme yetenekleri azalmaktadır.
5. İhtiyari para politikaları merkez bankasını zaman tutarsızlığı tuzağına düşürür.

2.1.1 Enflasyon Hedeflemesinin Tanımlanması

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı ülkelerin para politikası özellikleri bazen farklılaşabilmektedir. Uygulanan para politikalarından bazıları teorik olarak enflasyon hedeflemesine uyarken diğerleri uymayabilir. Bu yüzden enflasyon hedeflemesini tanımlamak görüldüğü kadar kolay değildir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin temel özellikleri bakımından birçok tanımlaması yapılmıştır.

Kural olarak enflasyon hedeflemesinde fiyat istikrarı para politikasının öncelikli amacı olmayı gerektirir. Bu yaklaşımın amacı para politikasının misyonu ile ilgili açık bir mesaj iletmek ve merkez bankasının performansını değerlendirmek için ölçülebilir bir kriter sunmaktır. Fiyat istikrarı, tercihen bir zaman ufkunu da içererek, daha çok sayısal bir enflasyon hedefi ile birlikte tanımlanmaktadır. Bu durum fiyat istikrarının diğer makro ekonomik politika amaçlarından daha önemli olduğu anlamına gelmemekte, sadece para politikasının neleri yapıp neleri yapamayacağını yansıtmaktadır.

Günümüzde fiyat istikrarının birçok merkez bankası tarafından öncelikli amaç olarak belirlenmiş olması ve bunlardan bazılarının enflasyon hedefleyicisi olarak adlandırılmaması, sadece fiyat istikrarı kriteri göz önünde bulundurarak bir enflasyon hedeflemesi tanımını yapmanın yeterli olamayacağını göstermektedir. Bunun en iyi örneği Avrupa Merkez Bankası (ECB)'dir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) fiyat istikrarını para politikasının öncelikli amacı olarak belirlemesine rağmen, enflasyon hedefleyicisi olarak kabul edilmemesi, tanımlamanın sadece fiyat istikrarı açısında yapılamayacağını açık bir kanıtı olarak değerlendirilmektedir. Bu yüzden bir tanımlama yapmadan önce enflasyon hedeflemesinin ayırt edici özelliklerinin ortaya konulması gerekir.

Enflasyon hedeflemesinin en önemli özelliklerinden biri merkez bankalarının para politikası uygulamalarında oldukça şeffaf ve hesap verebilir olmasıdır. Her ne kadar ülkelerin birçoğunda şeffaflık ve hesap verebilirliğe giderek daha çok vurgu yapılıyor olsa da, açıkça tanımlanmış sayısal bir enflasyon hedefine ulaşmaktan sorumlu olan enflasyon hedefleyicisi merkez bankaları açısından bu özellikler çok belirgin şekliyle görülebilmektedir. Enflasyon hedeflemesinin belirleyici özelliklerinden bir diğeri ise nihai amaca ulaşmak için ara bir hedefin olmayışıdır. Dolayısıyla parasal hedefleme ve döviz hedeflemesinden farklı olarak enflasyon hedeflemesi sadece tek değişkene bağlı kalmadan enflasyonist hareketlenmeleri etkileyebilen tüm bilgilerden yararlanabilir. Merkez bankalarının araç bağımsız olması (instrumental independence) da enflasyon hedeflemesinin önemli bir özelliği olarak vurgulanmaktadır. Ne var ki merkez bankalarının bağımsızlığı ile ilgili genel bir trendin varlığı göz önüne alındığında

araç bağımsızlığı enflasyon hedefleyici ülkelerin ayırıcı bir özelliği olarak görülemeyebilir.²¹³

Enflasyon hedeflemesinin yukarıda açıklanan özellikleri de kesin bir tanımlama yapmak için yeterli değildir. Literatürde yapılan tanımlamalara ve ülke uygulamalarına bakıldığında enflasyon hedeflemesini diğer stratejilerden ayıran temel iki karakteristiğinin ön plana çıktığı görülmektedir. Birincisi, merkez bankası yıllık enflasyon oranı için bir nokta veya aralık hedefini sayısal olarak taahhüt eder. Enflasyon hedeflemesi için tek bir hedefin olması stratejinin öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğunu vurgularken, sayısal bir spesifikasyon ise otoritenin fiyat istikrarı ile neyi amaçladığını göstermektedir. İkincisi ise sayısal hedefin bir zaman ufku içinde yerine getirileceğinin kurumsal olarak taahhüt edilmesidir.²¹⁴

Enflasyon hedeflemesi ile ilgili literatürde öne çıkan tanımlamalara bakıldığında bazı farklılıklar vurgulanmakla birlikte aralarında önemli benzerliklerin olduğu görülmektedir. Bunların içinde enflasyon hedeflemesinin en genel tanımlaması Bernanke vd. (1999) tarafından yapılmaktadır:

Enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranı için yıllık ya da daha fazla bir zaman ufkunu içeren resmi bir sayısal hedefin (ya da hedef aralığının) kamuoyuna ilan edildiği ve fiyat istikrarının açık bir şekilde para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak kabul edildiği bir para politikası çerçevesidir. Enflasyon hedeflemesinin diğer karakteristikleri arasında para otoritelerinin para politikasının yönü ve geleceğine ilişkin planları ve amaçları ile ilgili olarak kamuoyu ile güçlü bir iletişim prosedürü ve şeffaflığa dayalı politika süreçleri oluşturmaları yanında söz konusu amaçlara ulaşmak için merkez bankasının hesap verebilirliğini sağlayıcı mekanizmaların bulunması yer almaktadır.²¹⁵

²¹³ Thórarinn G. Pétursson, Inflation Targeting And Its Effects On Macroeconomic Performance, **Vienna SUERF Studies**: 2005/5, pp.10-11

²¹⁴ Nicoletta Batini and Douglas Laxton, Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted?, **Central Bank of Chile Working Papers** N° 406 December 2006, p.2

²¹⁵ Bernanke vd. p.4

Yukarıdaki tanım çerçevesinde bakıldığında enflasyon hedeflemesinin şu temel özelliklerinin öne çıktığı görülmektedir:

- Belli bir zaman ufğunun varlığı
- Rakamsal bir hedefin kamuoyuna ilan edilmesi
- Fiyat istikrarının para politikasının nihai ve öncelikli amacı olması
- Para politikası uygulamalarının şeffaflık içinde yürütülmesi
- Merkez bankasının hesap verebilir olması
- Enflasyon hedeflemesinin bir para politikası çerçevesi olması

Sayılan bu özellikler enflasyon hedeflemesi ile ilgili önemli bir noktaya da açıklık getirmektedir. Enflasyon hedeflemesi, gelecek yıl için açık bir sayısal enflasyon hedefi ilan etmekten daha fazlasını gerektirmektedir. Bu durum özellikle gelişmekte olan ülke şartlarında daha önemli olmaktadır. Çünkü bu ülkelerin birçoğu hükümetlerinin gelecek yılki planlarının bir parçası olarak sayısal bir enflasyon hedefini veya amaçlarını rutin bir şekilde ilan etmelerine rağmen diğer dört unsura sahip olmadıkları için para politikası stratejileri enflasyon hedeflemesi olarak karakterize edilememektedir.

Bernanke vd'nin yaptığı tanımlamada enflasyon hedeflemesinin temel unsurlarına vurgu yapılmakla birlikte, enflasyon amacı dışında aynı zamanda reel ve finansal istikrarı da gözetip gözetmediği açık bir şekilde anlaşılmamaktadır. Oysa pratikte en büyük enflasyon hedefleyicisi merkez bankaları bu amaçları da gözetecek şekilde para politikasını uygulamaktadırlar.²¹⁶

Masson vd. tarafından yapılan tanımlamada, enflasyon hedeflemesinin dört önemli karakteristiğe sahip olduğu görülmektedir:²¹⁷

- İleriye yönelik olarak enflasyon oranı için açık bir *sayısal hedef*

²¹⁶ Jon Faust and Dale W. Henderson, Is Inflation Targeting Best-Practice Monetary Policy?, in. **Inflation Targeting: Prospects and Problems**, Federal Reserve Bank of St.Louis , Volume 86, Number 4, July/August 2004, p.118

²¹⁷ Paul R. Masson, S.Sharma and M.A. Savastano, The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries, **IMF Working Paper** No.130, October 1997p.9

➤ Enflasyon hedefine ulaşmanın para politikasının *öncelikli amacını* oluşturduğu ve diğer amaçlardan önce geldiğinin açık ve şüpheye yer vermeyecek şekilde ortaya konması

➤ Gelecek enflasyona yönelik olarak çeşitli değişken ve göstergelerden edinilen bilgilerin enflasyon tahminlerinin oluşturulmasında kullanıldığı bir *enflasyon tahmini* modeli

➤ Enflasyon tahminlerinin *temel ara hedef* olarak kullanıldığı ve politika enstrümanlarının enflasyonist baskılarla ilgili değerlendirmelere bağlı olarak belirlendiği *ileriye yönelik* bir uygulama prosedürü

Svensson ise enflasyon hedeflemesinin üç karakteristiğine vurgu yapmaktadır. Buna göre:

➤ Nokta hedef veya hedef aralığı şeklinde bir sayısal enflasyon hedefinin varlığı.

➤ Enflasyon tahmin hedeflemesi olarak tanımlanabilen karar alma veya uygulama süreci..

➤ Yüksek düzeyde şeffaflık ve hesap verebilirlik.²¹⁸

Farklı yazarlar birbirinden farklı tanımlamalar yapmış olsa da, Walsh (2009)'a göre minimum düzeyde, merkez bankası resmi olarak enflasyon hedefini duyurmalı ve merkez bankasının politika faiz oranı bu hedefe uyumlu olarak ayarlanmalıdır. Sabit döviz kuru rejimleri ve parasal hedeflerin tersine, enflasyon hedeflemesi nominal çapayı para politikasının temel amacı (fiyat istikrarı) çerçevesinde tanımlamaktadır.²¹⁹

²¹⁸ Lars E.O.Svensson, Inflation Targeting: Should it be Modeled as an Instrument Rule or a Targeting Rule?, **NBER Working Paper** No.8925, May 2002, p.2

²¹⁹ Carl E. Walsh, Inflation Targeting: What Have We Learned?, **International Finance** 12:2, 2009, p.217

Literatürde yapılan tanımlamalar çerçevesinde ortaya çıkan enflasyon hedeflemesinin farklı yönlerini Arestis and Sawyer (2009) bir arada incelemektedir. Buna göre enflasyon hedeflemesinin temel unsurları aşağıdaki gibi özetlenebilir:²²⁰

1. Enflasyon hedeflemesi, fiyat istikrarının açık bir şekilde para politikasının öncelikli uzun dönem amacı olarak kabul edilip resmi enflasyon hedeflerinin veya hedef aralıklarının ilan edildiği bir para politikası çerçevesidir.

2. Enflasyon hedeflemesi, amaçlarını sınırsız bir ihtiyarilikten çok (unfettered discretion) sınırlandırılmış ihtiyarilik (constrained discretion) yaklaşımıyla gerçekleştirir.

3. Para politikası makroekonomik politikaların temel enstrümanı olarak ele alınmaktadır.

4. İçinde belirsiz süreçleri barındıran maliye politikası güçlü makro ekonomik bir politika olarak görülmemektedir. .

5. Fiyat istikrarı amacı gerçekleştirilirken, bağımsızlığının bir gereği olarak merkez bankası uygulamalarını politikacılar değil, uzmanlar yönlendirmelidir.

6. Uzun dönemde parasal bir fenomen olarak görülen enflasyon faiz oranları ile uyumludur. Bu yüzden para politikası merkez bankacılarının kontrolindedir.

Freedman and Laxton (2009) ise enflasyon hedeflemesinin performansı ve operasyonel yönünün değerlendirilmesinde yararlı olabilecek olan ‘Enflasyon Hedeflemesinin Altı Temel Prensi’ni ortaya koymaktadır. Buna göre:

1. Para politikasının temel rolü ekonomi için nominal bir çapa oluşturmaktır. Diğer amaçlara da belli bir ağırlığın verilmesi enflasyon ve enflasyon bekleyişleri için bir çapa sunması ile uyumsuzluk oluşturmaz.

2. Etkin bir enflasyon hedeflemesi rejimi; belirsizlikleri azaltmak, enflasyon bekleyişlerine çapa oluşturmak, konjonktürel dalgalanmaların etkilerini azaltmak suretiyle refah düzeyi üzerinde ilk etkiler yaratır.

²²⁰ Philip Arestis and Malcolm Sawyer, *New Consensus Macroeconomics And Inflation Targeting: Keynesian Critique*, **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, dez. 2008. pp. 633-636

3. Enflasyon hedeflemesinin başarısı para politikasının işlemlerini kolaylaştıran ve kredibilitésinin artmasına yardımcı olan diğér politikalara bağılıdır.

4. Para politikası aktarım mekanizmasındaki gecikmeler, enflasyonun hedefinden sapması ve üretimin potansiyel seviyesinden sapması konusundaki endişelerden dolayı enflasyonun tamamıyla hedefte korunması ne mümkündür ne de istenen bir durumdur.

5. Enflasyon hedefleri ile diğér amaçlar arasındaki çatışma hesaba katıldığında merkez bankacıları oldukça açık amaçlar edinmeli ve bu amaçlara ulaşmak için politik süreçlerden yeteri kadar bağımsız olmalıdırlar.

6. Merkez bankacılarının ilan edilen temel amaçlara uygun davrandığını güvenceye almak ve para politikası pratiklerinin sağlam temeller üzerinde olduğundan emin olmak için kontrol ve hesap verebilirlik mekanizması etkin bir şekilde işlemek zorundadır.²²¹

Enflasyon hedeflemesi rejimini ciddi bir şekilde irdelemeksizin kendisini enflasyon hedefleyicisi olarak tanımlayan ülkelerden hangisinin gerçekten enflasyon hedefleyicisi olduğuna karar vermek zordur. Hangi ülkenin enflasyon hedefleyicisi olduğunun belirlenmesinde kurumsal taahhüdün rolü oldukça önemlidir. Svensson bir kurumsal taahhüdün üç temel unsurunun olması gerektiğini ifade etmektedir. Kurumsal bir taahhütte öncelikle düşük enflasyon hedefine yönelmiş bir para politikası için açık ve tercihen yasal bir amacın var olması gerekir. İkinci olarak merkez bankasının özellikle temel politika enstrümanını belirleme konusunda bağımsız olması gerekir (araç bağımsızlığı-instrument independence). Son olarak merkez bankasının yasal olarak belirlenmiş amacına ulaşmak için hesap verebilir olması gerekir.²²²

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, enflasyon hedeflemesi yeni bir para politikası rejimi veya formel bir kural olmaktan çok farklı para politikası rejimlerinin en iyi özelliklerini de içinde barındıran genel bir para politikası çerçevesi olarak ifade edilebilir. Temel karakteristiğı merkez bankasının bir sayısal enflasyon hedefi ilan etmek

²²¹ Freedman, C. and D. Laxton, Why Inflation Targeting... p.13

²²² Svensson, Inflation Targeting: Should it be Modeled as an Instrument Rule,... p.2

suretiyle, bir anlamda bu hedefe ulaşmada kendini yükümlü kıldığı enflasyon hedeflemesi ileriye dönük bir para politikası rejimidir. Esnek bir politika çerçevesi olarak enflasyon hedeflemesi reel ekonomideki kısa dönemli hareketlenmeleri hesaba katarak uygulandığından dolayı katı para politikası kuralı ve saf ihtiyari para politikasının temel avantajlarını da içermektedir. Bu yüzden, bir enflasyon hedefinin varlığı bir sınırlılığı veya kuralı empoze ederken, yorumlanması ve uygulamasının esneklik sunduğu enflasyon hedeflemesini Bernanke vd. ‘sınırlandırılmış ihtiyarilik’ olarak tarif etmektedirler.

2.1.2 Kural-İhtiyarilik Ayırımı Çerçevesinde Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesinin anlamı ve yorumu ile ilgili para politikasında uzun süredir yapılan tartışmalar bu stratejinin anlaşılmasında bir karmaşıklığa neden olmuştur. Para politikası ile ilgili en iyi yaklaşımın ne olduğu ile ilgili temel tartışma iki kutuplu strateji arasındaki karşıtlığın ‘kurallar’ (rules) ve ‘ihtiyarilik’ (discretion) olarak ifade edilmesidir. Milton Friedman tarafından öne sürülen ‘sabit parasal büyüme kuralı’ veya ‘altın standardı’ kuralında olduğu gibi, kuralları savunanlara göre politika yapımcıların ‘elinin kolunun bağlanması’ (tying the hands of policymakers) kısa dönemde parasal otoriteleri fiyat istikrarına zarar veren genişlemeci para politikalarını uygulamaktan alıkoymak suretiyle ihtiyari para politikasının doğasında var olan enflasyon eğilimini (inflation bias) elimine edecektir. Merkez bankalarının koşullar değiştikçe ‘doğru bildiği şeyi yapmaları’ (do the right thing) konusunda serbest oldukları şeklinde ifade edilebilen ihtiyari politika taraftarları ise katı kuralların ekonominin yapısında var olan beklenmeyen şoklara ve değişimlere karşılık verebilme kabiliyetlerinin olmadığını ileri sürmektedirler.²²³

Bazı ekonomistler, para politikası yapımcılarına katı kuralları empoze ettiği ve beklenmeyen şoklara karşılık vermelerine izin vermediği için enflasyon hedeflemesini eleştirmektedirler. Mishkin’e göre enflasyon hedeflemesinin katı bir kural olarak yorumlanması doğru değildir ve aslında kurallar-ihtiyarilik (rules versus discretion)

²²³ Bernanke and Mishkin, Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?,...p.104

tartışmasının bir sonucu olarak ortaya çıkan karmaşıklıktan kaynaklanmaktadır. Bu yüzden kurallar ve ihtiyarilik arasındaki dikotomi oldukça yanıltıcıdır. Kural benzeri (rule-like) bazı stratejiler uzun dönemde istenmeyen sonuçlara neden olabilecek girişimlerinden politika yapıcılarını alıkoyan ileriye yönelik yaklaşımları gerektirir. Diğer taraftan beklenmeyen şoklar karşısında ihtiyari davranabilme olanağı sağladığı için bu tür hibrid veya ara yaklaşımları ‘sınırlı ihtiyarilik’ (constrained discretion) olarak ifade etmek en doğrusudur.²²⁴

Sınırlı ihtiyarilik yaklaşımı iki basit ilke çerçevesinde tanımlanmaktadır. Birincisi merkez bankası düşük ve istikrarlı bir enflasyona yönelik olarak güçlü bir taahhüd ortaya koymak zorundadır. İkincisi ise para politikası reel ekonomideki dalgalanmaları sınırlandırmaya yönelik bir çaba içinde olmalıdır. Kısacası, kısa dönemli şoklar ile karşılaşıldığında, sınırlı ihtiyarilik yaklaşımı çerçevesinde davranan merkez bankası üretim ve istihdam istikrarı ile ilgili kararları vermekte serbesttir. Yalnız burada dikkat edilmesi gereken husus, istikrar politikasının uygulanmasında merkez bankasının enflasyonu ve dolayısıyla enflasyon beklentilerini kontrol altına almaya yönelik güçlü taahhüdünün sürmesi gerekmektedir. Para politikası enflasyonu bir gecikme ile etkilediği için enflasyonu kontrol altına almak merkez bankasının enflasyonist gelişmeleri tahmin edip önleyici girişimler (preemptive strikes) yapmasını gerektirir.²²⁵

Enflasyon hedeflemesinin klasik Friedmancı anlamda yorumlanması durumunda bu yaklaşımın önemli eleştirilere maruz kalacağını kabul etmek gerekir. Öncelikle para politikasının enflasyonu kontrol etmek dışında yasal bir amacının olmadığı fikri merkez bankacıları, kamuoyu ve çoğu ekonomist tarafından fazla destek bulmayabilir. Diğer taraftan merkez bankalarının enflasyon ile birlikte üretim, istihdam, döviz kuru ve diğer değişkenleri de gözettileri düşünüldüğünde, enflasyon hedeflemesini katı bir kural gibi düşünmek düşük ekonomik performansla neden olacaktır. Bu bağlamda B. Friedman ve Kutner’e göre sadece enflasyona odaklanan bir para politikası, büyük arz şokları

²²⁴ Mishkin, Strategies for Controlling Inflation,...p.30

²²⁵ Ben S. Bernanke, Constrained discretion and Monetary Policy, Remarks before the Money Marketeters of New York University, New York, Feb. 3 February 2003, **BIS Review** 5/2003, pp. 2-3

yaşandığında ekonomiyi bir hayli istikrarsızlaştıracaktır. Enflasyon hedeflemesinin bir kural olarak kabul edilmesi durumunda karşılaşılan diğer bir sorun esnekliği düşük bir dezenflasyon sürecinin maliyetli olabileceğidir. Kurallara dayalı bir yaklaşımda artan kredibilite enflasyon beklentilerini kısa bir sürede ılımlı bir düzeye getirirken enflasyon eğiliminin azalması dezenflasyonu daha az maliyetli yapabilir. Ne var ki, enflasyon hedeflemesine yöneltlen eleştirilerden biri de enflasyon hedefleyici ülkelerin genel olarak düşük enflasyonu gerçekleştirmeleri ve bunu sürdürmelerine rağmen bu başarının diğer para politikası rejimleri ile karşılaştırıldığında daha düşük bir fedakarlık oranında gerçekleştiğinin ampirik olarak fazla destek bulamamasıdır.²²⁶

Bernanke ve Mishkin (1997)'göre çağdaş merkez bankalarının uygulamış olduğu bir yaklaşım olarak, enflasyon hedeflemesini klasik Friedmancı anlamda bir para politikası kuralı şeklinde yorumlamak doğru değildir. Enflasyon hedeflemesi öncelikle teknik düzeyde, merkez bankalarına basit ve mekanik operasyonel yönergeler sunan bir strateji değildir. Bunun yerine enflasyon hedeflemesi, merkez bankalarının fiyat istikrarı amacını gerçekleştirmek için, ulaşılmış oldukları bilgilere uygun olarak yapısal modelleri kullanmayı gerektiren bir para politikası çerçevesidir. Diğer bir ifade ile enflasyon hedeflemesi tek amaca odaklanmakla beraber 'her şeye bak' (look at everything) stratejisi olarak ifade edilebilir. İkincisi ve daha önemlisi, uygulamada da görüldüğü gibi enflasyon hedeflemesi önemli derecede ihtiyari politikaları da içermektedir. Orta ve uzun dönemdeki genel sınırlamalar çerçevesinde, merkez bankaları pratikte cari işsizlik, döviz kurları ve diğer kısa dönem gelişmelerine tepki verebilecek bir hareket alanına sahiptirler.²²⁷ Kısacası merkez bankasının davranışlarında nominal çapanın merkezi bir öneme sahip olduğu enflasyon hedeflemesi, uzun dönemde parasal otoriteyi belirlenen hedefler çerçevesinde sınırlandırırken, kısa dönemde beklenmeyen şoklara karşı vereceği tepkide serbest bırakılmaktadır.

Petrol fiyatlarındaki artışta olduğu gibi, enflasyon hedeflemesi için problematik bir durum arz eden arz şoklarının ekonomiyi vurması durumunda merkez bankasının

²²⁶ Bernanke vd. p.21

²²⁷ Bernanke and Mishkin, pp.105-106

orta vadeli enflasyon oranını uzun dönem hedefine yakın tutması üretim düşüşü açısından oldukça maliyetli olabilir. Ne var ki pratikte, iyi bir enflasyon hedeflemesi uygulaması parasal otoritelerin arz şoklarına cevap verebilme yeteneklerini sınırlandırmaya ihtiyaç duymaz. Enflasyon için hedef aralıklarının kullanılması esnek bir uygulama olma özelliği taşımaktadır. Diğer taraftan büyük gelişmeler veya olağanüstü durumlar karşısında merkez bankasına kendi orta vadeli hedeflerini değiştirebilme imkanı veren ‘kaçış yolu’ (escape clauses) birçok ülkede uygulanan diğer bir esnek yaklaşımdır. Burada dikkat edilmesi gereken konu saf ihtiyari (pure discretion) yaklaşımla karşılaştırıldığında, para politikası çerçevesi olarak enflasyon hedeflemesinde merkez bankası, arz şokları etkilerinin enflasyonda devamlı bir artışta neden olmaktan çok, fiyat düzeyinde sadece bir defalık bir artışla sınırlı kalacağına kamuoyunu inandırması gerekir.²²⁸

2.1.3 Merkez Bankasının Kayıp Fonksiyonu ve Katı-Esnek Enflasyon Hedeflemesi Ayırımı

Merkez bankası kısa dönemde faiz oranlarını veya paranın değerini düşürmek suretiyle toplam talebi ve böylece hasılayı arttırabilir. Ne var ki, merkez bankasının uzun bir süre boyunca faiz oranlarını düşük tutması veya paranın değerini devamlı olarak düşürmesi ve bu şekilde makro ekonomik performansı sürdürmesi mümkün değildir. Bu yüzden para politikası kısa dönemde reel döviz kurları, istihdam ve üretim seviyesi gibi reel değişkenler üzerinde etkili iken, uzun dönemde sadece enflasyon ve döviz kuru oranları gibi nominal değişkenler üzerinde etkili olabilmektedir. Bununla birlikte kötü bir para politikası belirsiz bir ekonomik ortam yaratarak uzun dönemde yatırımlar ve hasıla üzerinde negatif etkilere yol açabilir. Bu bağlamda para politikası sunmuş olduğu istikrarlı bir ekonomik ortamla reel değişkenleri ancak dolaylı yollarla etkileyebilmektedir.

Para politikasının kısa dönemde reel değişkenler üzerindeki etkilerini tamamen göz ardı etmek ve sadece enflasyonun kontrolüne odaklanmak, istenmeyen sonuçlara yol

²²⁸ Bernanke vd. pp. 23-24

açabilir. Bu yöndeki bir para politikası literatürde ‘katı enflasyon hedeflemesi’ (strict inflation targeting) olarak adlandırılmaktadır. Para politikasının bir enflasyon hedefi şeklinde birincil amacının fiyat istikrarı olmasının yanında üretime de bir miktar ağırlık vermek suretiyle üretimdeki dalgalanmaları veya üretim açığının da istikrarını amaçlamaktadır. Svensson(2003) daha ılımlı olan bu para politikası yaklaşımını ‘esnek enflasyon hedeflemesi’ (flexible inflation targeting) olarak ifade etmektedir. Esnek enflasyon hedeflemesi ile enflasyonun kısa dönemde hedefinden sapabileceği kabul edilmektedir.²²⁹

Pratikte enflasyon hedeflemesi hiçbir zaman katı değil, tersine esnek şekliyle uygulanmıştır. Bu bağlamda merkez bankaları sadece enflasyon hedefi etrafında enflasyon istikrarını amaçlamamış, aynı zamanda potansiyel üretim (hasıla) ve fiili üretim arasındaki fark olan üretim açığının istikrarını da gözetmek suretiyle bir anlamda reel ekonominin de istikrarını amaçlamaktadırlar. Bu yüzden merkez bankasının ‘hedef değişkenleri’ arasında sadece enflasyon değil aynı zamanda üretim açığı da bulunmaktadır. Güven inşa etmenin öncelikli amaç olduğu yeni enflasyon hedefleyici ekonomiler için reel ekonominin istikrarı kısmen ikinci dereceden önemli olabilir. Zaman geçtikçe üretim açığına görece olarak daha fazla ağırlık verilerek daha esnek bir enflasyon hedeflemesi uygulanabilir.²³⁰

Esnek enflasyon hedeflemesi şartlarında merkez bankasının amaçları ikinci dereceden bir kayıp fonksiyonu çerçevesinde incelenmektedir. Merkez bankasının kayıp fonksiyonu, Svensson (1997)²³¹ tarafından geliştirilen ve enflasyon tahminlerinin merkezi bir rol oynadığı enflasyon hedeflemesi teorisinde toplam arz ve toplam talep eğrileri ile birlikte incelenmektedir. Toplam arz eğrisinde üretim açığı enflasyonu bir dönemlik (1 yıllık) gecikme ile etkiler:

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

²²⁹ Lars E. O. Svensson, Monetary Policy And Reel Stablization, **NBER Working Papers** 9486, 2003, p.7

²³⁰ Lars E.O. Svensson, Inflation Targeting, **NBER Working Paper** 16654, 2010, pp.1-2

Toplam talep eğrisindeki üretim açığı bir önceki dönem üretim açığının ve reel faiz oranının bir fonksiyonudur ve tekrar bir dönemlik bir gecikme (1 yıllık) ile etkilenir.

$$y_t = \beta_1 y_{t-1} - \beta_2 (i_{t-1} - \pi_{t-1}) + \eta_t \quad \beta_1 < 1 \text{ ve } \beta_2 > 0 \quad (2)$$

Burada $\pi_t = p_t - p_{t-1}$, t döneminde enflasyon oranını, y_t üretim açığını, i_t merkez bankası temel politika enstrümanı olan nominal faiz oranını ε_t ve η_t ise sırasıyla, birbirinden bağımsız bir şekilde gerçekleşen toplam arz ve toplam talep şoklarını ifade etmektedir. Modelde nominal faiz oranları üretimi bir yıllık gecikme ile, ve dolayısıyla enflasyonu iki yıllık gecikme ile etkilemektedir. Dolayısıyla nominal faiz ile enflasyon arasında iki yıllık bir kontrol gecikmesi (control lag) sözkonusudur.

Merkez bankasının enflasyon (π^*) dışında başka bir amacının olmadığı katı enflasyon hedeflemesinde kayıp fonksiyonu şu şekilde ifade edilebilir:²³²

$$L = \frac{(\pi_t - \pi^*)^2}{2} \quad (3)$$

Üretim amacının da dahil edildiği esnek enflasyon hedeflemesi uygulamasında merkez bankası uzun dönem enflasyon hedefini π^* olarak belirlemekte ama para politikası uzun dönemde üretimi etkileyemediği için merkez bankasının uzun dönem üretim hedefi söz konusu olamaz. Kısa dönemde para politikasının amacı uzun dönem enflasyon hedefi ve doğal üretim (hasıla) etrafında hem enflasyonun hem de üretimin istikrarını sağlamaktır. Bu yüzden kısa dönemde, para politikası amaçları olan enflasyon ve üretim arasında bir simetri varken aynı durum uzun dönemde geçerli değildir. Bu açıklamalara bağlı olarak esnek enflasyon hedefleyici bir merkez bankasının kayıp fonksiyonu şu şekilde ifade edilmektedir.²³³

²³¹ Svensson, Inflation Targeting: Some Extensions, pp. 2-4 ve Lars E.O. Svensson, Inflation Forecasting Targeting: Implementing And Monitoring Inflation Targets, **NBER Working Papers** 5797, 1996, p.4

²³² Svensson, Inflation Forecasting Targeting: Implementing And Monitoring Inflation Targets, p.5

²³³ Svensson, Inflation Forecasting Targeting: Implementing And Monitoring Inflation Targets, p.20

$$L = \frac{(\pi_t - \pi^*)^2}{2} + \frac{\lambda y^2}{2} \quad (4)$$

Burada π_t t dönemindeki enflasyonu, π^* enflasyon hedefini veya hedef aralığının orta noktasını, y t dönemindeki üretim açığı ve λ ise merkez bankasının kayıp fonksiyonunda üretim istikrarına verilen ağırlığı göstermektedir. Katı enflasyon hedeflemesi olarak ifade edilen $\lambda = 0$ durumunda para politikasının tek amacı olarak sadece enflasyon kayıp fonksiyonunda yer almaktadır. Oysa $\lambda > 0$ olması durumunda üretim açığı da kayıp fonksiyonuna dahil edilmekte ve böylece reel ekonominin de istikrarına dikkat edilmektedir.

$\lambda = 0$ durumunda optimal para politikası nominal faiz oranını, iki yıllık enflasyon tahminini (π_{t+2}) enflasyon hedef değerine (π^*) eşit kılacak şekilde ayarlar.

$$\pi_{t+2} = \pi^* \quad (5)$$

Buna göre iki yıllık enflasyon tahmini enflasyon hedef değerine eşit olacaktır. Eğer enflasyon tahmini hedef değer üstünde (altında) ise merkez bankası enflasyon tahmini enflasyon hedef değerine eşit oluncaya kadar kısa vadeli nominal faiz oranını arttırması (düşürmesi) gerekir. Para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin iki dönemlik bir gecikme ile ortaya çıkması optimal para politikasının enflasyon tahmin hedeflemesine uygun olduğunu göstermektedir. Bu yüzden Svensson enflasyon tahminini ara hedef olarak ele almaktadır.

Eğer $\lambda > 0$ ise merkez bankası fiyat istikrarı yanında üretimdeki dalgalanmaları da göz önüne almaktadır ve hedef kuralı gereğince faiz oranı enstrümanını iki yıllık enflasyon tahminlerini uzun dönem enflasyon hedefine aşamalı olarak yaklaştıracak şekilde belirlemelidir. Böylece merkez bankası üretimdeki dalgalanmaları azaltabilir:

$$\pi_{t+2} = \pi^* + c(\pi_{t+1} - \pi^*) \quad (6)$$

Burada c katsayısı enflasyonun uzun dönem hedefine yönelik uyumlama oranıdır. Buna göre üretim açığına verilen ağırlık ne kadar fazla olursa (λ ne kadar büyük olursa) enflasyon tahmininin uzun dönem enflasyon hedefine uyum süreci o kadar yavaş olur (c o kadar büyük olur). Bu yüzden (6) no'lu denklemin sağ tarafı iki yıllık enflasyon tahmini için kısa dönem hedef değişkeni olarak yorumlanabilir.²³⁴

Üretimde meydana gelen dalgalanmalar nominal faiz oranının belirlenmesini iki sebeple etkilemektedirler. Birincisi politika yapıcılar kayıp fonksiyonunda üretimdeki dalgalanmaların minimizasyonuna önem vermeseler bile ($\lambda = 0$) gelecek enflasyon tahminlerini etkilemelerinden dolayı üretimdeki dalgalanmalar önemlidir. Zira Svensson'un ortaya koymuş olduğu modelde merkez bankaları ancak üretim açığını manipüle etmek suretiyle enflasyonu kontrol edebilmektedir. İkincisi, politika yapıcılar üretim dalgalanmalarının minimizasyonuna ($\lambda > 0$) önem vermektedirler. Buna bağlı olarak enflasyon hedefine aşamalı bir şekilde ulaşmanın daha optimal olduğu kanısı hakimdir. Dolayısıyla para politikası üretimin potansiyel üretim düzeyinden sapmalara tepki verebilmesi için aktivist bir şekilde uygulanmalıdır.²³⁵

Uygulamada enflasyon hedeflemesi ile ilgili bazı yanlış anlaşılmanın devam ettiği görülmektedir. Özellikle enflasyon hedeflemesi rejiminin katı olduğu ve bu yüzden merkez bankasını reel ekonomik gelişmelere yeteri kadar ağırlık vermekten alıkoyduğu öne sürülmektedir. Buna bağlı olarak enflasyon hedeflemesinin en azından geçici de olsa büyümeyi olumsuz etkilediği ve konjonktürel dalgalanmaları arttırabildiği yönünde bazı şüpheler dile getirilmektedir.

Bu argümanlar karşısında Svensson (2010) enflasyon hedeflemesinin özellikle iki şey olmadığını vurgulamaktadır. Birincisi, uygulamada enflasyon hedeflemesi katı olmadığı için merkez bankaları $L_t = (\pi_t - \pi^*)^2/2$ şeklindeki bir kayıp fonksiyonuna sahip değildirler. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi pratikte fiyat istikrarı yanında üretim istikrarını da kapsayacak şekilde esnek bir para politikası stratejisidir. İkinci

²³⁴ Svensson, Inflation Targeting: Some Extensions, pp. 4-5

olarak dünyada uygulanan enflasyon hedeflemesi $i_t = \alpha(\pi_t - \pi^*)$ şeklindeki bir enstrüman kuralı ile politika faizi sadece cari enflasyona karşı değil enflasyon tahminlerini ve reel ekonomiyi etkileyebilecek tüm unsurlara ve gelişmelere karşı kullanılmaktadır.²³⁶

Enflasyon hedeflemesinin orta vadeli oryantasyonu ve reel ekonomik gelişmeleri de içeren enflasyon gelişmeleri ile ilgili tüm bilgileri dikkate alması çerçevenin esnekliğini temin eden önemli özelliklerdir. Ekonomide bir daralma genellikle enflasyonda bir düşüş ile birlikte yaşanır. Söz konusu daralmanın aşılması ise genişlemeci bir para politikasını gerektirir. Aşırı talep artışı sonucu ekonominin ısınması enflasyon artışı ile birlikte aynı zamanda enflasyon hedefleyicisi merkez bankalarının talep baskılarını azaltacak olan faiz oranlarını yükseltilmesine de neden olur. Bu yüzden para politikası sadece enflasyon hedefini devam ettirmek değil aynı zamanda talep yönlü şoklardan kaynaklanan konjonktürel dalgalanmaların da azalmasına imkan sağlar.²³⁷

Merkez bankasının üretim ve fiyat istikrarına vereceği ağırlığın derecesi fiyat istikrarının sağlanıp sağlanmadığına bağlı olarak değişir. Enflasyon bir defa kontrol altına alındıktan sonra merkez bankası politika enstrümanlarını reel ekonomiye eskisinden daha çok ağırlık verecek şekilde seçer. Enflasyon probleminin ortadan kalkması ile birlikte politikacılar ve diğer kamuoyu merkez bankasının gündemdeki diğer ekonomik problemlere daha fazla ilgi göstereceği beklentisi içine girerler. Buna bağlı olarak ekonomik aktivite ile enflasyon arasındaki değiş-tokuş ilişkisi de değişir. Cuckierman(2006), özellikle enflasyon istikrarı öncesiyle karşılaştırıldığında, faiz oranındaki bir birimlik bir değişimin enflasyona oranla ekonomik aktiviteler üzerinde daha güçlü ve daha uzun süreli bir etkisinin olduğunu ifade etmektedir. Esnek enflasyon hedeflemesi altında enflasyon ile reel ekonomik aktiviteler arasındaki değiş-tokuş oranı

²³⁵ Frederic S. Mishkin, The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy, **NBER Working Papers** 9291, 2002, p.6

²³⁶ Lars E. O. Svensson, Inflation Targeting: Some Extensions, **NBER Working Papers** No.5962, 1997, p.15

²³⁷ Pétursson, Inflation Targeting And Its Effects On Macroeconomic Performance,...p.49

iyileştikçe para politikası dezenflasyon dönemine göre üretim açığı istikrarına daha çok odaklanacaktır.²³⁸

Sonuç olarak, enflasyon hedefleyici rejimlerin temel özelliklerinden biri de bu rejimlerde geleneksel istikrar amaçlarının göz ardı edilmemesidir. Enflasyon hedefleyici ülkelerdeki merkez bankacıları istihdam ve üretim dalgalanmaları ile ilgili endişelerini ifade etmektedirler. Bununla birlikte kısa dönem istikrar amaçlarının bir dereceye kadar tüm enflasyon hedefleyici rejimlerde var olduğu görülmektedir. Enflasyon hedefleyici ülkeler üretimdeki azalmayı minimize edebilmek için uzun döneme doğru orta dönem enflasyon hedeflerini zamanla düşürmek suretiyle aşamalı bir yaklaşım (gradualist approach) izlemektedirler.

2.1.4 Enflasyon Değişkenliği ile Üretim Değişkenliği Arasındaki Değiş-Tokuş İlişkisi ve Taylor Eğrisi

Enflasyon ile üretim veya işsizlik arasındaki değiş-tokuş ilişkisinin doğasını tanımlamak zor ve tartışmalı bir konu olmuştur. Uzun dönem Phillips Eğrisi'nde enflasyon ile işsizlik arasında bir değiş-tokuş ilişkisinin olmadığını ileri süren Friedman-Phelps hipotezi birçok ekonomist tarafından desteklense de başka bir değiş-tokuş ilişkisinin var olup olmadığı konusu tartışılmaya devam etmektedir. Bu bağlamda Taylor enflasyon ile üretim arasındaki farklı bir değiş-tokuş ilişkisine vurgu yapmaktadır. Enflasyon düzeyi ile üretim arasındaki uzun dönemli bir değiş-tokuş ilişkisinden ziyade Taylor, enflasyon değişkenliği ve üretim değişkenliği arasındaki uzun dönemli ilişkiyi tanımlamış ve hesaplamıştır. Böyle bir değiş-tokuş ilişkisinden dolayı, enflasyon oranını istikrarlı tutmak ancak reel GSMH ve işsizlikte daha çok dalgalanmaya izin vermekle sağlanabilir. Tersine üretimdeki dalgalanmaları azaltmaya yönelik politikalar enflasyon değişkenliğinin artması ile sonuçlanır. Bu tip bir değiş-tokuş ilişkisi rasyonel beklentiler

²³⁸ Alex Cukierman, Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present and Future, **Central Bank of Chile Working Papers**, N^o 360, 2006, pp.19-20

ve katı fiyatlar yaklaşımı ile uyumlu olduğu gibi uzun dönemde enflasyon düzeyi ile üretim arasında bir değiş-tokuşun olmadığını da göstermektedir.²³⁹

Teorik olarak merkez bankası birçok olası para politikası kuralları takip edebilir. Merkez bankasının uyguladığı kuralların her biri sonsuz üretim ve enflasyon değişkenliği kombinasyonlarını oluştururlar. Genel bir yaklaşım olarak merkez bankaları ne enflasyon ne de üretim değişkenliğinden hoşlanmamakla birlikte bir tercih yapmak zorundadırlar. Merkez bankasının enflasyon değişkenliği ve üretim değişkenliği tercihleri veya kayıp fonksiyonunda enflasyon ve üretim istikrarına verdiği önem Taylor Eğrisi yoluyla gösterilmektedir.

Enflasyon değişkenliği ile üretim değişkenliği arasındaki değiş-tokuş ilişkisi ve buna bağlı olarak katı-esnek enflasyon tercihlerini temsil eden Taylor eğrisinde yatay eksen enflasyon değişkenliğini ölçerken, dikey eksen üretim değişkenliğini ölçmektedir.

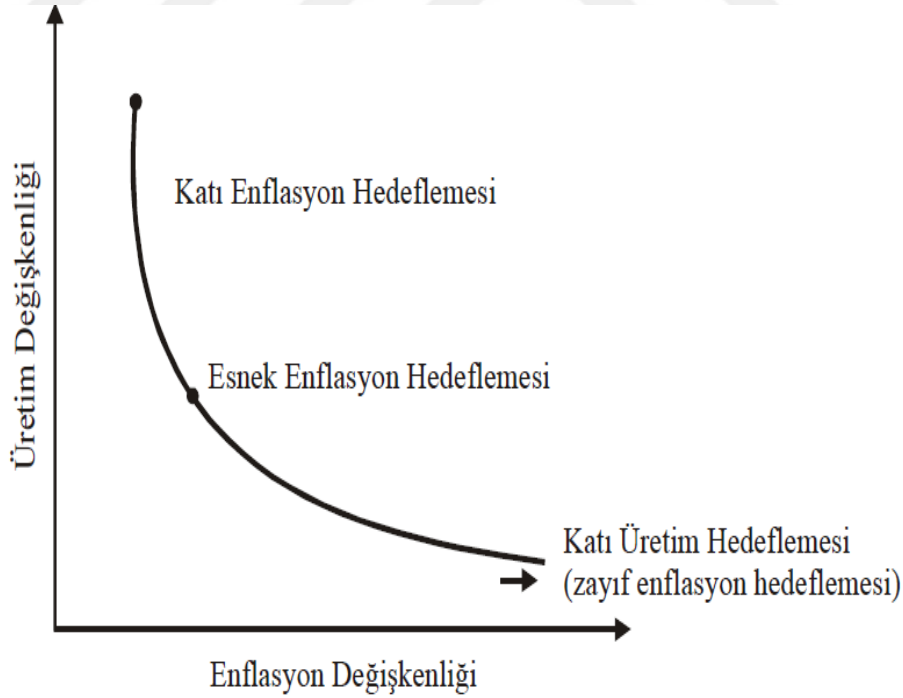
Enflasyon ve üretim açığı değişkenliğinin sıfır olduğu noktada eksenler çakışmakta ve enflasyon uzun dönem enflasyon hedefine eşit olurken üretim açıklığı sıfır olmaktadır. Ne var ki para politikası aktarım mekanizmasının karmaşık olması, beklenmeyen şoklar, enflasyonun tam kontrol edilememesi ve belirsizliklerden dolayı enflasyon ve üretim değişkenliğinin sıfır olması mümkün değildir. Bu yüzden Taylor Eğrisi para politikasının gerçekleştirebildiği en etkin ve ulaşılabilir enflasyon-üretim değişkenliği noktalarının geometrik yerini ifade etmektedir. Eğrinin üst kısmında ve sağındaki noktalar para politikasının etkinsizliğini göstermektedir. Bu noktalarda enflasyon değişkenliği veya üretim değişkenliğinin ya da her ikisinin de daha iyi politikalarla azaltılması gerekir. Eğrinin altında ve solunda kalan noktalar ise para politikasının ulaşamayacağı kombinasyonları ifade etmektedir. Taylor Eğrisinin dik olduğu noktada, merkez bankasının üretim değişkenliğinin sonuçlarını gözetmeksizin sadece enflasyon istikrarına odaklandığı katı enflasyon hedeflemesi söz konusudur. Bu

²³⁹ John B. Taylor, The Inflation/Output Variability Trade-off Revisited, in Jeffrey Fuhrer (ed.), **Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers**, Federal Reserve Bank of Boston Conference, Vol. 38, pp. 1994, pp.21-22

noktada enflasyon değişkenliği en düşük seviyede iken üretim değişkenliği en yüksek düzeydedir.

Taylor Eğrisinin orijine en yakın olduğu noktada merkez bankasının üretim açığı değişkenliği istikrarına da belirli bir miktarda ağırlık verdiği esnek enflasyon hedeflemesi söz konusudur. Eğri üzerinde bu noktadan sonra yukarı doğru bir hareketlenme enflasyon değişkenliğini azaltırken üretim değişkenliğini artırır. Aşağı doğru bir hareketlenmede ise tersi geçerlidir.

Taylor Eğrisinin tam yatık olduğu nokta merkez bankasının tamamen üretim açığı istikrarına odaklandığı ‘katı üretim açığı hedeflemesini’ temsil etmektedir. Bu noktada enflasyon değişkenliği en yüksek düzeyde olduğu için ekonomi parasal bir çapadan yoksundur.



Şekil 2.1 Enflasyon Değişkenliği ve Üretim Değişkenliği Arasındaki Değiş-Tokuş İlişkisi

Literatürde ‘etkin politika eğrisi’ olarak da ifade edilen Taylor Eğrisinin negatif eğimli olması, politikanın etkin olduğu veya eğri üzerindeki herhangi bir noktada enflasyon değişkenliğini azaltmanın ancak daha yüksek bir üretim değişkenliği karşılığında gerçekleşeceğini göstermektedir. Taylor Eğrisinin bu şekilde dış bükey (convex) olması enflasyon veya üretim istikrarının artan bir marjinal maliyetle gerçekleşeceğini ifade etmektedir.

Enflasyon değişkenliği ile üretim değişkenliği arasındaki ilişkinin önemi, şoklar karşısında etkin bir istikrar politikasının nasıl uygulanacağı konusunda ortaya çıkmaktadır. Zira ekonomide enflasyonu hedefin üstüne çıkaran ve üretimi trend değerinin altına düşüren bir arz şoku yaşandığında merkez bankasının enflasyonu hedef değerine geri getirebilme yeteneği enflasyon değişkenliği ile üretim değişkenliği arasındaki değiş-tokuş ilişkisinde gizlidir. Hızlı bir dezenflasyon – daha kısa bir hedefleme ufku- enflasyonun hedef değerinden sapması durumunda oluşan refah kayıplarını azaltırken kısa dönemde üretimde daha büyük istikrarsızlığa yol açar. Yavaş dezenflasyon sürecinde ise tersi sonuçlar söz konusu olmaktadır. Bu yüzden hedefleme ufku veya dezenflasyon hızının seçimi bir anlamda enflasyon değişkenliği ile üretim değişkenliği arasında örtük bir değiş-tokuş olarak düşünülebilir.

Pratikte, Taylor Eğrisi’nde tanımlanan değiş-tokuş ilişkisinden yararlanmanın mümkün olup olmadığı konusunda tartışmalar devam etmektedir. King(1999)’a göre Taylor Eğrisi merkez bankalarının karşılaştığı seçenekleri açıklamakta kullanışlı bir araç olsa da ampirik değeri iki nedenden dolayı sınırlıdır. Birincisi Taylor Eğrisi, merkez bankaları ancak ve ancak en iyi bir para politikasını yürüttüğü faraziyesi altında tanımlanabilir. İkincisi ise ekonomiyi vuran şoklarda hareketlenme oldukça eğrinin de zamanla kaymış olmasıdır. Taylor Eğrisi’nin ampirik değerlendirmeleri oldukça model spesifiktir ve pratikte ancak model simülasyonlar yoluyla hesaplanabilir.²⁴⁰

²⁴⁰ Mervyn King, ‘Challenges for Monetary Policy: New and Old, in **New Challenges of Monetary Policy**, FED of Kansas, August 26-28 1999, p.30

2.1.5 Enflasyon Değişkenliği ve Üretim Değişkenliği Arasındaki DeğişTokuş İlişkinin Enflasyon Hedeflemesi Kredibilitesine Etkisi

Merkez bankaları esnek enflasyon hedeflemesi altında arz ve talep şoklarının farklı etkilerden dolayı çeşitli sorunların yaşanabileceğini kabul etmelidirler. Talep şoklarının fiyatlar ve üretim üzerindeki etkileri aynı yönde olduğu için para politikası açısından herhangi bir trade-off'a neden olmaz. Bunun tersine, bir arz şoku üretim istikrarı amacı ile enflasyon istikrarı amacı arasında bir çatışmaya neden olur. Bir taraftan, dezenflasyon ne kadar hızlı olursa enflasyonun hedefleme süresi o kadar az olur. Diğer taraftan dezenflasyon ne kadar hızlı olursa üretimdeki potansiyel dalgalanmalar o kadar büyük olur. Bu yüzden hedef ufkunun optimal genişliği politika tercihlerine bağlı olarak değişir. Enflasyon istikrarına göre üretim istikrarına verilen ağırlık ne kadar fazla olursa hedef ufkunun optimal genişliği o kadar fazla olur. Ne var ki, ekonomik ajanlar geniş bir hedefleme ufkunu merkez bankasının yüksek enflasyonu tolere etme eğilimi olarak yorumlayabilirler. Bu yüzden geniş bir hedefleme ufku aynı zamanda para politikasının kredibilitesine de zarar verebilir. Diğer bir ifade ile enflasyonun hedef üzerinde olma maliyeti (dezenflasyon hızlı olursa düşer) ile üretim dalgalanmaları maliyeti (dezenflasyon hızlı olursa yükselir) arasındaki trade-off kredibilite ile esneklik arasındaki bir trade-off'a dönüşür. Geniş bir hedefleme ufku esnekliği artırırken kredibilitiyi azaltabilir.²⁴¹

Enflasyon değişkenliği ve üretim değişkenliği arasındaki optimal değiş-tokuş kombinasyonunu elde etmenin önemli bir mekanizması para politikasının kredibilitesinin sağlanması ve bu bağlamda enflasyon bekleşlerinin enflasyon hedefi doğrultusunda oluşturulmasıdır. Açık bir enflasyon hedefi ile birlikte enflasyon hedeflemesi rejiminin kredibilitesini, özel sektör enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefine olan yakınlık derecesi belirler. Enflasyon beklentilerini etkileyen şoklar geleneksel olarak enflasyon değişkenliği ve üretim değişkenliğinin önemli bir kaynağı olarak kabul edilmektedir. Bu yüzden enflasyon beklentilerindeki kaymalar bir taraftan

²⁴¹ Piere-Richard Agénor and Pereira da Silva, **Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective From the Developing World**, Inter-American Development Bank, 2013, p.32

doğrudan “gelecek enflasyon” oranını etkilerken diğer taraftan reel faiz oranları ve döviz kuru oranlarını etkilemek suretiyle enflasyon ve üretim üzerinde dolaylı etkiler yaratır.²⁴²

Merkez bankası kayıp fonksiyonunda üretim istikrarına verilecek uygun bir ağırlığın belirlenmesinde başlangıç seçimi oldukça önemlidir. Pratik deneyimler kredibilitenin ancak zamanla elde edilebileceğini göstermektedir. Özellikle enflasyon oranının yüksek ve dezenflasyon için belli bir sürenin gerekli olduğu, enflasyon hedeflemesini yeni kabul etmiş çoğu ülkelerde enflasyon beklentileri yüksek iken merkez bankasının kredibilitesi düşüktür. Bu şartlar altında, enflasyon hedeflemesine yeni geçmiş bir ülkede benimsenen temel yaklaşım merkez bankasının kısa bir süre içinde kredibilitayı sağlamak için görece olarak daha katı bir enflasyon hedeflemesi uygulayarak öncelikle enflasyonu düşürmek ve istikrara kavuşturmak olmalıdır. Başlangıç rejimi için böyle bir uygulamanın maliyeti daha çok üretim değişkenliği iken, kredibilitenin sağlanmasından sonra merkez bankası daha esnek bir enflasyon hedeflemesi uygulamak suretiyle enflasyon değişkenliği ile üretim değişkenliği arasındaki değiş-tokuş oranını iyileştirebilir.²⁴³

Pratikte enflasyon hedeflemesi katı bir uygulama olmasa da Mishkin (2002) kayıp fonksiyonunda üretim açıklarına fazla ağırlık vermenin iki nedenden dolayı istenmediğini ifade etmektedir. Birincisi, üretim açıklarının hesaplanmasındaki zorluklarından dolayı para politikası enstrümanlarının belirlenmesinde üretim açıklarına fazla ağırlık verilmesi enflasyon değişkenliği ve üretim değişkenliğini daha da artırır. İkincisi ise, üretim açıklarına odaklanmakla parasal otoritelerin iletişim süreci zayıflar ve böylece daha kötü bir makro ekonomik performans gerçekleşebilir. Para politikası iletişim sürecinde üretim istikrarına daha az vurgu yapması gerektiğine yönelik argüman uzun dönem amacına (enflasyon) odaklanan para politikasının kredibilitasının artacağı ve kamuoyu ile iletişiminin daha kolay olacağı öngörüsüne dayanmaktadır. Tersine,

²⁴² Svensson, Monetary Policy And Real Stabilization, ...pp.9-10

²⁴³ Guy Debelle, Inflation Targeting and Output Stabilization, **Reserve Bank of Australia Discussion Paper** No.08, 1999p.9

üretim istikrarına daha fazla ağırlık verilmesi, zaman tutarsızlığı probleminin bir sonucu olarak, enflasyon/üretim değişkenliği oranını daha da kötüleştirmek suretiyle merkez bankasının kredibilitésini azaltır.²⁴⁴

2.1.6 Açık Ekonomi Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesinin standart teorik analizi kapalı ekonomi modeli temelinde yapılmaktadır. Svensson (1998) ve Ball (1998) analize döviz kuru kanalını da katarak standart kapalı ekonomi enflasyon modelini açık enflasyon modeline genişletmişlerdir. Kapalı bir ekonomiden farklı olarak açık bir ekonomide merkez bankası döviz kurunun reel ekonomi ve enflasyon üzerindeki etkilerini hesaba katmak zorundadır. Bu anlamda açıklık para politikasında yönetim problemini daha da karmaşık(complicate) bir hale sokmaktadır. Bu yüzden döviz kuru faktörünün para politikasını nasıl dizayn edeceği konusu oldukça önemlidir. Açıklık, modelin temel parametrelerini etkileyen önemli bir faktördür. Zira merkez bankasının enflasyonist bir baskıya karşı faiz oranlarını ne kadar agresif bir şekilde kullanacağı açıklık derecesine bağlıdır. Bununla birlikte açıklık yurt içi enflasyon ile TÜFE enflasyonu arasında önemli bir ayırımı da gerektirir.²⁴⁵

Ekonominin açıklık derecesi değiştikçe para politikası aktarım mekanizmasının işleyişi de farklılaşır. Açıklık derecesi arttıkça:²⁴⁶

1. Beklenen reel faiz oranlarının üretim üzerindeki etkisi azalır.
2. Yurt dışı üretim şoklarının yurt içi üretim üzerindeki etkisini artırır.
3. Başlangıçta reel döviz kurunun reel üretim üzerindeki etkisini arttırırken, açıklık derecesinin daha fazla arttırılması bu etkiyi tersine çevirebilir.

²⁴⁴ Frederic S. Mishkin, The Role Of Output Stabilization In The Conduct Of Monetary Policy **NBER Working Papers** 9291, October 2002, pp. 9-13

²⁴⁵ Richard Clarida, Jordi Gali and M. Gertler, Optimal Monetary Policy in Open versus Closed Economies: An Integrated Approach, **NBER Working Paper** 8604, 2001, p.1

Ball (1999); Svensson(1997) ve Ball(1997)'in çalışmalarına dayandırarak geliştirdiği modeller çerçevesinde açık ekonomi enflasyon hedeflemesini üç eşitliğe bağlı olarak ele almaktadır.²⁴⁷

$$y = -\beta r_{-1} - \delta e_{-1} + \lambda y_{-1} + \varepsilon, \quad (1)$$

$$\pi = \pi_{-1} + \alpha y_{-1} - \gamma(e_{-1} - e_{-2}) + \eta \quad (2)$$

$$e = \theta r + \nu \quad (3)$$

Modelde y üretim açığı, r reel faiz oranını, e reel döviz kurunu (daha yüksek e kurdaki değer artışını göstermektedir), π enflasyon oranını, ε , η ve ν şokları temsil etmektedir. Bütün parametreler pozitif ve tüm değişkenler denge değerlerinden sapmalar çerçevesinde tanımlanmaktadır.

Yukarıda birinci eşitlik açık ekonomi IS eğrisini (toplam talep) temsil etmektedir. Buna göre üretim; reel faiz oranı, reel döviz kuru oranı ve üretimdeki gecikmeler ile talep şoklarına bağlı olarak değişir. Döviz kurundaki değer kaybı net ihracattaki artış aracılığıyla üretimde tek dönemlik bir gecikme ile artış sağlamaktadır.

İkinci eşitlik açık ekonomi Phillips Eğrisini (toplam arz eğrisi) temsil etmektedir. Enflasyondaki değişme; üretim ve döviz kurundaki değişmeler ile şoklara bağlıdır. Döviz kurundaki değişim ithal malları fiyatlarına doğrudan yansdığı için enflasyon da etkilenmektedir.

Üçüncü eşitlikte ise faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişki incelenmektedir. Buna göre faiz oranlarındaki bir artış yerel varlıklara olan talebi arttırarak değerlerinin yükselmesine neden olur. Buna bağlı olarak döviz kurunda değer artışı olacaktır. Diğer

²⁴⁶ Alfred V. Guender, Inflation Targeting in the Open Economy: Which Rate of Inflation to Target? October 2001, www.econ.canterbury.ac.nz/inflationtargetingopeneconomy.pdf. (erişim:19.05.2014) p.13

²⁴⁷ **Laurence Ball**, Policy Rules for Open Economies, in. Monetary Policy Rules, ed. John B. Taylor, University of Chicago Press, 1999, p.128

taftan bekleyişler, yabancı yatırımcıların güveni ve yurtdışı faiz oranları gibi şoklar da (v) döviz kuru oranını etkiler.

Modelin temel özelliği, politika uygulamasının enflasyonu iki kanaldan etkilemesidir. Sıkı bir para politikası bir taftan üretimi ve böylece enflasyonu Phillips Eğrisi aracılığıyla dolaylı bir şekilde düşürürken, diğer taftan kurda neden olduğu değerlenmeye bağlı olarak enflasyonu doğrudan da düşürür. Birinci, ikinci ve üçüncü eşitliklerdeki gecikmeler birinci kanalın iki dönemlik bir gecikme ile işlediğini göstermektedir. Parasal bir sıkılaşıma ile birlikte r ve e aynı anda yükseltmekte ancak bu değişkenlerin üretimi etkilemesi için bir dönem, üretimin enflasyonu etkilemesi için de yeni bir dönemin geçmesi gerekmektedir. Bunun tersine döviz kuru değişmelerinin enflasyon üzerindeki doğrudan etkisi tek dönemlik bir gecikme ile olmaktadır. Bu varsayımlar, doğrudan döviz kuru etkisinin enflasyon üzerinde etkili olan en hızlı kanal olduğu şeklinde genel bir kanıyı yansıtmaktadır.²⁴⁸

Açık ve kapalı ekonomi aktarım mekanizmaları arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Kapalı bir ekonomide, para politikası esas olarak enflasyonu toplam talep üzerinden etkilemektedir. Açık ekonomilerde ise, aktarım mekanizması daha önce belirtildiği üzere, dolaylı kanalın yanında para politikası enflasyonu doğrudan bir kanaldan da etkiler. Bunun ötesinde, para politikası aktarım mekanizması söz konusu olduğunda dış ticarete konu olan malları üreten sektörler (traded sectors) ile dış ticarete konu olmayan malları üreten sektörler (non-traded sectors) arasında bir ayırımın yapılması önemlidir. Zira faiz oranı ve döviz kuru her iki sektörü farklı bir şekilde etkilemektedir. Merkez bankası sadece toplam üretim değişkenliği ile ilgilense bile her iki sektörün karşılaştığı şoklara karşı farklı tepkiler vererek faiz oranlarını da buna göre belirler. Bu bağlamda, fiyat istikrarı, üretim ve istihdam istikrarı ile birlikte sektörel (sector-specific) istikrarın da refaha önemli katkılarının olduğu ifade edilmektedir.

²⁴⁸Ball, Policy Rules for Open Economies...p.129

Açık ekonomi enflasyon hedeflemesi çalışmalarında iki konunun öne çıktığı görülmektedir.²⁴⁹ Birincisi, döviz kuru kanalının üretim istikrarı için önemli olup olmadığı ile ilgilidir. Bu bağlamda merkez bankası TÜFE hedeflemesi yaparsa Svensson modeli çerçevesinde açık bir ekonomide enflasyon hedeflemesi üretimde istikrarsızlığa yol açar. Bunun temel nedeni, nominal döviz kurundaki değişmelerin dış ticareti yapılan mallar üzerinden enflasyonu etkiliyor olmasıdır. Aktarım kanalı çok hızlı bir şekilde işlediği için döviz kurundaki büyük hareketlenmeler faiz oranlarında önemli değişimlere yol açmak suretiyle üretimde aşırı dalgalanmaların oluşmasına neden olabilir. Dövizdeki hareketlenmeler karşısında dış ticareti yapılan malları üreten ve üretmeyen sektörlerin kısa dönemde farklı tepkiler verebildiği göz önüne alındığında, eğer merkez bankası amaç fonksiyonunda sektörel üretimdeki dalgalanmalara farklı ağırlıklar verirse toplam üretim üzerindeki istikrarsızlaştırıcı etki yumuşatılabilir.

Açık ekonomi modeli ile ilgili ikinci konu enflasyon hedeflemesinin sadece dış ticareti yapılmayan mallar (yurt içi enflasyon) esas alınarak yapılmasının TÜFE'ye göre daha uygun olup olmadığıdır. Daha önce ele alınan merkez bankası kayıp fonksiyonuna göre merkez bankası TÜFE'yi hedeflemektedir. Bunun yerine merkez bankası yurt içi enflasyona göre hedefleme yaparsa kayıp fonksiyonu şu şekilde yazılabilir:

$$L = \frac{(\pi_t^N - \pi^{*N})^2}{2} + \frac{\lambda y t^2}{2} \quad (4)$$

Burada π_t^N dış ticarete konu olmayan mal ve hizmetlerin enflasyon oranını, π^{*N} ise beklenen enflasyon oranını göstermektedir. Ülkede uygulanan iktisat politikaları veya başka nedenlerden dolayı oluşan bir güven kaybı sonucunda kısa dönemde sermaye çıkışlarının yaşanması nominal döviz kurunun değer kaybetmesine yol açacaktır. Kurdaki değer kaybının kısa bir süre içindeki ilk etkisi, ithal malları fiyatlarının artması şeklinde olacaktır. Diğer taraftan dış ticarete konu olmayan malları üreten sektörler eğer üretim süreçlerinde ithal ara malları girdilerini kullanıyorlarsa bu sektörlerde de enflasyonist baskılar yaşanacak ve fiyatlar artacaktır.

²⁴⁹ Agenor, pp.95-96

Bu şartlar altında TÜFE enflasyonu hedeflenmiş ise faiz oranları önemli oranlarda artmak suretiyle uyum sağlayacak ve üretim değişkenliğinde artışlar yaşanacaktır. Tersine eğer merkez bankası sadece yurt içi enflasyonu hedeflemiş ise faiz oranı daha düşük bir miktarda artarak uyum gösterecek ve yurt içi enflasyon ile üretimde daha az değişkenlik gerçekleşecektir. Ancak yurt içi enflasyon ve üretim değişkenliği karşısında reel döviz kuru ve TÜFE'nin daha fazla değişkenlik göstermesi söz konusu olmaktadır. Ekonomi döviz kuru dışındaki bazı şoklara maruz kaldığında yurt içi enflasyonun hedeflenmesi, istenmeyen sonuçlar doğurabilir. Örneğin yurt içi enflasyon hedeflemesi yapmış bir merkez bankası arz ve talep şokları karşısında bozulan enflasyon hedeflerini hızlı bir şekilde iyileştirmeye çalışır. Bu durum döviz kuru ve TÜFE enflasyonunda daha büyük dalgalanmalara sebep olacak olan büyük faiz ayarlamaları yoluyla gerçekleşecektir.²⁵⁰ Bu yüzden yurt içi enflasyon yerine TÜFE enflasyonunun hedeflenmesi üretim değişkenliği ile enflasyon değişkenliği arasında bir seçimi de doğurur. Enflasyonda döviz kuruna bağlı olarak ortaya çıkan dalgalanmalara karşı verilen tepkiler üretim değişkenliğini arttırırken, kurdaki değişimleri dikkate almamak TÜFE enflasyonunda değişkenliği arttırır.²⁵¹

Katı TÜFE enflasyon hedeflemesinin yurt içi enflasyon hedeflemesine göre daha çok istikrarlaştırıcı yönlerinin olduğunu ileri süren Guender (2001)'e göre açıklık derecesi ve reel döviz kurlarındaki değişimi dikkate alan bir para politikası stratejisi üretim açığı, reel döviz kuru ve nominal faiz oranı gibi temel ekonomik değişkenlerde dalgalanmaları azaltır. Bu bulgular Svensson'un "katı TÜFE enflasyonu üretim açığı, reel döviz kuru ve nominal faiz oranlarında önemli dalgalanmalara neden olur" şeklindeki argümanına ters düşmektedir. Guender bu farklılıkları amaç fonksiyonunun ve modelin yapısal ilişkilerinin spesifikasyonu gibi faktörlere bağlamaktadır.²⁵²

²⁵⁰ Nargis Bharucha and Christopher Kent, Inflation Targeting in a Small Open Economy, **Research Discussion Paper** 9807. Sydney, Reserve Bank of Australia, 1998,p.2

²⁵¹ DeBelle and Wilkinson, pp.467-468

²⁵² Alfred V. Guender, Optimal Discretionary Monetary Policy in the Open Economy: Choosing between CPI and Domestic Inflation as Target Variables, **Bank of Finland Discussion Paper** No.12, 2003 ve Guender, "Inflation Targeting in the Open Economy: Which Rate of Inflation to Target?"...pp.1-2

Kısaca, TÜFE enflasyonunun uygulandığı bir para politikası rejiminde döviz kuru şoklarının olumsuzluklarını telafi etmeye yönelik tepkiler faiz oranlarında daha büyük artışların yapılmasını gerektirir. Buna bağlı olarak üretimde ve yurt içi enflasyonda aşırı değişkenlikler meydana gelir. Bunun tersine, arz ve talep şoklarının etkilerini telafi etmek amacıyla politika faiz oranının ayarlandığı yurt içi enflasyon hedeflemesinde ise yurt içi enflasyon ve üretim kısa bir süre içinde denge noktasına geri dönerken, döviz kuru ve TÜFE enflasyonunda aşırı dalgalanmalara neden olabilir. Dolayısıyla ne TÜFE enflasyon hedeflemesi ne de yurt içi enflasyon hedeflemesi, şoklar karşısında hem üretim hem de finansal piyasalarda her zaman düşük volatilitiyi sağlaması söz konusu olamaz.

2.1.7 Enflasyon Hedeflemesinin İşleyişi ve Şoklara Karşı Tepkisi

Daha önce de vurgulandığı gibi enflasyon hedefleyici merkez bankalarının tamamı temelde esnek enflasyon hedeflemesini uygulamakta, yani enflasyon hedeflemesini uygulayan merkez bankaları açık bir şekilde iki amacı dikkate almaktadırlar. Bunlardan birincisi hedeflenen enflasyon oranını gerçekleştirmek, ikincisi ise bu hedefi gerçekleştirmeye çalışırken (fiyat istikrarı-düşük enflasyon) üretim ve istihdamda aşırı dalgalanmaları önlemektir. Unutulmamalıdır ki, enflasyon hedefleyici merkez bankaları hedef etrafında dönen enflasyon oranı değişkenliği ve potansiyel kapasite etrafında dönen üretim değişkenliği argümanlarını içeren bir kayıp fonksiyonuna sahipmiş gibi hareket etmektedir.

Svensson'un basit enflasyon hedeflemesi modeli çerçevesinde düşünüldüğünde merkez bankasının faiz oranlarında gerçekleştirdiği bir artış bir yılda üretimin, iki yılda ise enflasyonun düşmesine neden olacaktır. Böylece merkez bankasının faiz oranlarını değiştirmesi karşısında hem enflasyon hem de toplam talep buna bir gecikme ile karşılık vermekte ve toplam talebe göre enflasyonun verdiği tepki daha gecikmeli olmaktadır.

$$i_t \uparrow \Rightarrow y_{t+1} \downarrow \Rightarrow \pi_{t+2} \downarrow$$

Kontrol gecikmeleri ile bu gecikmeler esnasında ortaya çıkan arz ve talep şoklarından dolayı enflasyonun tam olarak kontrolü sağlanamaz. Enflasyon ve üretim bazı belirsizliklerin olduğu bir ortamda ancak tahmin edilebilir.

Üretim istikrarının da amaç edinildiği merkez bankası kayıp fonksiyonunda temel endişelerden biri amaçlar arasında bir çatışmanın olabilme ihtimalidir. Doğrusu enflasyon hedeflemesi altında faiz oranlarının ve buna bağlı olarak döviz kurunun talep şoklarına karşı verdiği tepki Blanchard and Gali (2007)'nin 'kutsal rastlantı'(divine coincidence) olarak ifade ettiği bir olgu olarak²⁵³, hem üretimi hem de enflasyonu istenen yöne doğru hareketlendirecektir. Örneğin geçici bir pozitif talep şoku üretimi potansiyel değerinin üzerine yükseltirken, sonrasında enflasyonu kendi hedefinin üstüne çıkaracaktır. Bu tür şoklar karşısında yükseltilecek faiz oranları talebi kendi potansiyel seviyesine ve enflasyonu hedefine geri getirecektir. Aynı şekilde daha düşük bir üretim ve enflasyon ile sonuçlanan negatif bir talep şoku sonrasında düşürülen faiz oranları şokların etkilerini elimine edecektir.

Arz şokları durumunda geleneksel yaklaşım faiz oranlarının gösterdiği tepkinin kayıp fonksiyonunda üretim açığı istikrarına verilen ağırlığın derecesine bağlı olarak değişeceği yönündedir. Üretim açığı istikrarına verilen ağırlığın pozitif olması durumunda enflasyon ve üretim zıt yönlerde etkilenecektir. Üretim açığına sıfır ağırlık verilmesi durumunda ise arz şoklarının enflasyon üzerindeki etkileri nötralize olurken üretim açığı üzerindeki etkisi artacaktır.²⁵⁴

Diğer para politikası rejimlerinde olduğu gibi arz şokları karşısında faiz oranlarının verdiği tepkinin enflasyon ve üretim açısından zıt yönde olması bu şoklarla olan mücadeleyi zorlaştırmaktadır. İstenmeyen bir arz şoku sonrasında faiz oranlarının yükseltilmesi enflasyon oranını hedefine doğru geri getirirken aynı zamanda talebi daha da zayıflatır. Diğer taraftan, faiz oranlarının düşürülmesi toplam talebi arttırırken enflasyon üzerinde yukarı doğru bir baskı oluşturacaktır. Zamanla enflasyon hedefleyici

²⁵³ Oliver Blanchard and Jordi Gali, Real Wages Rigidities and The New Keynesian Model, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 39, Supplement 1, 2007, p.36

merkez bankası kendi enflasyon hedeflerini gerçekleştirdikçe ve kredibilitesi arttıkça arz şokları ile eskisinden ve beklenenden daha kolay mücadele edebilirler. Arz şokları ile karşı karşıya kaldığında bile orta vadeli enflasyon beklentileri enflasyon hedefine yakın bir yerde çapa edinilir. Buna bağlı olarak sonuçta geçici bir arz şoku ile karşı karşıya kalan bir merkez bankası faiz oranlarını ya hiç arttırmayacak ya da çok az arttıracaktır.²⁵⁵

Para politikasındaki gecikmeler göz önüne alındığında şoklar ile ilgili geleneksel yaklaşımın değişmesi gerektiğini belirten Svensson (1996) bunu üç nedene bağlamaktadır. Birincisi, gecikmelerden dolayı merkez bankası arz ve talep şoklarının üretim ve enflasyon üzerindeki birincil etkilerine (first-round affects) tesir edemez. İkincisi, para politikasının arz ve talep şoklarına verdiği gecikmeli tepki daha simetriktir. Üçüncü olarak, arz ve talep şoklarına gösterilen tepki kayıp fonksiyonunda üretime verilen ağırlığa bağlı olarak değişir. Üretime verilen ağırlığın sıfır ($\lambda = 0$) olması durumunda, şokların bir yıllık enflasyon tahminini nasıl etkilediğine bakılmaksızın, iki yıllık enflasyon tahmini uzun dönem enflasyon hedefi ile aynı düzeye getirilir. Bu yüzden şokların iki yıllık enflasyon tahminini uzun dönem hedefinden saptırmasına izin verilmez. Üretim istikrarına verilen ağırlığın pozitif olması durumunda ($\lambda > 0$) ise iki yıllık enflasyon tahmini şoklara bağlı olarak ayarlanır. Bu şokların gelecek enflasyon üzerindeki etkisi aşamalı olarak elimine edilir.²⁵⁶

Merkez bankasının eylemleri (faiz oranlarını arttırıp azaltması) ile bu eylemlerin enflasyon üzerindeki etkisi arasındaki gecikmeler ve enflasyonun hedefinden, üretimin ise potansiyel düzeyinden sapabilme kaygısından dolayı enflasyon hedeflemesinde temel vurgu şimdiki enflasyona değil, gelecek enflasyona yapılır. Geçmiş politika aksiyonları ile şoklar sonucunda gerçekleşen şimdiki enflasyon oranını mevcut (cari) politika eylemleri etkileyemez. Bu yüzden, merkez bankalarındaki politika tartışmaları genel

²⁵⁴ Svensson, Inflation Targeting: Some Extensions, ...p.8

²⁵⁵ Freedman and Laxton, 'Why Inflation Targeting?' ...p.21

²⁵⁶ Lars E.O. Svensson, Commentary: How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability?—Conceptual Issues' in. **Achieving Price Stability**, A

olarak beklenen enflasyon ile ilgilidir. Dolayısıyla merkez bankasının faiz politikası da bu yönde uygulanır.²⁵⁷

2.1.8 Enflasyon Hedeflemesi ve Çift Yasal Amaçlılık

Dünyadaki merkez bankalarına bakıldığında belirlenen amaçlar açısından iki farklı uygulamanın olduğu görülmektedir. Bunlardan birincisi, genellikle enflasyon hedefleyici ülke merkez bankalarında görülmekle birlikte Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin de takip ettiği, fiyat istikrarının birincil amaç olarak belirlendiği ve merkez bankasının diğer amaçları takip etmesinde sınırlılıkların olduğu “hiyerarşik amaç” yaklaşımıdır. Buna göre tam istihdam gibi diğer amaçlar uzun dönemde ancak ve ancak fiyat istikrarı ile uyumlu olduğu sürece takip edilebilirler. Bir diğeri ise özellikle ABD merkez bankasının kabul ettiği ve tam istihdam ile fiyat istikrarının yasal amaç olarak belirlendiği çift amaç (dual mandate) yaklaşımıdır. Buna göre merkez bankası söz konusu her iki amaca da eşit ağırlık vererek kısa dönemde bu iki amacı dengelemekle sorumludur.

Çok uzun olmayan bir geçmişlerine rağmen enflasyon hedefleyicisi rejimler para politikasının uygulanmasında merkez bankalarına daha fazla esneklik vermeye doğru evirilmektedirler. Mervin King üretim açığını hesaba katmayan, diğer bir ifade ile merkez bankası kayıp fonksiyonunda üretim açığına sıfır ağırlık veren rejimleri ‘enflasyondan nefret edenler’ (inflation nutters) olarak tanımlamaktadır. Üretim istikrarını tamamen göz ardı eden bu extrem yaklaşım günümüzde merkez bankaları tarafından itibar görmemektedir. Diğer taraftan Svensson gibi birçok ekonomist hem üretim açığı hem de enflasyon açığındaki sapmaların dikkate alındığı esnek enflasyon hedeflemesine doğru bir yaklaşımın olduğunu ifade etmektedirler. Bu yönde gerçekleşen bir evrilme sürecinin pratikte birçok enflasyon hedefleyicisi merkez bankalarını çift amaçlı (dual mandate) rejime gittikçe daha da yaklaştırmaktadır.

Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31, 1996
p.215

²⁵⁷ Freedman and Laxton, Why Inflation Targeting?...p.21

Enflasyon hedeflemesi, minimum ulaşılabilir üretim ve enflasyon değişkenliği ile birlikte güvenilir, şeffaf ve esnek bir enflasyon hedefinin takip edilmesi şeklinde tanımlandığında reel üretim ve istihdam amaçlarının dışlandığı tek amaçlı bir rejim olmadığı açık bir şekilde anlaşılmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin ikili amaca uygun olduğu ifade edilirken dikkat edilmesi gereken husus söz konusu amaçların düşük enflasyon ve yüksek üretim veya istihdam *düzeyi* değil, düşük enflasyon ve düşük üretim veya istihdam *değişkenliği* olmasıdır. Enflasyon hedeflemesi tanımlanırken böyle bir ayırımın yapılması oldukça önemlidir. Çünkü para politikası değişkenliği etkileyebilmekte ve bu yüzden esnek enflasyon hedefleyici merkez bankalarının ikili amaçları ulaşılabilir amaçlardır. Tersine para politikasının geçici durumlar dışında, reel değişkenlerin düzeyini etkileyebilme gücü olmadığı için reel değişken düzeylerini amaç olarak takip etmek fiyat istikrarına ters düşmektedir.²⁵⁸

Svensson (2012) benzer bir şekilde, pratikte hiyerarşik ve ikili yaklaşım arasında bir farkın olmadığını, bunun ortalamalar (means) ve değişkenlikler (variances) arasındaki ayırım ile ilgili bir konu olduğunu belirtmektedir. Buna göre ortalama enflasyon ve ortalama istihdam söz konusu olduğunda hiyerarşik bir amaç geçerli olmaktadır. Merkez bankası sadece bir tane hedef belirleyebilir, o da enflasyon hedefidir. Sürdürülebilir yüksek bir istihdam oranı merkez bankası tarafından belirlenemez, sadece hesaplanabilir. İstihdam oranını belirleyen yegane unsur ekonominin yapısıdır ve bu da zamanla değişir. Diğer taraftan enflasyon ve istihdam değişkenliği söz konusu olduğunda ise ikili amaç geçerli olmaktadır.²⁵⁹ Bu yüzden esnek enflasyon hedeflemesi hem hiyerarşik hem de çifte amaçlı bir para politikası stratejisi olarak yorumlanabildiği gibi her ikisi arasında bir çatışma da bulunmamaktadır.²⁶⁰

Mishkin, enflasyon hedeflemesinin çift amaçlı yaklaşıma uymadığı şeklindeki düşüncelerin gerçeği yansıtmadığını belirtmekle birlikte, enflasyon hedeflemesi rejimini

²⁵⁸ Michael Parkin, The Effects of Central Bank Independence and Inflation Targeting on Macroeconomic Performance: Evidence from Natural Experiments, **EPRI Working Paper Series**, May 2013 p.10

²⁵⁹ Lars E O Svensson, Differing Views on Monetary Policy, **Speech at SNS/SIFR Finanspanel**, Stockholm, 8 June 2012. p.2

²⁶⁰ Svensson, Monetary Policy And Reel Stablization,...p.15

kabul eden veya kabul etmeyi düşünen merkez bankaları, hem kendi bağımsızlıkları hem de enflasyon hedeflemesine olan desteğin sürebilmesi için kendi amaçlarının ikili yaklaşıma uygun olduğunu açıkça ortaya koymaları gerektiğini vurgulamaktadır. Ne var ki, merkez bankalarının davranışları, enflasyon hedefleyicisi olsunlar ya da olmasınlar, üretim dalgalanmalarını dikkate aldıklarını gösteriyor olsa da, üretim dalgalanmaları ile ilgili endişeleri tartışmakta isteksiz oldukları bir gerçektir. Mishkin düşük dereceli böyle bir şeffaflığı merkez bankalarının ‘kirli küçük sırrı’ (dirty little secret) olarak ifade etmektedir.²⁶¹ Bu bağlamda Meyer (2004) hiyerarşik yaklaşım altında işleyen esnek enflasyon hedeflemesi ile çift amaçlı yaklaşım arasında pratik olarak önemli bir farkın olmadığını, tek farkın şeffaflıkla ilgili olduğunu ileri sürmektedir. Buna göre çift amaçlı merkez bankaları kendi amaçlarını ortaya koyma hususunda şeffaf davranırlarken esnek enflasyon hedeflemesini uygulayan merkez bankaları bu konuda yeteri kadar şeffaf değildiler.²⁶² Esnek enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankalarının yeteri kadar şeffaf davranmamalarının temelinde ise zaman tutarsızlığı ile ilgili endişelerin olduğu ifade edilmektedir. Merkez bankacıları enflasyondaki dalgalanmaların minimizasyonu kadar üretimdeki dalgalanmaları da minimize etmenin gerekliliğini açık bir şekilde ifade etmeleri durumunda, politikacılar bu yaklaşımı istismar ederek uzun dönemde olumsuz sonuçlar doğuracak olan kısa dönemli genişlemeci politikalar takip etmesi konusunda merkez bankasına baskı yapabilirler.²⁶³

Uygulamada tüm enflasyon hedefleyici ülkeler esnek enflasyon hedefleyicisi oldukları için fiyat istikrarı yanında reel ekonomiyi de önemsemektedirler ve bu yüzden para politikasının ikili bir amaca sahip oldukları söylenebilir. Bu bağlamda Svensson (2004) çift/hiyerarşik amaç ayırımının yararlı olmadığını ifade etmektedir. ABD merkez bankası Fed ile enflasyon hedefleyicisi olan Yeni Zelanda merkez bankası (Reserve Bank of Zealand RBNZ) yasal amaçlar açısından karşılaştırıldığında bir paralelliğin olduğu görülmektedir. Fed maksimum istihdam, fiyat istikrarı ve uzun dönemde ılımlı

²⁶¹ Frederic S. Mishkin, The Inflation-Targeting Debate’ in. **Issues in Inflation Targeting**” Bank of Canada Review Spring 2006p pp. 198-199

²⁶² Laurence H. Meyer, Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting, in. **Inflation Targeting: Prospects and Problems**, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 86 (4), 2004, p.152

faiz oranlarını yasal amaç olarak belirlerken RBNZ fiyat istikrarını yasal amaç olarak kabul etmiştir, fakat fiyat istikrarı amacını takip ederken bankanın üretim, faiz ve döviz kurlardaki gereksiz istikrarsızlıktan kaçınması gerektiği istenmiştir. Sonuç olarak bu iki yaklaşım arasında, ‘ülkelerden biri çift amaçlı diğeri hiyerarşik amaçlıdır’ ifadesini anlamlı kılacak kadar önemli bir fark yoktur.²⁶⁴

2.2 ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖN KOŞULLARI

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi ve başarılı olabilmesi için ekonomide bazı ön koşulların sağlanması gerekmektedir. Literatürde enflasyon hedeflemesinin başlangıç veya ön koşulları ile ilgili yapılan çeşitli sınıflandırmalar farklı yönlerde vurgu yapmış olsalar da genellikle aralarında önemli bezerliklerin olduğu görülmektedir. Bu sınıflandırmalar genel olarak kurumsal altyapı, piyasa koşulları ve genel ekonomik koşullar için belirlenen minimum kriterler çerçevesinde şöyle sıralamak mümkündür:

1. Merkez bankasının bağımsızlığı ve kredibilitesi
2. Fiyat istikrarı amacına sıkı bir şekilde bağlılık
3. Mali baskınlığın olmaması
4. Güçlü ve gelişmiş finansal piyasalar
5. Şeffaflık ve hesap verebilirlik

2.2.1 Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Kredibilitesi

2.2.1.1 Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Merkez bankası bağımsızlığının 1990’larda bir artış trendi içine girdiği görülmektedir. Cukierman (2006) bu yöndeki bir eğilimin temelinde; fiyat istikrarına yönelik arayışlar, küreselleşme gibi küresel faktörler ile Avrupa Parasal Sistemi ve

²⁶³ Mishkin The Inflation-Targeting Debate, pp.199-200

²⁶⁴ Lars E.O. Svensson, Commentary on Laurence H. Meyer, **Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting**, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 84(4) , July/August 2004, p.162

Bretton Woods sisteminin başarısız olması, bağımsız bir kurum olan Bundesbankın başarılı olması gibi bölgesel faktörlerin etkili olduğunu ifade etmektedir.²⁶⁵

Merkez bankası bağımsızlığının neden önemli olduğunu Frazer (1994) enflasyonist baskının iki önemli kaynağına bağlamaktadır. Birincisi politika yapıcılarının ve politikacıların ekonomiyi kendi kapasite sınırlarının dışında çalıştırma eğilimine sahip olmasıdır (zaman tutarsızlığı problemi). Merkez bankasının bağımsızlığını ön plana çıkaran enflasyonist baskının bir diğer kaynağı ise daha sonra ayrıntıları ile inceleneceği üzere hükümetin bütçe açıklarını merkez bankasından borçlanmak suretiyle finanse etmeye çalışmasıdır (mali baskınlık). Bir merkez bankası bütçe açıklarını finanse ettiği müddetçe fiyat istikrarı merkez bankasından ziyade mali otoritelerin kontrolüne geçmiş olur. Dolayısıyla fiyat istikrarının sürdürülebilmesi için hükümetten gelebilecek bu tür enflasyonist baskılara karşı ancak bağımsız bir merkez bankası karşı koyabilir. Bu yüzden merkez bankasının bağımsızlığı oldukça önemlidir.²⁶⁶

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçişin bir ön koşulu olarak ekonomik literatürde yoğun bir şekilde tartışılan merkez bankası bağımsızlığının entellektüel temeli iki sütun üzerine inşa edilmiştir. Bunlardan biri teorik diğeri ise ampirik olanıdır. Teorik sütun merkez bankalarının bağımsız olmaması durumunda politika yapıcılarının enflasyonist bir sapmaya (inflation bias) maruz kalacağı şeklindeki bir argumana dayanmaktadır. Enflasyon sapması fiyat istikrarını veya düşük bir enflasyonu önceden taahhüt etmekle elimine edilebilir. Pratikte bu taahhüdü yerine getirebilmek için merkez bankasının yeteri kadar bağımsız olması gerekir. Merkez bankası bağımsızlığının ampirik temeli ise merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasında gözlenen negatif ilişkiye dayanmaktadır. Buna göre merkez bankasının bağımsızlığı arttıkça enflasyon oranında düşüş gerçekleşecektir.²⁶⁷

²⁶⁵ Cukierman, Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions,...pp.6-7

²⁶⁶ B. W. Frazer, Central Bank Independence: What does it mean? **Reserve Bank of Australia Bulletin**, December 1994, pp. 2-3

²⁶⁷ Alex Cukierman, Central Bank Independence and Monetary Control, **The Economic Journal**, 104 November 1994, pp. 1437-1438

Merkez bankasının bağımsızlığı ve enflasyon ile arasındaki negatif ilişkiyi açıklayan arguman, ‘fiyat istikrarının sağlanması parasal genişlemenin sınırlandırılmasını gerektirir’ şeklindeki geniş kabul gören bir kurala dayanmaktadır. Politika yapıcılar para politikasını genellikle, enflasyon oranlarını yükselten bütçe açıklarını finanse etmek gibi kısa vadeli amaçlar için kullanırlar. Bağımsız bir merkez bankası bu tip eğilimlerin önüne geçebilir. Ayrıca bağımsız bir merkez bankası ile birlikte fiyat istikrarına yönelik güvenilir bir taahhüdün ortaya konulması enflasyon oranı ile merkez bankası bağımsızlığı arasındaki negatif ilişkiyi güçlendiren önemli bir faktördür.

2.2.1.1.1 Merkez Bankasının Amaç Bağımsızlığı

Birçok yazar merkez bankasının bağımsızlığını iki temel boyutuyla incelemekte ve farklı kavramlar çerçevesinde tanımlamaktadırlar. Örneğin Fisher (1995)²⁶⁸ ve Debelle and Fisher (1994)²⁶⁹ merkez bankası bağımsızlığını ‘amaç bağımsızlığı’(goal independence) ve araç bağımsızlığı (instrument independence) şeklinde kavramsallaştırmaktadır.

Amaç bağımsızlığı merkez bankasının nihai hedefleri politik bir baskıya maruz kalmaksızın belirleyebilmesidir. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan merkez bankalarından çoğu amaç bağımsızlığına sahip değildir. Diğer bir ifade ile para politikasının amaçlarını belirleyen ve bu konuda takdir yetkisine sahip olan temel mercii merkez bankası değil hükümettir (Tablo 3.1).

Para politikasının amaçlarını anayasal bir çerçevede ortaya koymak enflasyon hedeflemesi rejiminin kabul edilmesinde bir ön şart olarak görülmemektedir. Gelişmiş ülkelerin birçoğunda yasal değişiklikler enflasyon hedeflemesinin kabulünden sonra gerçekleşmiştir. Enflasyon hedeflemesini benimsemiş gelişmekte olan ülkelerde ise merkez bankasını bağımsız bir konuma oturtmak ve kredibilitésini arttırmak amacıyla

²⁶⁸ Fischer, Modern Approaches to Central Banking...p.41

genel olarak enflasyon hedeflemesine geçmeden önce gerekli yasal değişiklikler yapılmıştır. Latin Amerika ve bazı Avrupa Birliği üyelerinde merkez bankasının amaçları aynı zamanda anayasada da belirtilmiştir. Böyle bir uygulamanın temelde bölgesel geleneklerden ve tarihsel enflasyonist trendler sonucunda merkez bankalarına verilen bağımsızlıktan kaynaklandığı ifade edilmektedir.²⁷⁰

Para politikasının yürütülmesinde merkez bankalarının başarılarına hizmet eden temel yol gösterici prensiplerden biri hükümet eylemlerinin kamuoyu tarafından kontrol edebilmesi ve politika yapıcıların hesap verebilir olmasıdır. Demokrasiye temel teşkil eden bu ilke açık bir şekilde para politikası amaçlarının seçilmiş bir hükümet tarafından belirlenmesi gerektiğini önermektedir. Diğer bir ifadeyle merkez bankası amaç bağımsız olamaz. Bu yaklaşımın doğal bir sonucu fiyat istikrarına yönelik kurumsal taahhüdün hükümet tarafından açık bir şekilde yapılması ve uzun dönemde öncelikli amaç olarak fiyat istikrarının takip edilmesinde merkez bankasının yasal yükümlülüğünün olmasıdır. Merkez bankasının amaç bağımlı (goal dependent) olması sadece temel demokratik prensiplere uygun olması değil aynı zamanda maliye politikasının para politikasına uyumunu sağlamak suretiyle zaman tutarsızlığı probleminin gerçekleşme ihtimalini azalttığı için de önemlidir. Merkez bankası yasasında fiyat istikrarının amaç olarak yer almasıyla bağlayıcı bir taahhüt altına giren politikacıların fiyat istikrarına ters düşen kısa dönemli genişleyici politikalar takip etmesi konusunda merkez bankasına baskı yapmaları zorlaşacaktır. Diğer taraftan hükümetin fiyat istikrarına yönelik taahhüdü aynı zamanda para politikasını maliye politikası üzerinde hakim kılacak olan bir taahhüttür. Uzun dönemde para politikasının amaçlarını hükümetin belirlemesi gerektiği konusunda ortak bir görüş olmasına rağmen aynı şeyin kısa ve orta dönem için ileri sürülmesi

²⁶⁹ Guy Debelle and Stanley Fischer, How Independent Should A Central Bank Be, in. Jeffrey Fuhrer (ed.), **Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers**, Federal Reserve Bank of Boston Conference, Vol. 38, 1994, p.197

²⁷⁰ Anita Tuladhar, Governance Structures and Decision-Making Roles in Inflation Targeting Central Banks' **IMF Working Paper**, WP/05/183, 2005, pp.5-6

tartışmalıdır. Zira hükümetin kısa süreli amaçlar belirlemesi zaman tutarsızlığı problemine neden olabilir.²⁷¹

2.2.1.1.2 Merkez Bankasının Araç Bağımsızlığı

Merkez bankası bağımsızlığının ikinci boyutunu araç bağımsızlığı (instrument independence) oluşturmaktadır. Araç bağımsızlığı merkez bankasının kendi amaçlarını gerçekleştirirken kullanabileceği araçları (enstrümanları) politik veya herhangi bir dışsal baskıya maruz kalmadan serbestçe seçebilmesi şeklinde ifade edilmektedir. Merkez bankasının araç bağımsızlığı bütün para politikası rejimleri için istenen bir durum iken, merkez bankasının daha fazla ihtiyari davrandığı enflasyon hedeflemesi rejimi açısından temel bir gerekliliktir ve bu yüzden enflasyon hedefleyici merkez bankaları kullanacakları araçları serbestçe seçebilmektedirler(Tablo 2.1).

Gerek politika yapıcılar ve gerekse akademisyenler arasında para politikası amaçlarının politik otoritelerce belirlenmesi ve bu amaçlara ulaşılması için para politikasının yürütülmesinin politik kontrolden bağımsız olması gerektiği şeklinde bir görüş birliğinin olduğu görülmektedir. Bu şekildeki bir yargı para politikası etkilerinin uzun dönemde ortaya çıkmasından kaynaklandığı ifade edilmektedir. Para politikasının etkileri gecikmeli olarak ortaya çıktığı için politika yapıcılar karar verirken uzun dönemli bir perspektife sahip olmaları gerekir. Merkez Bankasının bağımsız kabul edildiği bir rejimde politika yapıcıların böyle bir perspektife sahip olmaları kaçınılmazdır. Böylece araç bağımsızlığı merkez bankasını politik süreçlerin bir özelliği olan miyopik davranışlardan alıkoyarak ileriye dönük yaklaşımlar (forward looking) içinde olmasına da katkı sağlar.

Para politikası uygulamalarının doğrudan hükümetin kontrolünde olması, yüksek enflasyon oranlarına ve para politikasının politik amaçlar için kullanılmasına yönelik güçlü bir eğilimin varlığından dolayı olumsuz sonuçlar vermesi kaçınılmazdır. Hükümet müdahalelerinin yasal olarak sınırlandırılması finansal piyasalarda merkez bankasının

²⁷¹ Frederic S. Mishkin, What Should Central Banks Do?, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**,

eskiye nazaran daha çok anti enflasyonist olduğu inancının doğmasına ve böylece kredibilitésinin yükselmesine olanak sağlar.²⁷² Bu yüzden merkez bankasının politika enstrümanlarını belirlenmede yeteri kadar bağımsız davranabilmesi güvenilir ve etkin bir enflasyon hedeflemesi için oldukça önemlidir. Enflasyon amacının takip edilmesi konusunda merkez bankasına verilen sorumluluk aynı zamanda bu amaca ulaşmak için kendi politika enstrümanlarını belirleme gücünün de verilmesini gerektirir. Merkez bankasına para politikası enstrümanlarını belirleme yetkisinin verilmesi, kısa dönemde enflasyon ve istihdam arasındaki değiş-tokuş ilişkisinden yararlanmayı amaç edinen politik baskıyı elimine eder.²⁷³

2000, pp. 5-6

²⁷²Charles Freedman and Inci Ötker-Robe, Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies, **IMF Working Paper**, WP/10/113, May 2010, p.7

²⁷³Heenan vd. pp.8-9

Tablo 2.1: Merkez Bankasının Bağımsızlığı

| Ülke | Amaç Bağımsızlığı | Hedef Bağımsızlığı | | Araç Bağımsızlığı | |
|-----------------|-----------------------------|--------------------|---------------------|----------------------|------------------------------------|
| | | Hedef belirleme | Hükümetin üstünlüğü | Hükümete kredi verme | Hükümetin karar alma sürecine kat. |
| | Yasal amaç | | | | |
| Avustralya | Çoklu amaç | H+MB | Evet | Evet | Oy hakkı olan üye |
| Brezilya | Enf. hedefi | H | Hayır | Hayır | Hayır |
| Kanada | Çoklu amaç | H+MB | Evet | Evet, sınırlı | Oy hakkı olmayan üye |
| Şili | Fiyat + finansal istkr. | MB | Evet | Evet | Oy hakkı olmayan üye |
| Kolombiya | Fiyat istikrarı | MB | Evet | Hayır | Oy hakkı olan üye |
| Çek Cumhuriyeti | Fiyat istikrarı | H+MB | Hayır | Hayır | Oy hakkı olmayan üye |
| Macaristan | Fiyat istikrarı | H+MB | Hayır | Hayır | Oy hakkı olmayan üye |
| Endonezya | Döviz kuru ist. | H+MB | Hayır | Hayır | Hayır |
| İzlanda | Fiyat istikrarı | H+MB | Hayır | Hayır | Hayır |
| İsrail | Fiyat istikrarı | H | Hayır | Hayır | Hayır |
| Kore | Fiyat istikrarı | H+MB | Hayır | Evet | Oy hakkı olmayan üye |
| Meksika | Fiyat istikrarı | MB | Hayır | Evet | Oy hakkı olmayan üye |
| Y. Zelanda | Fiyat istikrarı | H+MB | Evet | Evet | Hayır |
| Norveç | Düşük, istikrarlı enflasyon | H | Evet | Hayır | Hayır |
| Peru | Parasal istikrar | MB | Hayır | Hayır | Hayır |
| Filipinler | Fiyat istikrarı | H+MB | Hayır | Evet, sınırlı | Oy hakkı olan üye |
| Polonya | Fiyat istikrarı | MB | Hayır | Hayır | Oy hakkı olmayan üye |
| Romanya | Fiyat istikrarı | H+MB | Hayır | Hayır | Hayır |
| Slovakya | Fiyat istikrarı | MB | Hayır | Hayır | Hayır |
| G. Afrika | D. kuru istikrarı | H+MB | Evet | Evet | Hayır |
| İsveç | Fiyat istikrarı | MB | Hayır | Hayır | Oy hakkı olmayan üye |
| Tayland | Parasal istikrar | MB | Hayır | Evet | Hayır |
| Türkiye | Fiyat istikrarı | H+MB | Hayır | Hayır | Oy hakkı olmayan üye |
| İngiltere | Fiyat istikrarı | H | Evet | Hayır | Oy hakkı olmayan üye |

Not: H = Hükümet, MB = Merkez bankası

Kaynak : **Heenan vd.** p.8, ve **Roger** , 'Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges' ...p.9

Uygulamada enflasyon hedefleyici merkez bankalarının tamamının araç bağımsız oldukları söylenemez. Tablo 2.1' de görüldüğü gibi enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde uygulandığı bazı ülkelerde merkez bankasının bütçe açıklarını finanse ettiği, merkez bankasının araç belirleme kararlarında hükümetin rolünün devam ettiği ve hükümet yetkililerin karar alma sürecine doğrudan katılabildikleri görülmektedir. Bu ise

fiili bağımsızlığın (de facto autonomy) resmi bağımsızlıktan (de jure autonomy) daha önemli olduğu gerçeğini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda hükümetin enflasyon hedeflemesi çerçevesine yönelik güçlü bir taahhüdü var olduğu sürece, hükümetin sahip olduğu iktidar gücünü para politikasının belirlenen hedeflerinin aleyhine kullanması söz konusu olamaz.²⁷⁴

Merkez bankasının operasyonel veya araç bağımsızlığının sürdürülebilmesi için birçok enflasyon hedefleyici merkez bankasının bütçe açıklarını finanse etmesi yasaklanmış veya buna yönelik farklı yasal önlemler alınmıştır. Prensip olarak enflasyon hedefinin belirlenmesine yönelik bir taahhüt hükümete verilecek kredilerin sınırlandırılması anlamına gelse de, merkez bankası kredilerinin yasaklanıp yasaklanmadığının veya düşük bir seviyede olup olmadığının kontrol edilmesi oldukça kolay ve şeffaftır. Bu tür sınırlandırmalar hem hükümete verilen doğrudan krediler hem de hükümet tahvillerinin ikincil piyasalardaki satışları yoluyla sağlanabilecek dolaylı kredileri kapsar.²⁷⁵

2.2.1.1.3 Merkez Bankasının Hedef Bağımsızlığı

Merkez bankasının amaç ve araç bağımsızlığının yanında hedef bağımsızlığı (target independance) da bazı çalışmalara (Tuladhar 2005, Heenan vd.2002) konu olmuştur. Hedef bağımsızlığı, merkez bankasının seçilmiş olan temel amacı doğrultusunda bu amaca yönelik rakamsal hedefini kendisinin belirleyebilmesidir.

Enflasyon hedefini kimin belirleyeceği cari enflasyon hedefinin uzun dönem enflasyon hedefinden ne kadar uzaklaştığına bağlı olarak değişir. Eğer şimdiki enflasyon oranı düşük ise, orta vade hedefi ile uzun dönem hedefi arasında fark olamayacağı için her ikisi arasında bir çatışma söz konusu olmaz. Bu durumda hükümetin enflasyon hedefini belirlemesi bir sorun oluşturmaz. Tersine cari enflasyon oranı uzun dönem

²⁷⁴ Geoffrey Heenan, Marcel Peter, and Scott Roger, Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications, **IMF Working Paper**, WP/06/278, 2006, p.9, ve Scott Roger, Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges, **IMF Working Paper**, WP/09/236, 2009, p.8

²⁷⁵ Tuladhar, p.14

enflasyon oranından yüksek ise orta vade enflasyon hedefini kimin belirleyeceği konusu daha komplike bir durum arz eder. Mishkin ve Schmidt-Hebbel bu durumda bir trade-off'un ortaya çıktığını belirtmektedirler. Buna göre merkez bankasının araç bağımsızlığı argumanı orta vade enflasyon hedefini merkez bankasının belirlemesini uygun bulurken, merkez bankasının amaç bağımlılığı argumanı ise enflasyon hedefinin hükümet tarafından belirlenmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Gelişmiş ülkeler açısından orta vade hedefleri ile uzun vade hedefleri birbirine oldukça yakın olduğu için bu durum bir ikilem oluşturmaz. Yüksek enflasyon oranından düşük enflasyon oranına geçiş sürecinde olan ülkeler için ise hükümetin enflasyon hedefini belirlemesi gerektiği fazla açık değildir.²⁷⁶

Uygulamada enflasyon hedeflerinin rakamsal olarak belirlenmesi tipik olarak merkez bankası, merkez bankası ile hükümetin ortak kararı veya tek taraflı olarak belirlenebilmektedir (Tablo 2.1). Kamuoyu tarafından daha iyi anlaşılması açısından hem merkez bankası hem de hükümet, hedeflerin spesifik olarak belirlenmesinde kararların maksimum ortaklığı yansıtması taraftarıdır. Hedefin belirlenmesinde hükümet kararlarının da olması mali otoritelerin planlarında ve alacağı kararlarda enflasyon hedefini ciddi bir şekilde hesaba katmalarını gerektiren önemli bir faktördür. Bundan dolayıdır ki, merkez bankası enflasyon hedefini belirlemede tek otorite olsa bile, bunu hükümet ile müzakere eden bir yaklaşım içinde olması ve bu konuda hükümetin açık desteğini olması merkez bankasının güvenilirliği açısından oldukça önemlidir.²⁷⁷ Bununla birlikte hedeflerin belirlenmesi sürecinde hükümetin de etkili olması hem enflasyon hedeflemesinin kredibilitesi açısından hem de özellikle para politikasının öncelikli amacı olarak enflasyon hedefi amacının takip edilmesi konusunda merkez bankası yetkisinin açık olmadığı durumlarda önemlidir. Fiyat istikrarının yasalarda para

²⁷⁶ Frederic S. Mishkin and Klaus S. Hebbel, One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know, in. “**10 Years of Inflation Targeting: Designs, Performance and Challenges**”, Central Bank of Chile, 2002, pp.191-192

²⁷⁷ Heenan vd. p.7

politikasının öncelikli amacı olarak açık bir şekilde kabul edildiği ülkelerde merkez bankaları enflasyon hedeflerini ilan edebilmektedirler.²⁷⁸

Bu bağlamda, merkez bankasının araç bağımsız olması gerekirken özellikle gelişmekte olan ülkelerde hükümetin sayısal hedeflerin belirlenmesi ile ilgili karar alma süreçlerinin içinde olması ve bu hedefe ulaşmada kendisini yükümlü kılmasının önemli olduğunu vurgulamak gerekir. Tersi bir durumda, özellikle yatırımcılar gibi ekonomik katılımcılar açısından hükümetin gerçekten enflasyon hedeflemesi rejimi ve enflasyon hedefini destekleyip desteklemediği konusunda bazı belirsizlikler ortaya çıkabilir. Gelişmiş ülkelerdeki deneyimler enflasyon hedeflemesi rejiminin daha iyi işleyebilmesi için enflasyon hedefinin hükümetçe veya hükümet ve merkez bankasının ortak kararı ile belirlendiğini göstermektedir.²⁷⁹

2.2.1.2 Merkez Bankasının Kredibilitesi

Enflasyon hedeflemesi sadece merkez bankasının bağımsızlık derecesinin yüksek olmasını gerektirmez, aynı zamanda kredibilitesinin de yeteri kadar yüksek olmasını, yani anti enflasyonist olarak algılanmasını gerektirir. Bağımsızlık, kredibilite ve anti enflasyonist olma birbirleri ile ilgili kavramlar olsa da, belli bir dönem içindeki gelişimleri farklı olabilmektedir. Finansal sistemin şoklara (döviz kuru şoku gibi) karşı dayanaksız olduğu ülkelerde, merkez bankasının bağımsız olduğu düşünülse bile, ilan edilmiş enflasyon hedefleri ciddi zararlar görebilir. Politika yapıcıların taahhütlerinin ve düşük enflasyonu sürdürmelerindeki davranışlarının güven vermemiş olması gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun neden kalıcı olduğunu gösteren nedenlerden biridir. Oysa özellikle yüksek enflasyon geçmişinin ve makroekonomik istikrarsızlığın olduğu ülkelerde, kredibilitenin yükseltilmesi veya merkez bankasının anti enflasyonist olduğuna dair güçlü bir inancın oluşturulması zor bir süreçtir. Kredibilite probleminin üstesinden gelmek için enflasyon hedeflerinin kullanılabilmesi analitik olarak ortaya

²⁷⁸ **Alina Carare vd.** Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting. **IMF Working paper**, 02/102. Washington, D.C.: International Monetary Fund 2002p.5

²⁷⁹ Freedman and Ötger-Robe, Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies,...p.8

konulmuştur. Bunun ötesinde para politikasının hesap verebilirliğini yükseltmekle enflasyon hedeflemesi ihtiyari politikaların doğasında var olan enflasyon sapsmasını azaltabilir. Enflasyon hedeflerinin ilan edilmesi merkez bankasının kredibilitasını arttıran önemli bir faktördür.²⁸⁰

Merkez bankasının kredibilitasını ‘insanlar bir merkez bankasının söylediklerini yapacaklarına inanıyorlarsa o merkez bankası güvenilirdir’ şeklinde ifade eden Blinder (1999) kredibilitayı üç faktör ile özdeşleştirmektedir: enflasyondan kaçınma, önceden verilmiş bir taahhüt ve uyumluluk. Merkez bankasının enflasyonu düşük tutma konusundaki katı tavrı kamuoyu açısından merkez bankasının güvenilirlik ölçüsü olarak ele alınmaktadır. Bu açıdan kredibilite ile enflasyondan kaçınma aynı şeyi ifade etmektedir. Merkez bankasının taahhütlerinde güvenilir olabilmesi için bu taahhütlerine bağlı olması gerekir. Bu bağlamda merkez bankasının enflasyon ile mücadelesinde taahhütlerini yerine getirebilecek yasal bir zeminin hükümet tarafından sağlanması oldukça önemlidir.²⁸¹

Para politikası kararları üzerindeki aşırı politik etki merkez bankalarının enflasyonla mücadelede kredibilitasına zarar verdiği için daha yüksek enflasyon ve daha düşük bir ekonomik performans ortaya çıkabilir. Uzun dönemde düşük enflasyonu düzenli bir şekilde taahhüt eden merkez bankalarının bu taahhütleri kamuoyu tarafından güvenilir olarak görülürse bir taraftan enflasyon beklentileri azalırken diğer taraftan hane halkı ve firmalar daha yüksek ücret ve fiyat taleplerinde ısrar etmezler. Oysa kısa dönemli politik etkilere maruz kalan bir merkez bankası düşük enflasyonu taahhüt etmiş olsa bile güvenilir olamayacaktır. Çünkü kamuoyu bağımsız olmayan bu tür merkez bankalarının uzun dönem fiyat istikrarına uygun olmayan kısa dönemli genişleyici politikalar takip etmeleri konusunda baskılara maruz kalacaklarını tahmin edebilmektedirler. Merkez bankasının kredibilitası düşük olduğunda kamuoyunun enflasyon beklentileri artar ve buna bağlı olarak ücretlerde ve fiyatlarda artış talepleri

²⁸⁰ Agenor, pp.101-102

²⁸¹ Alan S. Blinder, Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Built It?, **NBER Working Paper** 7161, 1999, pp. 4-5

gerçekleşir. Bu yüzden merkez bankasının yeteri kadar bağımsız olmaması uzun dönemde üretim ve istihdamda bir artış olmaksızın daha yüksek enflasyon ve enflasyon beklentilerine sebep olabilir.²⁸²

2.2.2 Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

1990'ların başından bu yana merkez bankasının piyasalar ve kamuoyu ile iletişimi konusunda devrim niteliğinde gelişmeler yaşanmıştır. Daha öncesinde merkez bankaları genel olarak çok kapalı kurumlar olarak varlıklarını devam ettirmişlerdir. Bu anlamda merkez bankalarının şeffaf olmayışları sadece amaçlarının ve stratejilerinin ne olduğu konusunda değil, aynı zamanda kullanılacak olan politika enstrümanlarının neler olabileceği konusunda da söz konusu olmaktadır. Merkez bankalarının şeffaf olmayışlarının temel gerekçesi ise 'politik baskılardan korunmak' ve böylece zaman tutarsızlığı problemini elimine etmek olarak ileri sürülmüştür.

Ne var ki, zaman tutarsızlığı probleminin üstesinden gelmek için başvuru olan gizlilik yaklaşımı birçok açıdan sorunludur. Öncelikle politikalarında şeffaf olmayan merkez bankaları doğal olarak demokratik bir yaklaşım içinde olamazlar. Genişlemeci politika uygulamaları konusunda politikacılardan gelen baskılarla karşılaşmamak için merkez bankalarının şeffaf olmaması makul olarak kabul edilse de, temel demokratik prensipler merkez bankalarının eylemlerinden dolayı hesap verebilir olmasını gerektirmektedir. Bununla birlikte, demokratik prensiplerin bir gereği olarak politika yapıcılar, tercihlerinde toplumun tercihleri ile uyum içinde olmak durumundadırlar. Çünkü uzun dönemde bir merkez bankası kamuoyunun desteği olmaksızın para politikasını yürütemez.

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi ile birlikte merkez bankaları zaman tutarsızlığı probleminin çözümü konusunda yukarıda anlatılan geleneksel yaklaşımdan

²⁸² Ben S. Bernanke, Central Bank Independence, Transparency, and Accountability, **Remarks at the Institute for Monetary and Economic Studies International Conference**, Bank of Japan, May 26, 2010, pp. 3-4

farklı bir şekilde şeffaflık ile birlikte kamuoyu ve piyasalarla iletişimin başarılı bir para politikası için temel unsurlar olduğunu kabul etmişlerdir.²⁸³

Giderek artan şeffaflık trendi merkez bankalarının uzun süredir ortaya koydukları pratiklerinin de bir yansımasıdır. Bu bağlamda Dincer ve Eichengreen (2013) merkez bankası şeffaflığındaki artışın birbiriyle bağlantılı bazı konuların irdelenmesi ile daha iyi anlaşılabilirliğini belirtmektedirler. Öncelikle 1989'da Yeni Zelanda'da uygulamaya konulan enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte merkez bankasının şeffaflığı bir gereklilik olarak kabul edilmiştir. İkinci olarak şeffaflık merkez bankası bağımsızlık alanı içerisinde hesap verebilirliğin temel bir unsuru olarak görülmektedir. Merkez bankalarının bağımsızlığı arttıkça ve kendi araçlarını seçmekte daha çok serbest oldukça şeffaflık, merkez bankasının eylemleri ile amaçları arasında uyumun olup olmadığının değerlendirmesine imkan veren bir mekanizma görevi üstlenmektedir. Üçüncü olarak merkez bankasının şeffaflığı, piyasaların politika kararlarına daha anlamlı bir şekilde cevap vermesini sağlayan bir faktör olarak görülmektedir. Merkez bankası temel ekonomik göstergeleri ve bu göstergelerin politika duruşları ile ne kadar alakalı olduğu konusunda daha çok şeffaf oldukça para politikası kararlarında bir sürprizin yaşanması olasılığı oldukça azdır. Dördüncü olarak şeffaflık merkez bankasının kredibilitelerini arttırmanın bir aracı olarak görülmektedir. Merkez bankasının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını sağlamaya yönelik bir taahhüd ile kendini yükümlü kılması, güvenin temel kaynağını oluşturmaktadır. Güven verici bir taahhüt, beklenmeyen durumlar karşısında merkez bankasına belirlenen hedeflerden daha rahat bir şekilde sapabilme imkanı verebilir çünkü, kamu oyu söz konusu sapmaların geçici olduğunu ve uzun dönem para politikası hedefleri ile bir uyumsuzluğun olmayacağına inanmaktadır. Dolayısıyla şeffaflık sadece kredibiliteleri değil, aynı zamanda esnekliği de arttırır.²⁸⁴

²⁸³ Frederic S Mishkin, Can Central Bank Transparency Go Too Far?, **NBER Working Paper** 10829, 2004, pp,1-2

²⁸⁴ N. Nergiz Dincer and Barry Eichengreen, Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures, **BOK Working Paper** No.2013-21 (2013.09), pp.1-3

Şeffaflık şu uygulamaları içermektedir.²⁸⁵

1. Enflasyon hedeflerinin açık bir şekilde ilan edilmesi
2. Kamuoyunun para politikasının duruşunu değerlendirebilmesi için yeterli bir bilgiye ulaşabilmeleri
3. Para politikası uygulamalarındaki değişimlerin kamuoyuna ilan edilmesi
4. Olası hedef sapmaları, sapmanın nedenleri ve enflasyonu hedefe geri getirebilecek politika önlemlerinin açıklanması

Şeffaflık özelliği diğer para politikası rejimlerinde de önemli bir yer tutmaktadır. Burada belirtilmesi gereken temel nokta, şeffaflık ve hesap verebilirliğin enflasyon hedeflemesindeki ayırt edici özelliği, merkez bankasının iyi tanımlanmış bir sayısal enflasyon hedefini başarması konusunda hesap verebilir olmasıdır. Zira para politikasındaki tüm değişimler enflasyon hedefi gözetilerek gerçekleştirilir.²⁸⁶

Esasen merkez bankasının bağımsızlığı ile şeffaflık ve hesap verebilirlik birbiri ile yakın bir ilişki içerisindedirler. Demokratik toplumlarda merkez bankası bağımsızlığının hesap verebilirlik ile desteklenmesi gerekmektedir. Bununla birlikte daha fazla şeffaflık, hesap verebilirliğin sağlanabilmesi için önemli bir araç olarak görülmektedir. Merkez bankasının şeffaflığı aynı zamanda enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesinin doğal bir sonucu olarak da görmek gerekir. Çünkü enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesi, enflasyon hedefinin resmi olarak ilan edilmesini gerektirir.²⁸⁷

Enflasyon hedefleyici merkez bankaları belirlemiş olduğu hedeflerle ilgili performanslarından dolayı hesap verebilirlikleri söz konusudur. Merkez bankalarının

²⁸⁵ Khan, p.11

²⁸⁶ Debelle, The Case for Inflation Targeting in East Asian Countries,...p.68

²⁸⁷ Carl E. Walsh, Transparency, Flexibility, and Inflation Targeting, in. (Eds), Frederic Mishkin and Klaus Schmidt-Hebbel, **Monetary Policy under Inflation Targeting**, Central Bank of Chile 2007, p.277

esasen hesap verebilir durumda oldukları kesimler kamuoyu, hükümet ve yasal organları kapsamaktadır. Tipik olarak merkez bankasının performansı gerçekleşen enflasyonun hedef oranından sapmalar temelinde değerlendirilmektedir

İlgili kesimlerin (kamuoyu, hükümet, yasal organ) enflasyon hedefine bağlılığı açısından merkez bankasını hesap verebilir konumda tutmaları için merkez bankası operasyonlarında ve ne yapmak istediği konusunda şeffaf olmak zorundadır. Enflasyon hedeflemesi altında merkez bankası enflasyon ve enflasyon beklentilerini hedefe yakın tutma amacı taşımaktadır fakat, para politikası uygulamasındaki değişim ile bu değişimin enflasyon üzerindeki etkisi arasında bir geçikmenin (lag) var olması merkez bankasının şeffaflık ve hesap verebilirlik yönlerinin önemini artırır. Böylece ilgili kesimler merkez bankasının enflasyon hedefi taahhüdüne ne kadar bağlı kaldığını denetleyebilirler.²⁸⁸

Hükümetin bir ajanı olarak merkez bankasının para politikası amaçlarını gerçekleştirmesi konusunda kamuoyu ve seçilmiş temsilciler karşısında hesap verebilir olması ve politikalarını şeffaflık içinde yürütmesi demokratik prensiplerin bir gereğidir. Şeffaflığın belirsizliği azaltmasına bağlı olarak hane halkı ve firmalar merkez bankasının gelecekte ne tür eylemlerde bulunacağını tahmin ettikleri için para politikasının uzun dönem faiz oranları üzerindeki etkisi de artmış olur. Bu yüzden şeffaflığın artırılması ve belirsizliklerin azaltılmış olması politika yapıcıların ekonomik büyüme ve enflasyonu etkileyebilme kabiliyetlerini artırır.²⁸⁹ Dolayısıyla merkez bankaları açısından ele alındığında Freedman and Laxton (2009) şeffaflık derecesinin yükseltilmesinin altında iki önemli faktörün olduğu belirtmektedirler. Bunlardan biri şeffaflık ile para politikasının etkinliği arasında, diğeri ise şeffaflık ile hesap verebilirlik arasında var olan doğrusal ilişki şeklinde ifade edilmektedir.²⁹⁰ Bu anlamda, merkez bankasının amaçları

²⁸⁸ **Scott Roger and Mark Stone**, On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets, **IMF Working Paper**, WP/05/163, 2005, p.14

²⁸⁹ Bernanke, Central Bank Independence, Transparency, and Accountability, ...p.11

²⁹⁰ Charles Freedman and Douglas Laxton, Inflation Targeting Pillars: Transparency and Accountability, **IMF Working Paper**, WP/09/262, 2009, p.3 ve **Meyer**, 'Inflation Targets and Inflation Targeting' p.8

ne kadar açık olursa, şeffaflık ve hesap verebilirlik düzeyi o derece artacak ve böylece merkez bankasının bağımsızlığı da dengelenmiş olacaktır.

Para politikasının yürütülmesinde açıklık ve şeffaflık, özellikle enflasyon hedeflemesi rejiminin kredibilitesini arttırmanın önemli yolları olarak görülmektedir. Merkez bankasının kararlarından dolayı açık bir şekilde hesap verebilir kılınması enflasyon hedefine ulaşmayı teşvik etmek suretiyle parasal otoritelerin bunu başaracaklarına dair kamuoyunda bir inancın oluşması sağlanır. Esas olarak, parasal otoritelerin politika değişimlerini ve bu değişimlerin altındaki temel nedenleri kamuoyuna açıklamak zorunda olması, enflasyon hedeflemesi rejimi altında para politikasının etkinliğini de arttırabilir. Bununla birlikte şeffaflık merkez bankasının tercihleri ile ilgili belirsizlikleri azaltarak beklenen enflasyon oranlarının daha düşük olmasını sağlar. Bu ise bir merkez bankasının güvenilirliğini artıran bir durumdur.²⁹¹

Şeffaflık genel olarak kamuoyuna karşı merkez bankasının hesap verebilirlik derecesini arttırmanın bir aracı olarak da kabul edilmektedir. Bu bağlamda her ülkede farklı uygulamalar olsa da merkez bankasını gerçekleştirdiği performans ve eylemlerinden dolayı hesap verebilir kılmak için genellikle şu mekanizmalar kullanılmaktadır:²⁹²

- Para politikası veya enflasyon raporlarının düzenli bir şekilde yayınlanması
- Hedeflerde önemli sapmalar olması durumunda özel raporların veya hükümete gönderilen açık mektupların yayınlanması
- Merkez bankasının hesap verebilirliğini sınırlandırmanın yanında para politikasının bazı şoklara nasıl tepki göstereceğini önceden ortaya koyabilmek için 'kaçış yolunun' (escape clauses) kullanılması
- Para politikası toplantılarındaki tutanakların makul bir süre içinde yayınlanması

²⁹¹ Agenor, pp.105-106

²⁹² Heenan vd. p. 11

- Özel raporlar çerçevesinde anayasal veya yönetsel denetimin yapılması
- Merkez bankası denetim kurulunun denetimi
- Yetersiz performans durumunda karar alma pozisyonunda olanların (merkez bankası başkanı, kurul üyeleri) görevlerinden alınabilmesi

Literatürde hedef aralıklarının merkez bankası hesap verebilirliği açısından temel bir rolü olduğu ifade edilmektedir. Buna göre hesap verebilirliğin standartları tipik olarak, enflasyon oranının hedef aralığı içinde olup olmamasına bağlı olarak değişir. Eğer enflasyon oranı hedef aralığı içinde ise merkez bankası enflasyon raporunda sonuçlarla ilgili gerekli açıklamaları yaparak, enflasyonu söz konusu aralık içinde tutmak için sürdürülebilecek politika aksiyonlarının gerekliliğine vurgu yapar. Oysa enflasyon oranı hedef aralığının dışına çıkarsa ya da böyle olacağı bekleniyor ise, hesap verebilirliğin standartları genellikle katılaşır. Bu şartlarda merkez bankası başarısızlığa neden olan ve enflasyonu tekrar hedef aralığına getirebilecek olan politikaların neler olduğunu açıklaması konusunda yoğun bir baskı altına girecektir. Bu yüzden hedef aralığının merkez bankasının hesap verebilirliği açısından önemli bir eşik rolü oynadığı ifade edilmektedir.

Merkez bankasının düşüncelerini kamuoyu ve piyasalara aktarması konusunda iletişim prosedürleri oldukça önemli bir rol oynamaktadır. Şeffaflığın artırılması yoluyla para politikasının etkinliğinin artırılması proaktif ve iyi planlanmış iletişim prosedürlerinin varlığını gerektirir. Üzerinde düşünülmesi gereken önemli bir konu iletişim süreçlerine nelerin dahil edilebileceğidir. Burada dikkat edilecek temel kriter para politikasının neler yapıp neler yapamayacağıdır. Bu bağlamda iletişimde vurgulanması gereken, para politikasının düşük ve istikrarlı enflasyon amacını gerçekleştirebildiğidir. Bununla birlikte, verilmesi gereken temel mesajlardan biri de güçlü bir para politikasının istihdam ve üretim gibi reel makro ekonomik değişkenler için gerekli ama yeterli olmadığı gerçeğidir.

Enflasyon hedeflemesi şeffaflık derecesini arttırmış olmasına rağmen bu şeffaflığın maksimum dereceye çıktığı söylenemez. Zira enflasyon hedefleyici merkez bankalarının tamamı ‘enflasyon raporunda’ enflasyon tahminlerini yayınlarken önemli bir kısmı üretim ve faiz oranı ile ilgili tahminlerini yayınlamamaktadır. Bununla birlikte merkez bankalarının hiçbiri kendi amaç fonksiyonlarını tanımlamazken çoğu da üretim dalgalanmaları ile ilgili görüşlerini açık bir şekilde ortaya koymakta isteksiz davranmaktadırlar. Bu durum merkez bankalarının daha fazla şeffaf olmasının gerekli olup olmadığı sorusunu gündeme getirmektedir.

Mishkin, tahminlerin yayınlanmasının bazı dezavantajlarının da olabileceğini ifade etmektedir. Yeni bilgilerin elde edilmesi ve buna bağlı olarak merkez bankasının politika faiz oranını değiştirmesini kamuoyu merkez bankasının kendi duyurmuş olduğu politikadan vazgeçtiğini veya önceden almış olduğu kararların birer hata olduğunu düşünmeye başlar. Bu yüzden merkez bankası optimal bir politika yürütmüş olsa bile planlanan politika çizgisinden sapmalar merkez bankasının bir başarısızlığı olarak görülür ve bu da bir kredibilite problemine yol açar. Dolayısıyla Mishkin’e göre tahminlerin yayınlanması hem yararlı hem de zararlı olabilmektedir. Bununla birlikte, tahminler merkez bankasının gelecek faiz oranı projeksiyonları temelinde olmasa bile, özellikle düşük kredibiliteye sahip merkez bankaları açısından kamuoyuna daha fazla bilgi sağlamak için tahminlerin yayınlanması önemli bir gerekliliktir.²⁹³

2.2.3 Enflasyon Hedefinin Önceliği

Para politikasının öncelikli amacının enflasyon hedefi olması enflasyon hedeflemesinin en temel özelliğidir. Bu yönüyle enflasyon hedeflemesi bir merkez bankasının sıradan bir şekilde duyurmuş olduğu bir enflasyon tahmin sisteminden

²⁹³ Mishkin, Can Central Bank Transparency Go Too Far?,...pp. 9-13

tamamen ayrılmaktadır. Çünkü bu şartlar altında merkez bankasının enflasyon tahminini gerçekleştirecek politikaları belirlemeye yönelik bir sorumluluğu olamaz.²⁹⁴

Para politikasının tek amacının fiyat istikrarı olması enflasyonist sapmayı doğurabilen zaman tutarsızlığı probleminden kaçınmak için temel bir gerekliliktir. Bununla birlikte fiyat istikrarının tek amaç olması aynı zamanda para politikasının uzun dönemde reel değişkenleri etkileyemeyeceği şeklindeki monetarist görüş ile uyum içindedir. Diğer taraftan fiyat istikrarının tek amaç olması ‘tek bir araç ile para politikası ancak tek bir amaca sahip olabilir’ şeklindeki temel teorik yaklaşımı da yansıtmaktadır.²⁹⁵

Merkez bankasının tek bir amacının veya en azından açık bir şekilde tanımlanmış öncelikli bir amacının olması merkez bankası bağımsızlığı ve hesap verebilirliği için açık bir dayanak teşkil etmektedir. Tersine çoklu amaçlar merkez bankasının etkinliğini ve hesap verebilirlik derecesini azalttığı gibi ekonomik politikalar arasındaki koordinasyonu da daha karmaşık hale sokar.

Düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını para politikasının temel amacı olarak kabul etmek, prensip olarak, para otoritelerinin enflasyon hedefi dışında ücretler ve döviz kurları gibi nominal değişkenlere ilişkin katı bir taahhütte bulunmamayı gerektirir. Bununla birlikte esnek döviz kurunu resmi olarak seçmiş gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda parasal otoriteler, fiili olarak bir hedef patikası veya bandını kabul etmek suretiyle, ulusal paranın değerinin korunmasına yönelik çabalarını sürdürmektedirler. Yalnız, döviz kurundaki dalgalanmaların sınırlandırılması para politikasının beyan edilmiş veya örtük bir hedefi olarak kabul edildiğinde merkez bankalarının fiyat istikrarına öncelik vermeye yönelik niyetlerini güvenilir ve şeffaf bir şekilde kamuoyuna aktarmaları oldukça zor olacak ve böylece yaşanan kredibilite sorunu daha yüksek enflasyon beklentilerine neden olacaktır. Bu yüzden döviz kuruna yönelik açık veya

²⁹⁴ Guy Debelle, The Case for Inflation Targeting in East Asian Countries, in. (eds.) D. Gruen and J. Simon **Future Directions for Monetary Policies in East Asia**, Economic Group, Reserve Bank of Australia, 2001...p.66

²⁹⁵ Tuladhar, p.7

örtük bir taahhüdün olmaması veya enflasyon hedefinin diğer politika amaçlarından önce geldiğinin açık bir şekilde ortaya konulması, enflasyon hedeflemesine geçiş için önemli bir ön şart olarak kabul edilmektedir.²⁹⁶

Gelişmekte olan ülkelerden bazıları özellikle enflasyon hedeflemesini kabul ettikten sonraki başlangıç periyodunda nominal çapa olarak hem enflasyon hem de döviz kuru hedeflerini seçmişlerdir.²⁹⁷ Böyle bir tercih birçok açıdan sorunludur. Öncelikle her iki hedefin çatışma içinde olduğu bir durumda hangisinin baskın geleceği veya hangisine öncelik verileceği konusu kamuoyu ve finansal piyasalar açısından belirsizdir. Dolayısıyla merkez bankası, kamuoyunun enflasyon bekleyişlerini çapa etmekle elde ettiği avantajların birçoğunu kaybedecektir. İsrail ve Şili’de olduğu gibi enflasyon hedeflemesinin başlangıç safhasında hem enflasyon hem de döviz kuru oranlarını hedefleyen ülkelerde döviz kuru hedefi aşamalı olarak önemini yitirmiş ve sonuç olarak tamamen terk edilmiştir.²⁹⁸ Bu bağlamda DeBelle diğer amaçların kalıcılığını önlemek için, merkez bankası sözleşmesinde fiyat istikrarı yanında diğer makro ekonomik değişkenleri de amaç olarak kabul eden ülkelerde enflasyon hedeflemesinin ilk aşamalarından itibaren fiyat istikrarı önceliğinin devamlı olarak vurgulanmasının gerekliliğini ifade etmektedir.²⁹⁹

Fiyat istikrarı amacının öncelikleştirilmesi bir kaç yolla sağlanabilir. Genel olarak, fiyat istikrarı enflasyon hedeflemesi kabul edilmeden önce merkez bankası yasalarında para politikasının öncelikli amacı olarak kabul edilmiştir. Bazı ülkelerde ise merkez bankası yasalarını güçlendirmektense hükümet ve merkez bankası iki taraflı bir anlaşma ile yurt içi fiyat istikrarı amacının öncelikli olduğunu ilan etmişlerdir. Diğer

²⁹⁶ Agenor, pp. 104-105

²⁹⁷ Esasen para politikasının tek aracı politika faiz oranıdır. İki hedef arasında gerçekleşen bir çatışma durumunda ‘tek araç ve iki amaç’ probleminin üstesinden gelmek için merkez bankası amaçlardan birine öncelik verebilir veya ikisi arasında bir değiş-tokuşa karar verebilir ve böylece amaçların her ikisine birden ulaşamaz. Bunun dışında merkez bankası ikinci bir araç olarak döviz kuru piyasasında bir sterilizasyon girişiminde bulunabilir. Literatürde açık sermaye piyasalarının olduğu ülkelerde sterilizasyonun etkinliği konusunda önemli şüpheler bulunmaktadır.(Freedman and Ötger-Robe, ‘Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies’...p.5)

²⁹⁸ Freedman and Ötger-Robe, Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies,...p.5

²⁹⁹ DeBelle, The Case for Inflation Targeting in East Asian Countries,...p.70

bazı durumlarda ise yasalarda fiyat istikrarının para politikasının öncelikli amacı olarak tanımlanması enflasyon hedeflemesi rejiminin kabulünden sonra gerçekleşmektedir. Fiyat istikrarının öncelikli amaç olarak belirlenmesi hangi metot ile olursa olsun, hükümet politika amaçlarını belirleme gücünü elinde tutmaya devam etmiş olsa bile bu amaçları kolay bir şekilde değiştirmesi söz konusu olamaz. Dolayısıyla fiyat istikrarının öncelikli amaç olması enflasyon hedeflemesinin kolayca terk edilmesinin mümkün olmayacağını güvence altına almaktadır.³⁰⁰

Enflasyon hedefinin para politikasının öncelikli amacı olması merkez bankasının üretim ve istihdam gibi diğer ekonomik değişkenlere karşı kayıtsız kalacağı anlamına gelmez. Zira esnek enflasyon hedeflemesi kabul eden merkez bankaları fiyat istikrarı yanında üretim istikrarını da içeren bir kayıp fonksiyonuna sahipmiş gibi hareket etmektedir. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi ‘sadece enflasyonu hedefleyen’ bir rejim olarak anlaşılmalıdır. Diğer taraftan, küresel kriz ile birlikte merkez bankaları finansal istikrara giderek daha fazla ağırlık vermektedirler. Her şeye rağmen fiyat istikrarı merkezbankalarının birincil amacı olmaya devam etmektedir.

2.2.4 Mali Baskınlığın Olmaması

Mali baskınlık (fiscal dominance), yüksek düzeydeki kamu borcunun merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak aktarım mekanizmasının istenildiği gibi çalışmasını engellemesi ve böylece para politikasının etkinliğini azaltması şeklinde ifade edilebilir. Hükümetler, bütçe açıklarını finansal piyasalardan borçlanarak karşılamaya çalışırlar, ancak, kamu borcunun yüksek olduğu ülkelerde bu durum finans piyasalarındaki borç verilebilir kaynakların çoğunun kamuya aktarılmasına neden olur. Böyle bir durumda aktarım mekanizmasının faizler genel düzeyi ve kredi piyasası kanalları doğrudan, beklentiler kanalı ise dolaylı olarak etkinliklerini kaybettikleri için para politikası talep ve enflasyon üzerinde yeterince etkili olamaz.³⁰¹ Bu bağlamda düşük bir mali baskınlık, kamu

³⁰⁰ Heenan vd. p.6

³⁰¹ TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, s.9

sektörünün doğrudan merkez bankasından borçlanmasının çok düşük düzeyde olması veya hiç olmaması ile birlikte hükümetin geniş bir gelir tabanına (vergi) sahip olması ve sistematik bir biçimde senyorej gelinine bağımlı olmaması anlamına gelmektedir. Bununla birlikte yurtiçi finansal piyasaların kamu borcunu emmeye olanak tanıyacak ölçüde derin ve gelişmiş olması ülke ekonomisini mali kaynaklı enflasyonist baskılara karşı daha kontrol edilebilir ve korunaklı kılar. Bu nedenle mali disiplinin sağlanması, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için bir ön şart olarak kabul edilmektedir.³⁰²

Tabsoba (2010) iki tür mali baskınlığın geçerliliğinden söz etmektedir. Birincisi merkez bankalarının henüz tam bağımsız olamadığı gelişmekte olan ülkelerde daha sıklıkla görülen bir mali baskınlık türüdür. Bu bağlamda, hükümetin mali gereksinimleri, finanse edilecek mali açıkların boyutunu belirler. Açıkların finanse edilmesi merkez bankasının para basımı (money creation) yoluyla elde ettiği senyorej gelirleri ile gerçekleşir. Bu şartlar altında eğer merkez bankası düşük bir enflasyon hedefi taahhüdünde bulunmuşsa hükümet kamu açıklarını enflasyon vergisi ile finanse etmeyi sürdüremez. Çünkü düşük bir enflasyon oranı düşük enflasyon vergisi ve böylece daha düşük senyorej geliri anlamına gelmektedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi hükümetleri enflasyon vergisinden çok vergi toplama sistemini güçlendirmeye, kamu harcamalarını rasyonalize etmeye teşvik etmektedir. İkinci tip mali baskınlık, borçlanma maliyetlerini düşürmek için faiz oranlarını düşük bir seviyede tutacak şekilde para politikasını bir araç olarak kullanması konusunda hükümetin merkez bankasına baskısı şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu şartlarda eğer merkez bankası enflasyon hedeflemesini kabul etmiş ise hükümetin takip ettiği strateji ile para politikası arasında ciddi bir uyumsuzluk çıkar. Esasen enflasyon hedeflemesinde para politikasının temel enstrümanı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmaktadır. Bu yüzden enflasyonist baskıların olması durumunda talebin bastırılması ve enflasyonun düşük bir seviyede tutulması için merkez bankası agresif bir şekilde kısa dönem faiz oranlarını arttırması gerekecektir. Sonuçta, enflasyon hedefine ulaşmak için merkez bankasının faiz oranlarını arttırma

³⁰² Masson vd. p.8

isteği ile borçlanma maliyetini düşürmek için hükümetin faizleri düşürme isteği arasında bir çatışma çıkacaktır. Bu çatışmayı önlemek ve buna bağlı olarak ekonomik ajanların güvenini sağlamak için para politikasının maliye politikasına bağımlı olmaması gerekir. Bu yüzden hükümet vergi toplama sistemini güçlendirmek ve harcamalarını rasyonalize etmek suretiyle mali yönetimini disipline etmelidir.³⁰³

Merkez bankasının bütçe açıklarını doğrudan finanse etmesi veya devlet tahvillerini satın alması daha önce ilan edilmiş enflasyon oranının gerçekleşmesini zora sokacaktır. Merkez bankası bir taraftan bütçe açıklarını finanse etme diğer taraftan enflasyon hedefine ulaşmak gibi iki amacı gerçekleştirmek isteyebilir. Ne var ki merkez bankasının bunu sahip olduğu tek enstrüman olan faiz oranını kullanarak yapması her iki amaçta da başarısız olmasına neden olabilir. Daha teknik anlamda, eğer merkez bankası kamu açıklarını finanse ederse, kendi bilançosunu kontrol edebilme kabiliyetini kaybedecektir. Bu yüzden merkez bankası çok yüksek veya düşük enflasyon oranlarına karşılık verilmesi gereken durumlarda faiz oranları üzerinde yeteri kadar etkili olamaz ve böylece aktarım mekanizması istenilen şekilde işleyemez.³⁰⁴

Merkez bankasının fiyat istikrarı amacına ulaşabilmesi için maliye politikasının para politikasına uyumluluğunun sağlanması gerekir. 'Hoş olmayan monetarist aritmetik' (unpleasant monetarist arithmetic) ancak ilk hareket edenin maliye politikası olması durumunda gerçekleşebilir. Diğer bir ifadeyle baskın rolde ve ilk adımı atanların mali otoriteler olması durumunda maliye politikası dışsal olarak (exogenously) belirlenir ve böylece parasal otoriteler uzun dönem bütçe kısıtı çerçevesinde bir para politikası yürütmeye zorlanacaklardır. Dolayısıyla enflasyon oranının belirlenmesinde maliye politikası temel belirleyici olacaktır. Tersine eğer baskın oyuncu olan ve ilk adımı atan parasal otoriteler olursa maliye politikası uzun dönem bütçe kısıtı çerçevesinde para politikasına uyum sağlamak zorunda kalacak ve böylece enflasyon oranının temel belirleyicisi para politikası olacaktır. Bu bağlamda fiyat istikrarının öncelikli ve uzun

³⁰³ René Tapsoba, Does Inflation Targeting Improve Fiscal Discipline? An Empirical Investigation
CERDI, Etudes et Documents, E 2010.20, p.6

³⁰⁴ Freedman and Ötger-Robe, Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies...p.5

dönem amacı olarak taahhüt edilmesi, para politikasının baskın ve ilk adımı atan bir rol üstlenmesini sağlamanın ve böylece maliye politikasını kendisine uydurmanın bir yolu olarak görmek gerekir.³⁰⁵

Bir enflasyon hedefi çerçevesinde para politikasının yürütülmesi, mali kaygıların para politikasına hakim olmamasını gerektirir. Büyük kamu açıklarının monetizasyonunu en düşük seviyeye düşürmek suretiyle güçlü bir mali durumun ortaya konulması enflasyon hedeflemesi rejiminin kredibilitesini arttırarak, enflasyonu düşürmenin ekonomi üzerindeki gerçek maliyetini de sınırlandırır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başlangıcında mali pozisyonun ne kadar önemli olduğu daha çok o ülkenin enflasyon geçmişine, para politikasını kısa dönemli mali amaçlar için kullanmaya ve hükümetin harcamalarını finanse etmek için finansal piyasalara ulaşabilme kabiliyetine bağlıdır.

Bütçe açıklarının merkez bankası tarafından monetize edilebileceğine dair endişeleri azaltmaya yönelik kurumsal düzenlemeler; merkez bankasının araç bağımsız olması ve hükümetin merkez bankasını bir finansman kaynağı olarak kullanmasına sınırlılıklar getirilmesi şeklinde olabilir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin kabulünden önce bu tür düzenlemelerin yapılması kamuoyunda para politikasına karşı güvenin sağlanmasına yardımcı olur. Gelişmekte olan birçok ülke merkez bankası yasasında mevcut olan bu tür düzenlemeler; bütçe açıklarının monetizasyonu ile gerçekleşen yüksek enflasyon, gelişmiş ülkelere göre gelişmekte olan ülkelerde devlet borçlarının yüksekliği ve gelişmekte olan ülkelerin şoklara karşı dayanıksızlığını yansıtmaktadır.³⁰⁶

Merkez bankasının bağımsız olduğu ve kişilerin faiz oranları dışında da gelir elde ettiği için gelişmiş finansal piyasaların olduğu ülkelerde, hükümetin senyoraj gelirlerini arttırmak suretiyle bütçe açıklarını finanse etmesi pek olası olmadığı ifade edilmektedir. Bununla birlikte Woodford(2001) merkez bankasının bağımsız bir para politikası izlemesi durumunda bile maliye politikasının fiyat düzeyini etkileyebileceğini ileri

³⁰⁵ Mishkin, What Should Central Banks Do?,...pp.3-4

³⁰⁶ Carare vd...p.12

sürmektedir. Bu yüzden mali zorunluluklardan kaynaklanan fiyat düzeyi istikrarsızlığından kaçınmak için merkez bankasının hükümetten emirler almasını engelleyen düzenlemelerin kabul edilmesi veya merkez bankasının kendini bütçe açıklarına karşı tepki göstermeyen Taylor kuralı gibi bir faiz oranı kuralı ile yükümlü kılması yeterli olmayabilir.³⁰⁷

2.2.5 Güçlü ve Gelişmiş Finansal Piyasalar

Aktarım mekanizmasının iyi çalışabilmesi, yani merkez bankası faiz kararlarının enflasyon üzerinde istenen etkileri yaratabilmesi ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminin iyi işleyebilmesi için finansal sistemin temellerinin güçlü olması gerekir. Bu ise ancak sağlam bir bankacılık sektörü ile gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının varlığı ile gerçekleşen finansal istikrar ile sağlanabilir. Finansal istikrar, piyasaların finansal sistemi krizlere karşı en yüksek derecede korunaklı olarak görmesidir. Finansal sistemin istikrarlı oluşu para politikasının kredibilitesini arttırarak enflasyon beklentilerinin çapa olmasına yardımcı olur.

Para politikasının yürütülmesi sürecinde ortaya çıkabilecek problemlerden biri parasal bir sıkılaştırmanın finansal krizlere neden olabilme korkusudur. Zayıf veya sığ bir finansal sistemin ortaya çıkardığı bu durum, para politikasının nominal çapa olan enflasyon hedefine ulaşılması amacına yönelik olarak uygulanamayacağı beklentisinin oluşmasına neden olabilir. Fraga, Goldfajn and Minella (2003) bu durumu ‘finansal baskınlık’ (financial dominance) olarak karakterize etmektedir. Zira bankacılık krizi ile karşı karşıya kalan bir merkez bankasının sıkı bir para politikasını tercih etmesinin düşük bir ihtimal olduğu, sıkı bir para politikası izlenmiş olsa bile başarılı olma şansının az olduğu ifade edilmektedir.³⁰⁸

Finansal piyasaların sığ olması risk primindeki dalgalanmaları arttırarak finansal varlıkların fiyatlanmasında güçlükler yaratmaktadır. Dolayısıyla gelişmekte olan

³⁰⁷ Michael Woodford, Fiscal Requirements for Price Stability, **NBER Working Papers** No. 8072, 2001 p p.4

ülkelerde, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları ile iktisadi birimlerin kararlarında etkili olan uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişki yeterince güçlü olmayabilir. Bu da, merkez bankasının iktisadi birimlerin harcama, tüketim, yatırım gibi kararlarını etkileme gücünü sınırlayarak aktarım mekanizmasını zayıflatmaktadır. Merkez bankasının piyasa faizleri üzerinde etkin olabildiği durumlarda dahi finansal sistemin yeterince gelişmediği ekonomilerde piyasalardaki uzun vadeli faiz oranlarının toplam talep ve dolayısıyla enflasyon ile olan ilişkisi görece olarak daha zayıf olmaktadır. Bu durum, genelde tüketici ve yatırımcıların bankaların kredi kaynaklarına erişimlerinin sınırlı olmasından kaynaklanmaktadır. Özellikle kamunun borçlanma gereğinin yüksek olduğu ve finansal derinleşmenin sağlanamadığı ekonomilerde, kredi piyasaları çok gelişmediğinden ve bankacılık sektörünün varlıkları devlet tahvillerinde yoğunlaştığından, tüketiciler ve yatırımcıların kredi kaynaklarına erişimi daha kısıtlı olmaktadır. Böyle bir ortamda, iktisadi birimlerin harcama kalemleri faiz oranlarına değil, daha çok kullanılabilir gelirin büyüklüğüne bağlı olarak değişmekte ve talebin faize olan duyarlılığı zayıf olmaktadır.³⁰⁹

Yeterince derin olmayan sermaye piyasaları aynı zamanda mali baskınlığın da bir boyutunu yansıtmaktadır. Nitekim bazı düşük gelirli ülkelerde yeteri kadar gelişmemiş sermaye piyasaları mali baskınlığın hem sebebi hem de sonucu olabilmektedirler. Uluslar arası sermaye piyasalarına tam olarak ulaşamayan, mali esnekliği ile yerel servet düzeyi düşük ve dar bir finansal sisteme sahip olan ekonomiler hükümetin finansal piyasalardan borçlanma kapasitesini sınırlandırır. Böylece senyorej ve faiz tavanları, yüksek karşılık oranları, sektörel kredi politikaları gibi diğer bazı finansal yöntemler tek seçenek olarak kalmaktadırlar.³¹⁰

Finansal piyasaların iyi işlemesi enflasyon hedeflemesi altındaki bir para politikasının uygulamasını kolaylaştırır. Derin ve likid finansal piyasalar, varlık

³⁰⁸ Arminio Fraga, Ilan Goldfajn and André Minella, Inflation Targeting in Emerging Market Economies, **NBER Working Paper** No. 10019, 2003, p.25

³⁰⁹ A. Hakan Kara ve Musa Orak, Enflasyon Hedeflemesi, **Ekonomik Tartışmalar Konferansı**, İstanbul 2008, ss.27-28

³¹⁰ Masson vd. p.23

fiyatlarındaki hareketlenmeler sayesinde, piyasa bekleyişleri üzerinden merkez bankasına bilginin taşınmasını sağlamaktadırlar. Diğer taraftan derin ve likid finansal piyasaların şokları emebilme özelliğinden dolayı merkez bankası enflasyon hedefi üzerine daha çok odaklanma olanağı elde edebilir. Gelişmiş finansal piyasalar aynı zamanda parasal ve döviz kuru operasyonlarının etkin bir şekilde yürütülmesine katkı sağlar. Merkez bankaları para politikasının etkin bir şekilde yürütülmesi, kendi bilançosunu ve ülkenin döviz kuru rezervlerini yönetebilmesi için gerektiğinde piyasa fiyatlarını bozmaksızın son ödünç veren mercii rolüyle finansal kurumlara kredi arzında bulunabilir. Bu durum özellikle kendi işlemleri ile ilgili belirsizlikleri minimum düzeyde tutmak için piyasa işlemlerini etkin ve şeffaf bir şekilde yürütme ihtiyacı duyan enflasyon hedefleyici merkez bankaları açısından daha çok geçerlidir. Bununla birlikte, dolarizasyon para politikasının etkilerini sınırlandırdığı için fazla dolarize olmamış finansal piyasalarda para politikasının etkinliği daha fazladır.³¹¹

2.2.6 Ön Şartların Yerine Getirilmesinde Zamanlama

Son dönemlerde “enflasyon hedeflemesi kabul edilmeden önce” bazı şartların yerine getirilip getirilmemesinin gerekliliği üzerine çalışmalar yapılmıştır. Bunların başında özellikle Batini and Laxton (2006)’un 21 enflasyon hedefleyici ve 10 enflasyon hedefleyici olmayan ülke üzerinde ön şartları farklı bir kategorizasyon yapmak suretiyle önemli sonuçlara vardıkları çalışma gelmektedir. Çalışmada enflasyon hedeflemesinin ön şartları; teknik altyapı, finansal sistemin gelişmişliği, kurumsal bağımsızlık ve ekonomik yapı olmak üzere dört başlık altında incelenmiştir (Tablo 2.2).

Söz konusu çalışmada şu sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir:³¹²

➤ Enflasyon hedefleyicisi ülkelerin hiç biri enflasyon hedeflemesine geçmeden önce tüm ön şartları tam olarak yerine getirmemiştir.

³¹¹ Carare vd. s. 15

³¹² Batini and Laxton, p.27 ve Freedman and Ötker-Robe, Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies,...p.13

- Enflasyon hedeflemesi kabul edilmeden önce, gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere göre ön şart yeterlilikleri daha yüksektir.
- Tüm bu faktörler, enflasyon hedeflemesinin kabulünden önce ve sonrasındaki dönem arasında makro ekonomik performanstaki iyileşmeyi açıklamakta yetersizdir.
- Enflasyon hedeflemesinin kabulü daha çok verilere ulaşılabilirlik ve tahminleme gibi kurumsal ve teknik yapıdaki hızlı gelişmelerle alakalıdır.
- Gelişmekte olan ülkeler açısından enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesinden önce kurumsal, teknik ve ekonomik önkoşulların yerine getirilmesi zorunlu değildir. Bunun yerine enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği ve başarısı daha çok otoritelerin taahhüdüne, enflasyon hedeflemesinden sonraki kurumsal değişimleri gerçekleştirmesine bağlı olduğu görülmektedir.

Tablo 2.2. E. Hedeflemesinin Kabulünden Önceki Önkoşullar ve Şimdiki Koşullar

| | Enflasyon hedefleyiciler | | | | Enfl.hedefleyici olmayanlar | |
|---------------------------------------|--------------------------|---------------|------------------|---------------|-----------------------------|---------------|
| | Gelişmekte olan ülkeler | | Gelişmiş ülkeler | | Gelişmekte olan ülkeler | |
| Koşullar | Hedefl. öncesi | Şimdiki durum | Hedefl. öncesi | Şimdiki durum | Hedefl. öncesi | Şimdiki durum |
| Teknik altyapı | 0.29 | 0.97 | 0.74 | 0.98 | 0.51 | 0.62 |
| Finansal sistemin gelişmişliği | 0.41 | 0.48 | 0.53 | 0.60 | 0.40 | 0.49 |
| Kurumsal bağımsızlık | 0.59 | 0.72 | 0.56 | 0.78 | 0.49 | 0.64 |
| Ekonomik yapı | 0.36 | 0.46 | 0.47 | 0.55 | 0.55 | 0.44 |

Kaynak: Batini and Laxton, p.23'ten yararlanılarak hazırlanmıştır
Not: 1 değeri şu anki en iyi uygulamayı temsil etmektedir.

Türkiye’de olduğu gibi yüksek enflasyonun ve Brezilya’da olduğu gibi mali dengesizliklerin olduğu ülkelerde enflasyon hedeflemesi altında para politikasının etkin bir şekilde yürütülmesinin zor olduğu ileri sürülmektedir. Oysa de Mello (2008) Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye deneyimleri üzerinde yaptığı çalışmada enflasyon hedeflemesi kabul edilirken bu ülkelerde enflasyon hedeflemesi ile ilgili birçok ön koşulun yerine getirilmediği sonucuna varmıştır. Bununla

birlikte, bu şartların olgunlaşmasına yönelik olarak politika çabalarının yoğun olduğu yerlerde genel olarak, ön şartlardaki bu eksikliklerin enflasyon hedeflemesi uygulamasına zarar vermediği ifade edilmektedir.³¹³

Yaptıkları geniş çaplı bir araştırmada Freedman and Ötker-Robe (2009) enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan birçok ülkede enflasyon hedeflemesinin kabulü için gerekli olduğu ileri sürülen ön şartlardan ne kadarının yerine getirildiği ortaya konulmuştur Tam donanımlı bir enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için bazı şartların yerine getirilmesi gerekli olmakla birlikte bazı şartların da yokluğu ülkeleri tam donanımlı bir enflasyon hedeflemesine geçmekten alıkoymamalıdır. Bununla birlikte ön şartlardan bazılarının olmaması enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasını daha da güçleştirdiği için minimum düzeyde de olsa bazı şartlar oluşmadan enflasyon hedeflemesinin zamanından önce kabul edilmesinden kaçınılmalıdır.

➤ Ülke deneyimleri, enflasyon hedeflemesi kabul edilmeden önce tüm ön koşulların yerine getirilmesinin gerekliliğini ileri süren argümanı desteklememekle birlikte, bazı ön koşulların yerine getirilmesinin enflasyon hedeflemesi rejimini daha uygulanabilir ve daha az problematik kıldığını göstermektedir.

➤ Enflasyon hedeflemesine geçişin tek ve en etkin bir yöntemi yoktur. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamadan önce, rejimin başarısı için gerekli olan koşulların yerine getirilmesinin bir zorunluluk olduğunu düşünmek kesinlikle hatalı bir yaklaşımdır. Ön koşullar aşamalı bir şekilde de yerine getirilebilir. Bununla birlikte tüm bu geleneksel koşulların kendiliğinden ortaya çıkacağını düşünmek de yanlış bir yaklaşımdır. Merkez bankaları gerçek koşulları oluşturmak için süreci başlatmak ve en üst düzeyde çaba sarf etmek zorundadırlar.³¹⁴

Enflasyon hedeflemesinin kabulü için gerekli olan ön şartların yerine getirilmesi aynı zamanda diğer para politikası rejimleri açısından da oldukça önem arz etmektedir.

³¹³ OECD, 'Monetary Policies and Inflation Targeting in Emerging Economies', Luiz de Mello, (ed.) OECD, 2008, p.10

Araç bağımsızlığı sabit döviz kuru veya parasal hedefleme rejimlerinde fiyat istikrarının sağlanmasında önemli bir rolü bulunmaktadır. 1992-93 yıllarında Avrupa’da ve 1997-98 yıllarında birçok Asya ülkesinde yaşanan döviz kuru krizleri; hükümetin sahip olduğu finansman kaynaklarının yetersiz oluşu (mali baskınlık), zayıf bankacılık sistemi ve borçların büyük bir bölümünün yabancı paralar cinsinden olması döviz kuru hedeflemesi rejiminin kredibilitésine zarar verdiğinin kanıtlarını açıkça ortaya koymaktadır. Merkez bankasının kredilerdeki büyümeyi önleyebilme kabiliyetini sınırlandırdığı için büyük kamu açıkları ve dış borçlanmalar zamanda parasal hedefleme için de problem oluşturmaktadır. Bununla birlikte birçok ülkenin bu olumsuz şartlar altında enflasyon hedeflemesi rejimini kabul ettiğini vurgulamak gerekir. Bu bağlamda Amato ve Gerlach (2001), enflasyon hedeflemesinin kabulü için söz konusu ön şartların tam olarak yerine getirilip getirilmemesinin çok önemli olmadığını ifade etmektedirler. Buna göre ön şartların temel rolü para politikasının yürütülmesinde merkez bankasının ne kadar istekli olabileceğini belirlemektir.³¹⁵

Tüm bu şartların gerçekleşmesinin istenmesi ve hatta bazılarının zorunlu olması, bu şartların önceden yerine getirilmesi durumunda ülkelerin sadece enflasyon hedeflemesini kabul edebilecekleri anlamına gelmez. Söz konusu şartların para politikasını daha etkin ve başarılı kıldığı kabul edilse de, bu durum sadece enflasyon hedeflemesi için değil, aynı zamanda diğer para politikaları için de geçerlidir. Bu yüzden Petursson (2004) enflasyon hedefi olmayan bir ülkenin tüm bu şartları yerine getirmesi durumunda daha çok ilerleme kaydedeceğinin ileri sürülemeyeceğini ifade etmektedir. Deneyimler aynı zamanda enflasyon hedeflemesi ön şartlarını önceden yerine getirmeyen enflasyon hedefleyici ülkelerin iyi sonuçlar elde ettiğini göstermektedir. Ön şartların yerine getirilmesinde temel kural enflasyon hedeflemesinin kabulünden sonra aşamalı bir sürecin gerekliliğidir.³¹⁶

³¹⁴ Charles Freedman and Inci Ötger-Robe, Country Experiences with the Introduction and Implementation of Inflation Targeting, **IMF Working Paper** wp 09/161, 2009, pp.19-20

³¹⁵ Jeffery D. Amato and Stefan Gerlach, Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons after a Decade, **Hong Kong Institute for Monetary Research, Working Paper** No.13/2001, October 2001, p.4

³¹⁶ Pétursson, Formulation of Inflation Targeting Around The World,...p.61

2.3 ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN OPERASYONEL YÖNLERİ

Enflasyon hedeflemesinin kabul edildiği ülkelerde üretimdeki büyümeyi engellemeden düşük ve istikrarlı bir enflasyon amacına ulaşılması enflasyon hedeflemesinin bir başarısı olarak kabul edilmekle birlikte bu rejimin en iyi şekilde nasıl uygulanacağı konusu tartışılmaya devam etmektedir. Bu anlamda enflasyon hedeflemesinin optimal operasyonel çerçevesinin belirlenmesi için parasal otoritelerin bazı temel parametrelerle ilgili karar vermesi gerekmektedir. Bunlar:

- Enflasyonun ölçülmesinde hangi fiyat endeksi kullanılacaktır?
- Enflasyon hedefi bir nokta hedef(point target) yoksa aralık hedef(range target) olarak mı belirlenmelidir?
- Enflasyon hedefi için zaman ufku (time horizon) ne olmalıdır?
- Uzun dönemde enflasyon hedefinin sayısal değeri ne olmalıdır?

Enflasyon hedeflemesinin operasyonel çerçevesinin dizaynı merkez bankasının kredibilitesi, ülkenin şoklara açık oluşu ve verilere ulaşılabilirlik gibi ülke şartlarına bağlı (country-specific) olarak değişse³¹⁷ de Heenan vd. operasyonel çerçevesi iyi dizayn edilmiş bir enflasyon hedefinin şu özelliklere sahip olmasının gerekli olduğunu belirtmektedirler:³¹⁸

- Enflasyon hedefi enflasyonist bekleyişler için çapa olmalıdır. İyi dizayn edilmiş bir enflasyon hedefi merkez bankasının orta vadede düşük enflasyona yönelik bir taahhüdüne işaret etmiş olmalı ve kamuoyu tarafından kolayca anlaşılmalıdır.
- Merkez bankasının hesap verebilirliği için bir kriter sunmalıdır. İyi dizayn edilmiş bir enflasyon hedefi merkez bankası tarafından kolayca manipüle

³¹⁷ Carare vd. p.28

³¹⁸ Heenan vd. p.17

edilmemeli, belirli zaman aralıklarında ulaşılabilen bir endekse dayanmalı ve yüksek derecede revizyona tabi tutulmamalıdır.

➤ Merkez bankası amaçları ile uyum içinde olmalıdır. Kısa dönemde aşırı üretim değişkenliğinden kaçınırken enflasyon hedefinin dizaynı merkez bankasının fiyat istikrarı amacını yansıtıyor olmalıdır.

2.3.1 Fiyat Endeksinin Seçimi

Enflasyon hedeflemesi rejiminin dizaynında atılması gereken ilk adım hangi fiyat endeksinin hedefleneceğine karar vermektir. Maksimum şeffaflık için, seçilecek olan fiyat endeksi kamuoyu tarafından iyi bilinmeli, geniş tabanlı olmalı (broad-based), doğru bilgiler içermeli (accuracy) ve zamanında elde edilip yayınlanmalıdır (timely). Maksimum esneklik için ise seçilecek olan fiyat endeksi dar tanımlı sektörlerdeki fiyat değişimlerini içermemelidir.³¹⁹

Enflasyon hedefinin hesaplanmasında kullanılacak olan fiyat endeksinin seçimi kısmen Tüketici Fiyat Endeksi(TÜFE)'nin hesaplanmasındaki farklı metodolojileri, kısmen de TÜFE enflasyon oranının arz şoklarına olan göreceli duyarlılığını yansıtmaktadır. TÜFE temelinde hesaplanan çekirdek enflasyon³²⁰ oranını manşet TÜFE enflasyon (headline CPI inflation)³²¹ oranına tercih eden ülkelerin temel amacı enflasyonun parasal olmayan belirleyicilerini enflasyon oranının dışında tutmaktır. Genellikle iklim gibi doğa koşullarına bağlı olmasından dolayı, gıda fiyatlarının öngörülebilirliği düşüktür. Bu ise TÜFE enflasyonunun daha çok değişken olmasına neden olur. Bununla birlikte, her ne kadar olası geçici şokların etkilerini içermeyen ve böylece daha kolay kontrol edilebilen daha dar tanımlı bir çekirdek enflasyonun hedeflenmesi daha uygun olsa da, gıda fiyatlarını içermeyen bir enflasyon hesabının yaşam maliyetini (cost of living) yansıtması oldukça zordur. Bu yüzden çekirdek

³¹⁹ Bernanke vd. p.27

³²⁰ Fiyatları dışsal geçici değişikliklere tabi olan 'gıda ürünleri ve enerji' grupları dışarıda bırakılarak hesaplanan enflasyona çekirdek enflasyon(core inflation) denilmektedir.

³²¹ Gıda ürünleri ve enerji grupları dışarıda bırakılmadan hesaplanan enflasyona manşet enflasyon(headline inflation) denilmektedir.

enflasyonun hedeflenmesi bağımsız bir merkez bankasının arkasındaki kamuoyu desteğini azaltabilir.³²²

Hatırlatılması gereken noktalardan biri, enflasyon hedeflemesi altındaki bir para politikasının geleceğe yönelik (forwrd-looking) olmasıdır. Para politikasının temel duruşunu belirleyen faktörün enflasyon tahminleri olmasından dolayı, manşet enflasyonu hedefleyen bir politika ile çekirdek enflasyonu hedefleyen bir politika tahminlerindeki farklılıklardan dolayı ayrışabilmektedirler. Tanım gereği geçici şokların gelecek enflasyon üzerinde etkilerinin olmayışı veya çok az olmasından dolayı, geçici şokların etkilerini kapsamayan çekirdek enflasyon ile manşet enflasyonun gelecek enflasyon tahminleri üzerindeki etkileri birbirine oldukça yakındır. Bu yüzden para politikasını gereksiz dalgalanmalara maruz bırakmamak için çekirdek enflasyonun hedeflenmesi gerektiği yönündeki arguman enflasyon hedeflemesinin ileriye yönelik doğası sayesinde çürütülmektedir. Buna göre para politikası otomatik olarak, kısa dönem dalgalanmalarından çok uzun dönem trendlerine odaklanacaktır. Bu yüzden para politikası, enflasyon hedefi manşet TÜFE koşullarında tanımlanmış olsa da, manşet TÜFE'deki geçici şoklara tepki göstermemesi gerekir.³²³ Bu konuda Meyer (2001), para politikası uzun dönem enflasyon amacına odaklandığı müddetçe, kısa dönem enflasyon oranlarının artmasına neden olan gıda ve enerji fiyatlarındaki dalgalanmaların etkileri uzun dönemde kaybolacaklarından dolayı manşet enflasyonun hedeflenmesinin uygun olduğunu belirtmektedir.³²⁴

Çekirdek enflasyon oranı ile ilgili temel problemlerden biri de, tipik bir aile bütçesinin önemli bir kısmını oluşturan bileşenlerin neden enflasyon hesaplamalarının dışında kaldığının merkez bankası tarafından kamuoyuna anlatılmasının oldukça zor olduğudur. Bu durum özellikle gıda maddelerinin TÜFE'de önemli bir yer aldığı

³²² Andrew T. Levin, Fabio M. Natalucci, Jeremy M. Piger, The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting, **The Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, July/August, 2004, p.70

³²³ **Mikael Apel vd.** Different Ways of Conducting Inflation Targeting- Theory and Practice, **Quarterly Review** 4/1999, pp. 21-22

³²⁴ Meyer, Inflation Targets and Inflation Targeting...p.11

gelişmekte olan ekonomiler açısından daha önemlidir.³²⁵ Diğer taraftan bir ekonomide fiyat ve ücretlerle ilgili kararlar manşet enflasyon oranları göz önüne alınarak verildiğinde, çekirdek enflasyon oranını hedef enflasyon olarak kullanmak oldukça problematik olabilir. Zira manşet enflasyon hareketlenmelerine fiyat ve ücretlerin verdiği tepkiler çekirdek enflasyonu etkileyecektir. Çekirdek enflasyon ile ilgili diğer bir problem ise yeterince şeffaf olmayışıdır ama hesaplamaların bağımsız bir istatistiksel kurum tarafından yapılması durumunda bu problemin bir derece azalacağı ifade edilmektedir.³²⁶

Tüm bu dezavantajlarına rağmen çekirdek enflasyon politikaların oluşturulması ve hesap verebilirlikteki temel rollerini devam ettirmektedir. Bu bağlamda tüm enflasyon hedefleyici ülkeler farklı çekirdek enflasyon hesaplamalarını geliştirmekte ve izlemektedirler. Bu hesaplamalar enflasyon tahminlerinde ve ileriye dönük politikaların oluşturulmasında olduğu kadar hem merkez bankası içinde hem de kamuoyuna karşı sorumluluk açısından enflasyon gelişmeleri analizlerinde kullanılmaktadır.³²⁷

Sonuç olarak; her ay hesaplanmış olması, daha geniş tabanlı olması, kamuoyu tarafından kolayca anlaşılması ve merkez bankası manipülasyonlarına fazla açık olmaması gibi genellikle pratik ve operasyonel nedenlerden dolayı enflasyon hedefleyici ülkelerin tamamı manşet TÜFE enflasyonunu hedeflemektedirler (Tablo 2.6).³²⁸

2.3.2 Hedefin Seçimi

Enflasyon hedefinin bir nokta olarak mı yoksa bir aralık şeklinde mi olması gerektiği konusunda enflasyon hedefleyici ülkeler farklı seçimler yapabilmektedirler. Literatürdeki terminolojide farklılıklar olsa da ‘nokta hedef’ bir band olmaksızın(point target without a band), örneğin %2 gibi tek bir sayının varlığına işaret etmektedir. Bir band ile birlikte bir nokta hedef(a point target with a band), örneğin %2 gibi belli bir

³²⁵ Charles Freedman and Douglas Laxton, ‘IT Framework Design Parameters, **IMF Working Paper**, WP/09/87, April 2009, p.4

³²⁶ Guy Debelle, Inflation Targeting in Practice, **IMF Working Paper**, WP/97/35, 1997 p.14

³²⁷ Roger and Stone, On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets,...p.9

sayının etrafında %1 fazlası veya eksiği(%2 +/- %1) şeklinde oluşan belirsiz bir aralığı da nokta hedef olarak ifade edilmektedir. Aralık hedefi (range target) ise merkezi bir sayısal nokta olmaksızın %1 ile %3 gibi iki nokta arasında kalan aralık şeklinde ifade edilmektedir.

Hedef bandının açık bir şekilde belirlenmesi ihtiyacı para politikasının enflasyon oranı üzerindeki kontrolünün tam olmamasından kaynaklanmaktadır. Para politikasının uzun ve değişken etkileri ile gelecek enflasyon tahminlerine yönelik yetersiz kapasitesi göz önüne alındığında belli bir düzeyin altındaki enflasyon değişkenliğini azaltmak mümkün değildir. Band genişliği aynı zamanda kısa süreli şoklara karşılık verilmesinde bir miktar esneklik sağlamasından dolayı da ihtiyaç duyulduğu ifade edilmektedir. Enflasyon hedefleyici ülkeler arasındaki farklı uygulamalar kısmen enflasyon için en uygun minimum değişkenlik ile ilgili farklı düşünceleri yansıtmaktadır.³²⁹

Merkez bankasının hedef için bir aralık seçmiş olması durumunda, geniş bir aralığa nazaran dar bir aralık, merkez bankasının enflasyon hedefine yakın bir taahhütte bulunduğu anlamına gelmektedir. Bu ise merkez bankasının hedeflenen enflasyonu başarabileceğine dair beklentileri güçlendirerek kredibilitesinin artmasına yardımcı olur. Bununla birlikte, hedef aralığından sapmanın merkez bankası kredibilitesine verdiği zarar nokta hedeften sapmanın verdiği zarardan oldukça büyüktür.³³⁰ Çünkü enflasyon oranını bir band içinde tutmak ve sürdürmek aynı şeyi bir nokta hedef için yapmaktan daha kolaydır. Dolayısıyla daha kolay başarılacak bir hedeften sapmak doğal olarak merkez bankasının kredibilitesini zayıflatacaktır.

Bu bağlamda, optimal hedef bandının seçilmesinde kredibilite (credibility) ile esneklik (flexibility) arasında bir değiş-tokuş ilişkisinin olduğu açıkça görülmektedir. Buna göre band ne kadar geniş olursa hedefe ulaşılma olasılığı o kadar yüksek olurken, tersine hedefin kredibilitesi o kadar düşük olacaktır. Band ne kadar dar olursa özel

³²⁸ Gill Hammond, State of The Art of Inflation Targeting, **CCBS Handbook** No. 29. Bank of England, 2012, p.10

³²⁹ Debelle, Inflation Targeting in Practice, p.14

³³⁰ Bernanke vd. p.32

sektörün enflasyon beklentilerini azalttığı için kredibilitesi o kadar yüksek, tersine şoklara karşılık verebilme yeteneği veya esnekliği o kadar düşük olur. Bununla birlikte dar bir band her ne kadar merkez bankasının kredibilitesinin yükselmesine katkı sağlasa da hedef aralıklarının sık sık ihlal edilmesinden dolayı beraberinde bir kredibilite maliyeti de taşımaktadır.

Genel olarak, aralık hedefini kabul etmiş olan merkez bankaları gelecek enflasyon gelişmeleri ile ilgili belirsizliklerin varlığına ve merkez bankasının enflasyon kontrolünün tam olmadığına (imperfect controllability of İnflation) vurgu yapmaktadırlar. Bu anlamda hedef aralıkları piyasalara ve kamuoyuna şu iki mesajı iletmektedir: Birincisi, enflasyon sürecinde var olan belirsizliklerden dolayı merkez bankasının enflasyon üzerinde tam bir kontrolünün olamayacağı³³¹, ikincisi ise merkez bankasının fiyat seviyesine yönelik geçici şoklara uyum sağladığıdır. Böylece hedef aralıklarının sağlamış olduğu esneklikten dolayı üretim istikrarına bir miktar ağırlık verdiği anlaşılmaktadır.³³² Sağlanan bu esneklik sadece üretim dalgalanmalarının istikrarı için değil, aynı zamanda nominal döviz kurundaki hareketlenmelerin istikrarı için de önemlidir. Nominal döviz kurunda yaşanan bir değer kaybı yurt içi fiyatlar üzerinde yukarı doğru bir baskı yaratır. Bu durum bir nokta hedef için oldukça fazla olabilecek bir faiz artırımını gerektirebilir. Dolayısıyla yeteri genişlikte bir band merkez bankasının faiz oranlarında aşırı oynaklığa neden olan istikrar bozucu politika değişimlerine başvurmadan döviz kurunun enflasyonist baskılarını yumuşatabilir.³³³

Mishkin (2000), kontrol edilebilirlik (controllability) ve araç istikrarsızlığı (instrument instability) problemleri oluşturmasından dolayı %2'lik bir hedef aralığının oldukça düşük olduğunu ifade etmektedir. Bu problemin çözümlerinden biri hedef bandını genişletmektir. Mishkin'e göre bu durumda eğer hedef bandı araç istikrarsızlığı ve kontrol edilebilirlik problemlerini önemli derecede azaltacak yeterlilikte

³³¹ Mishkin, Issues in İnflation Targeting, p.212

³³² Hammond, p.10

³³³ Pierre-Richard Agenor, Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates: An Intruduction To İnflation Targeting, in. (Eds) Norman Loayza and Raimundo Soto, **İNflation Targeting: Design, Performance, Challenges**, Santiago, Chile, Central Bank of Chile, 2002, p.113

geniştirilmişe, buna bağlı olarak enflasyon hedeflemesi rejimi kredibilite kaybına uğrayabilir. Nitekim, 1996 yılında Yeni Zelanda hedef aralığını %2'den %3'e çıkardığında, merkez bankası çevreleri hedef aralığındaki bu genişlemenin kamuoyu tarafından sistemin iyileştirilmesinden çok enflasyonun kontrolüne yönelik daha zayıf bir taahhüt olarak algılanmasından endişe etmişlerdir.³³⁴

Yapılan alışmalar, orta ve uzun vadede nokta hedefin enflasyon bekleyişleri üzerinde daha etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Nitekim nokta hedef tercih eden bazı enflasyon hedefleyici ülkelerde uzun dönem enflasyon bekleyişlerinin daha iyi çapa edinildiği görülmektedir. Bu anlamda Levin vd. (2004) yaptıkları çalışmada, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, nokta hedefin enflasyon bekleyişlerinin önemini arttırmada oldukça etkili olduğunu ifade etmektedirler.³³⁵ Benzer Şekilde Debelle, bir band ve nokta hedef arasında yapılacak seçimde özellikle enflasyon hedefinin ücret ve fiyat bekleyişleri için bir çapa olarak kullanımı üzerinde odaklanması gerektiğini belirtmektedir. Bu yönüyle bakıldığında bir noktanın (belki bir tolerans bandı ile birlikte) hedef olarak seçilmesi daha uygun olacaktır. Tersine bir hedef bandının tercih edilmesi durumunda bekleyişler sadece st sınır üzerinde yoğunlaşacağından dolayı enflasyon hedefinin nominal çapa olma yönü zayıflayacak ve böylece fiyat istikrarı zarar görecektir.³³⁶ Nitekim 1992 ile 1995 yılları arasında İngiltere'de uygulanan %1-%4 aralığındaki hedef bandında periyot boyunca bekleyişlerin bandın st sınırı etrafında sabitlenmesinin yanında bir 'aralık sapması' (range bias) da gerçekleşmiştir. Periyot boyunca politika yapıcılar için enflasyon hedefi 'kayıtsızlık aralığı' (range of indifference) olarak görülmüştür. 1995 yılında nokta enflasyon hedefine geçilmesinden sonra enflasyon bekleyişleri istikrarlı bir Şekilde düşmüş ve aralık sapması yaşanmamıştır.³³⁷

³³⁴ Mishkin, Issues in Inflation Targeting, p.213

³³⁵ Levin vd. p.70 ve Heenan vd.26

³³⁶ Debelle, The Case for Inflation Targeting in East Asian Countries, p.75

³³⁷ Andrew Haldane, Targeting Inflation: The United Kingdom in Retrospect, in **"Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies"**, Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, and Srgio Werlang (Eds.), Seminar held in Rio de Janeiro, Brazil, May 3-5, 1999, p.55

Tablo 2.3 Ülkeler Bazında Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Yönleri

| Ülke | Fiyat endeksi | Hedef (2012) | Hedef tipi | Hedef ufku |
|-----------------|---------------|---------------------------|------------|--|
| Ermenistan | M TÜFE | %4 +/- 1.5 | N+T | Orta vade |
| Avustralya | M TÜFE | %2-%3 | Band | Orta vade |
| Brezilya | M TÜFE | %4.5 +/- 2 | N+T | Yıllık hedef |
| Kanada | M TÜFE | %2(%1-%3'ün orta noktası) | N+T | 6-8 çeyrek dönemler şu andaki hedef Aralık 2016'ya uzatılmıştır. |
| Şili | M TÜFE | %3 +/- 1 | N+T | Yaklaşık iki yıl |
| Kolombiya | M TÜFE | %2-%4 | Band | Orta vade |
| Çek Cumhuriyeti | M TÜFE | % 2 +/- 1 | N+T | Orta vade, 12-18 ay |
| Gana | M TÜFE | %8.7 +/- 2 | N+T | 18-24 ay |
| Guatemala | M TÜFE | %4.5 +/- 1 | N+T | Yıl sonu |
| Macaristan | M TÜFE | %3 | Nokta | Orta vade |
| İzlanda | M TÜFE | %2.5 | Nokta | Ortalama |
| Endonezya | M TÜFE | %4.5 +/- 1 | N+T | Orta vade |
| İsrail | M TÜFE | %1-%3 | Band | İki yıl |
| Meksika | M TÜFE | %3 +/- 1 | N+T | Orta vade |
| Yeni Zelanda | M TÜFE | %1-%3 | Band | Orta vade |
| Norveç | M TÜFE | %2.5 | Nokta | Orta vade |
| Peru | M TÜFE | %2 +/-1 | N+T | Her zaman |
| Filipinler | M TÜFE | %4 +/- 1 | N+T | Ortavade(2012-2014) |
| Polonya | M TÜFE | %2.5 +/- 1 | N+T | Orta vade |
| Romanya | M TÜFE | %3 +/- 1 | N+T | Ortavade(2013'den sonra) |
| Sırbistan | M TÜFE | %4 +/- 1.5 | N+T | Orta vade |
| Güney Afrika | M TÜFE | %3-%6 | Band | Devam etmekte |
| Güney Kore | M TÜFE | %3 +/- 1 | N+T | Üç yıl |
| İsveç | M TÜFE | %2 | Nokta | Normal olarak iki yıl |
| Tayland | M TÜFE | %3 +/- 1.5 | N+T | Sekiz çeyrek |
| Türkiye | M TÜFE | %5 +/- 2 | N+T | Çoklu yıl (üç yıl) |
| İngiltere | M TÜFE | %2 | Nokta | Her zaman |

Kaynak: Hammond, p.9'dan yararlanarak hazırlanmıştır.

Notlar:

M TÜFE= Manşet Tüketici Fiyat Endeksi

N+T= Nokta ile birlikte tolerans band

2.3.3 Enflasyon Hedefinin Zaman Ufku

Para politikasının ekonomiyi, özellikle enflasyonu, uzun gecikmelerle etkilemesinden dolayı para politikası spesifik bir enflasyon oranına kısa bir sürede değil ancak zamanla ulaşabilir. Bununla birlikte ekonomik şoklar para politikası eylemleri ile etkileri arasındaki bu ara dönemde ortaya çıkarlar. Bu yüzden politika yapıcılar enflasyon hedefini gerçekleştirebilmek için hangi zaman ufkunun uygun olacağına karar vermek zorundadırlar. Yapılan çalışmalarda ortaya çıkan ortak görüş şudur ki; para

politikasının şoklara vereceği tepki merkez bankasının politika duruşundan ziyade enflasyonun hedef ufkunu ayarlamak ile mümkün olabilmektedir. Böylece para politikasının kısa dönem enflasyonist şokları absorbe edebilme ve üretim dalgalanmalarını bastırabilme yeteneği artmış olur. Ancak merkez bankasının hangi zaman ufku içinde kendi hedefine ulaşması gerektiği konusunun açıklanmaya ihtiyacı vardır.

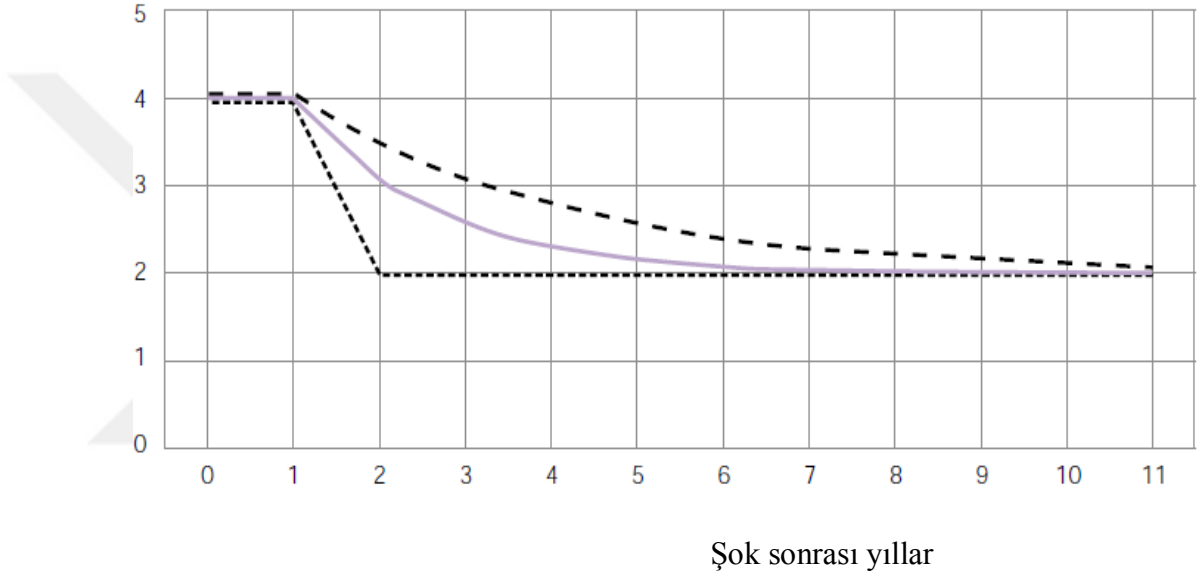
Para politikası ile ilgili tartışmalarda karşılaşılan sorunlardan biri, para politikasının etkinliğinde geçerli olabilecek zaman ufku ile ilgili ayırımının yapılmamasıdır. Literatürde zaman ufku; ‘kontrol ufku’(control horizon) ve hedef ufku şeklinde ikili bir ayırma tabi tutulmuştur. Kontrol ufku, para politikasının enflasyonu etkileyebileceği gecikmeleri yansıtır. Hedef ufku ise, merkez bankası reaksiyon fonksiyonu tarafından belirlenen optimal politika tepkisi göz önüne alındığında, bir şok sonrasında merkez bankasının enflasyonu hedefine geri getirmeyi tahmin ettiği zaman aralığı olarak ifade edilmektedir.³³⁸ Hedef ufku iki değişkene bağlı olarak değişmektedir. Birincisi merkez bankasının kabul ettiği enflasyon değişkenliği/ üretim değişkenliği oranı (üretim değişkenliğini azaltmak için enflasyon değişkenliğindeki artışı kabul etmek), ikincisi ise şokların özelliği ve süresidir.³³⁹ Bu yüzden kontrol ufku ekonomik yapının özelliklerini, hedef ufku ise merkez bankasının tercihlerini ve amaçlarını yansıtmaktadır.

Merkezbankası kararlarını verirken fiyat istikrarı yanında reel ekonomideki gelişmeleri de dikkate almaktadır. Bu anlamda merkez bankalarının diğer bir amacı da üretim istikrarının sağlanmasıdır. Ne var ki enflasyon istikrarı ile üretim istikrarı amaçları arasında çoğu zaman bir çatışma söz konusudur. Beklenmeyen bir şok enflasyon tahminlerinin yükselmesine neden olursa, merkez bankası ekonomik aktivite düzeyini düşürmek için kısa dönem faiz oranlarını yükseltecektir. Bununla birlikte eğer

³³⁸ Klaus Schmidt and Hebbel Matías Tapia, Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation – Targeting Countries, **Central Bank of Chile Working Papers** N° 166, 2002, pp.5-6

³³⁹ Mervyn King, The Inflation Target Five Years On, **Speech At the London Schools of Economics** 29 October 1997 www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx, (erişim: 06.06.2014), p.8

merkez bankası üretim istikrarına da belli bir ağırlık veriyorsa politika tepkisi enflasyon istikrarının tek amaç olduğu duruma göre daha yumuşak olacaktır. Bu durumda doğal olarak, enflasyonun tekrar hedefe geri gelmesi iki yıldan daha uzun bir sürede gerçekleşir. Bu bağlamda hedef ufkunun uzunluğu üretim istikrarı ve fiyat istikrarının merkez bankası amaç fonksiyonundaki göreceli önemine (Şekil 2.2) ve beklenmeyen şokların büyüklüğüne (Şekil 2.2) bağlı olarak değişmektedir.³⁴⁰



----- $\lambda=0$, - - - $\lambda=1$ — $\lambda=0,25$

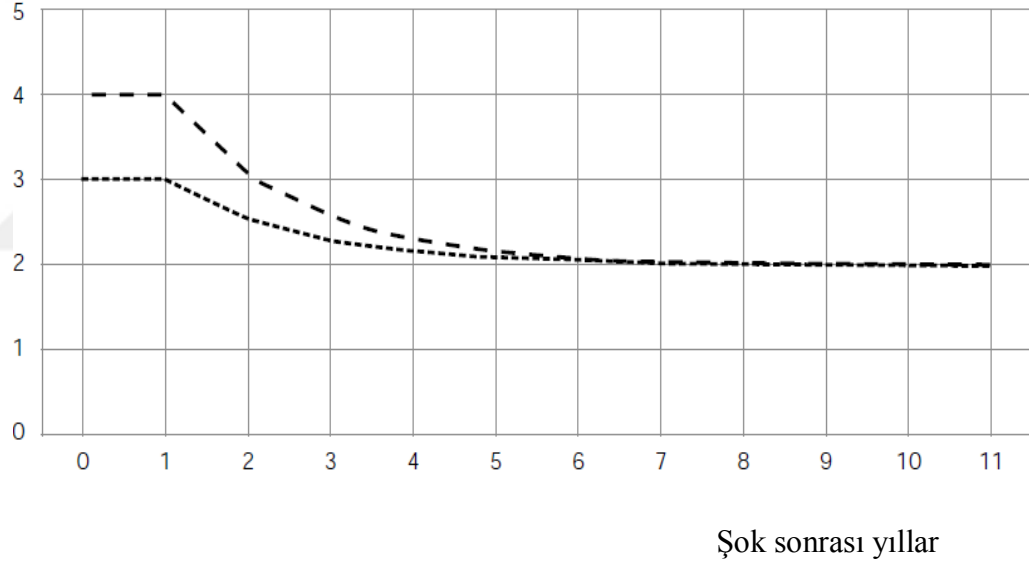
Şekil 2.2 Bir Şok Sonrasında Merkez Bankasının Kayıp Fonksiyonuna Bağlı Olarak Hedef Ufkunun Değişmesi

Başlangıç enflasyon oranının %2 olduğu bir ekonomide beklenmeyen bir şokun enflasyon oranını %4'e yükselttiğini kabul edelim. Bu durum karşısında merkez bankası faiz oranını ivedilikle yükseltecektir. Ne var ki para politikasının enflasyon üzerindeki etkisi iki yıl gecikmeli olduğu için enflasyon oranı bir sonraki dönemde %4 olarak gerçekleşecektir. Enflasyon oranı ile ilgili sonraki gelişmeler merkez bankası amaç fonksiyonunda enflasyon ve üretim istikrarına verilen göreceli ağırlığa bağlı olarak değişir. Eğer merkez bankası sadece enflasyon istikrarına ağırlık verirse ($\lambda=0$), enflasyon iki yıl gibi bir süre içinde hedefe geri dönecektir. Bunun tersine, enflasyon ve üretim istikrarına eşit bir ağırlık verilirse ($\lambda=1$) enflasyon oranı iki yıldan daha uzun bir süre sonra hedefe

³⁴⁰ Apel vd, p.17

geri dönecektir. Üç yıl sonra enflasyon oranı yaklaşık %3 olurken, altı yıl sonra enflasyon oranı %2.4 olmaktadır. Ara durumda ise ($\lambda= 0.25$) enflasyon üç yıl sonrasında %2.5, altı yıl sonrasında ise %2.1 olarak gerçekleşecektir (Şekil 2.3)

Şekil 2.3 ekonomik şok büyüklüğüne bağlı olarak hedef ufkunun nasıl etkilendiğini göstermektedir. Üretim istikrarına verilen ağırlığın $\lambda= 0.25$ olduğu bir merkez bankası amaç fonksiyonu çerçevesinde, yaşanan şok ne kadar büyük olursa hedefleme ufku (implicit targeting horizon) o kadar uzun olur. Küçük bir şok sonrasında enflasyonun %4'ten %2.5 düşmesi için yaklaşık olarak iki yılın geçmesi gerekirken, büyük bir şok sonrasında ise aynı oran için üç yıllık bir sürenin geçmesi gerekmektedir.



Şekil 2.3 Şokların Büyüklüğüne Bağlı Olarak Hedef Ufkunun Değişmesi

Kaynak: Apel vd. p, 18

Enflasyon hedefinin zaman ufku aynı zamanda merkez bankasının enflasyon oranı için taahhütte bulunduğu sayısal hedeflerin gerçekleştirileceği süre veya merkez bankasının belirlemiş olduğu enflasyon hedefini gerçekleştirmek için kendisini sorumlu veya hesap verebilir tuttuğu periyot olarak da ifade edilebilir. Hedef ufkunun uzunluğu hedefleme yapan ülkeler arasında farklılıklar gösterebilmektedir. Genel olarak enflasyonu kendisi açısından optimal bir dengeye getirmiş olan ülkelerde zaman ufku, dezanflasyon sürecini hala devam ettiren ülkelerden daha uzundur. Bu anlamda cari

enflasyon oranı uzun dönem enflasyon oranı üzerinde olan ülkeler, dezenflasyon sürecini hızlandırdığı için daha kısa zaman ufku tercih ederlerken, enflasyon oranı uzun dönem hedefi düzeyinde olan ülkelerde hedef ufku genellikle politika aktarım gecikmeleri ile para politikası enstrümanları ve üretimdeki değişkenliklerden kaçınma isteğini yansıtacak şekilde genişlemektedir. Dolayısıyla farklı ülkelerde kabul edilen enflasyon hedefinin zaman ufku kısmen de başlangıç hedefi dönemindeki enflasyon oranına bağlıdır. Nitekim bir defa kendi denge durumunu sağlayan bir ülke sonsuz hedef ufkuna karar verebilir. Bununla birlikte sonsuz hedef ufkuna sahip olsa bile bir merkez bankasının kendi içsel tahminleme, karar verme süreci, hesap verebilirlik ve iletişim amaçları açısından hedef ufkunu daha kısa tutmasına ihtiyacı vardır. Bunun ötesinde kısa bir hedef ufku üretim istikrarından çok enflasyon hedeflerine ulaşmaya yaptığı büyük vurgudan dolayı dezenflasyon sürecindeki ülkeler için daha uygun olabilir.

Heenan vd. hedef ufku seçiminin birbiriyle alakalı birçok durumu dengelemesi gerektiğini ifade etmektedirler.³⁴¹

- Enflasyonist bekleyişler için bir çapa olarak kullanılan zaman ufku en azından bir çok kişinin ekonomik planları süresince, orta vadeye kadar uzamalıdır.
- Orta vade hedef ufku merkez bankasının hesap verebilirliği için bir ölçüt oluşturmayabilir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde enflasyon tahmini operasyonel hedef rolü oynadığı için, hedef ufku para politikasındaki gecikmelerden daha uzun olmalıdır.
- Hedef ufku ne kadar uzun olursa merkez bankasının üretim ve döviz kuru istikrarı gibi diğer amaçları da takip edebilmesi için sahip olacağı esneklik derecesi o kadar büyük olur. Diğer taraftan uzun hedefleme ufku özellikle kısa dönem amaçlarının takip edilmesi durumunda, merkez bankasının kredibilitelerini düşürebilir. Bu yüzden hedef ufkunun uzunluğu enflasyon hedefi ile kısa dönem istikrarı arasındaki trade-off ile ilgili merkez bankasının tercihlerini yansıtmalıdır.

³⁴¹ Heenan vd. p.24

Enflasyon hedeflemesi rejiminin dizayn edilmesindeki temel problemlerden biri para politikasının ekonomiyi ve enflasyonu uzun gecikmelerle etkilemesidir. Düşük enflasyon oranını yakalamış olan ülkeler bu gecikmelerin süresi daha uzun olarak hesaplanmıştır (iki yıl veya daha uzun bir süre). Enflasyon hedefleyici rejimler arasında daha kısa zaman ufku yaygın bir uygulama olarak görülmektedir. Bir yıl gibi kısa zaman ufku oldukça problematik olabilir. Deneyimler, para politikasındaki gecikmeler göz önüne alındığında, para politikası eylemlerinin enflasyon üzerindeki etkilerinin ortaya çıkmasına yetmeyecek derecede kısa olan zaman ufkunun özellikle merkez bankası kredibilitésine zarar verdiğini göstermektedir. Bununla birlikte Mishkin (2000) ve Mishkin and Hebbel (2002) kısa zaman ufku için üç problemden söz etmektedir. Birincisi, kısa zaman ufku, özellikle dar bir hedef bandı ile birlikte uygulandığında, kontrol edilebilirlik problemini doğurabilir (controllability problem). İkinci problem, dar bir hedef bandı ile birlikte kısa zaman ufku araç istikrarsızlığına neden olabilir (instrument instability). Üçüncü problem, çok kısa bir zaman ufku, merkez bankasının kayıp fonksiyonunda üretim dalgalanmalarına yeteri kadar ağırlık vermediği anlamına gelmektedir.³⁴² Bu yüzden para politikasındaki gecikmeler göz önüne alındığında ‘hedef ufku’ kontrol ufkundan daha kısa olamaz.

Kontrol edilebilirlik ve araç istikrarsızlığı problemlerinin çözümüne yönelik olarak Mishkin and Hebbel (2002) merkez bankalarının şu yolları izlemelerini önermektedir:³⁴³

- Merkez bankaları özel durumlarda enflasyon hedefinden sapmalara izin vermek için kaçış yolu (escape clauses) mekanizması oluşturabilirler.
- Merkez bankası manşet enflasyon yerine çekirdek enflasyonu hedefleyebilirler.
- Merkez bankaları, hedef bandını genişletebilirler.

³⁴² Mishkin, Issues in Inflation Targeting, p.210, ve Mishkin and Hebbel, pp. 184-185

³⁴³ Mishkin and Hebbel, p.185

- Merkez bankaları hedef ufkunu uzatabilirler.

Jonas and Mishkin (2004) kısa süreli bir hedef ufkunun neden olduğu problemlerin önüne geçmenin bir yolu olarak, enflasyon hedefinin iki yıl veya daha uzun bir periyodu kapsayacak şekilde belirlenmesi gerektiğini ifade etmektedirler. Zaman ufkunun uzatılması otomatik olarak merkez bankasının çoklu yıl (müli-annual) hedeflerine sahip olacağı anlamına gelmektedir. Böylece cari takvim yılı enflasyon hedefi iki yıl öncesinden belirlenmiş olurken, aynı zamanda takip eden yıl için de bir hedef belirlenmiş olacaktır. Çoklu yıl hedefleri ile birlikte hedefler her yıl değişecektir.³⁴⁴

Merkez bankalarının kayıp fonksiyonunda üretim dalgalanmalarına da yer vermek suretiyle hedef ufkunu kontrol ufkundan daha uzun tutması, enflasyon hedeflemesi rejimi için kredibilite problemine yol açabilir. Mishkin and Hebbel optimal hedef ufku ile hedef bandı arasındaki etkileşimin bu probleme çözüm olabileceğini ifade etmektedir. Buna göre eğer hedef bandı genişletilecekse, hedef ufku görelî olarak kısa tutulabilir (iki yıl gibi).³⁴⁵

Sonuç olarak enflasyonun hedef ufku belirlenirken başlangıç enflasyon oranı, dezenflasyon süreci, şokların büyüklüğü ve merkez bankasının kayıp fonksiyonunda enflasyon ve üretime verdiği görelî ağırlığın hesba katılması gerekir. Bu bağlamda merkez bankasının etkisi dışında olan kontrol ufku ile merkez bankasının istek ve amaçlarını yansıtan hedef ufku arasındaki ayırımın yapılması hedefleme ufkunun gerçekçiliği açısından önemlidir. Merkez bankasının reel ekonomideki gelişmeleri dikkate alması durumunda hedef ufku kontrol ufkunu aşacaktır. Eğer enflasyon hedefleyici bir merkez bankası resmi olarak bir enflasyon hedefini ilan ederse, hedef ufku mantıksal olarak sadece aktarım mekanizmasındaki gecikmeleri değil aynı

³⁴⁴ Jiri Jonas and Frederic S. Mishkin, Inflation Targeting in Transition Economies: Experience and Prospects, in.(Eds) Ben S. Bernanke and Michael Woodford, **The Inflation-Targeting Debate**, University of Chicago Press,2004,p p.388

³⁴⁵ Mishkin and Hebbel, p.187

zamanda merkez bankasının üretim ve istihdamdaki aşırı dalgalanmaları önlemeye yönelik eğilimini de yansıtmalıdır.

2.4 ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN YAYILIŞI

2.4.1. Genel Olarak Yayılışı

Bretton Woods sisteminin yıkıldığı 1971 yılı ile Yeni Zelanda Parlamentosu'nun Reserv Bank Sözleşmesi'ni(Reserve Bank Act) kabul ettiği 1989 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde parasal otoriteler Bretton Woods döviz kuru sisteminin yerini alabilecek politika stratejileri arayışına girdiler. Bu süreçte uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi fiyat istikrarını sağlamada başarısız kalınca ülkelerin birçoğu enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başladılar.

1980'lerde, daha öncesinde dalgalı döviz kurunu kabul eden bazı ülkelerde parasal büyüklükler ve sabit döviz kuru gibi geleneksel nominal çapaların yetersiz kalmalarından dolayı ortaya çıkan boşluğu çoğu zaman merkez bankaları düşük enflasyon oranlarını taahhüt etmek suretiyle doldurmaya çalışmıştır. Yüksek ve değişken enflasyon geçmişi olan ülkelerde bu tür bir düzenleme, merkez bankasının enflasyonu düşürmek ve düşük bir seviyede sürdürmek için gerekli önlemleri almada kamuoyunu inandıracak yeterlilikte değildi. Yeni Zelanda ve Kanada gibi ülkelerde ise gelecek enflasyon oranlarına yönelik sayısal bir taahhüdün olması merkez bankasının fiyat istikrarı amacını gerçekleştirecek bir mekanizma olarak görüldü.

1990'ların ilk yarısında döviz kuru rejimleri altında kötü bir deneyim yaşayan bazı gelişmiş ülkeler enflasyon hedeflemesi rejimine yönelmeye başladılar. Örneğin, sabit döviz kurunu politika çapası olarak kullanmak suretiyle parasını bağladığı ülke ile aynı düşük düzeyli enflasyona ulaşmak isteyen İngiltere, İsveç ve Finlandiya gibi ülkeler piyasa baskılarına daha fazla dayanamayıp sabit döviz kurunu terk etmek zorunda kalmışlardır. Aynı zamanda bu ülkelerden bazıları, İngiltere gibi, daha öncesinde başarısız bir parasal hedefleme deneyimi de geçirmişlerdir. Para politikası için sabit döviz kurunun çapa olarak daha fazla sürdürülememesi ve parasal hedeflemenin para

politikası için istikrarlı bir temel oluşturamamasından dolayı bu ülkeler para politikası çerçevesi olarak enflasyon hedeflemesini kabul etmişlerdir. Sonrasında, özellikle 1990'ların ikinci yarısından sonra, enflasyon hedeflemesi geliştirmekte olan ülkeler arasında da oldukça yaygınlık kazanmıştır.³⁴⁶

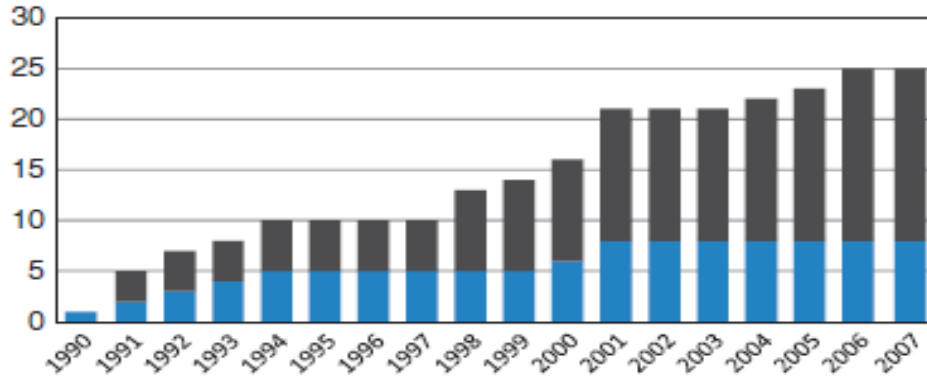
1989 yılına kadar gelişmiş ülkelerdeki para politikası rejimlerinden üçte ikisi çeşitli döviz kuru rejimlerinden oluşmaktaydı. Avrupa'da enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesinde özellikle 1992 yaşanan Döviz Kuru Mekanizması (Exchange Rate Mechanism-ERM) krizi teşvik edici rol oynamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin kabulünde aşamalı bir sürecin yaşandığı görülmektedir. Latin Amerika'da enflasyon hedeflemesine yönelimler 1990'ların ilk yarısında başlamasına rağmen tam donanımlı enflasyon hedeflemesinin kabulü ancak 1998'de yaşanan finansal kriz sonrasında 2000'li yılların başlarında gerçekleşebilmiştir. Merkezi ve Doğu Avrupa'nın geçiş ekonomileri 1990'ların sonlarında gerçekleştirdikleri geniş çaplı ekonomik reformların bir parçası olarak enflasyon hedeflemesini tercih ederken, Doğu Asya ülkeleri 1997'de yaşanan Asya finansal krizinden sonra 2000'li yılların başlarında enflasyon hedeflemesini kabul etmeye başladılar.

Günümüzde gelişmiş ülkeler politika çapası olarak parasal büyüklükleri kullanmamaktadır. Freedman and Laxton (2009)'a göre gelecekte de bu durumun değişebilme ihtimali oldukça azdır. Döviz kuru çapaları söz konusu olduğunda gelişmiş ülkelerin büyük bir çoğunluğu ya esnek döviz kurunu uygulamakta ya da Avrupa Merkez Bankası (ECB)'de olduğu gibi merkez bankasının birlik dışındaki ülkelere karşı parasını dalgalanmaya bıraktığı parasal birliklere üyedirler. Gelişmiş ülkelerin bazıları ise para politikasına temel teşkil eden enflasyon hedeflemesini kullanmaktadırlar. Bununla birlikte ABD ve Japonya gibi ülkeler düşük enflasyon taahhüdü ile kendilerini yükümlü kılsalar da enflasyon oranı için daha çok kalitatif bir yaklaşımı benimsemekte ve bu anlamda enflasyon hedefleyici olarak kabul edilmemektedirler.

³⁴⁶ Freedman and Laxton, Why Inflation Targeting?, p.9

Gelişmekte olan ülkelerde ise durum biraz daha farklılık göstermektedir. Bu ülkelerden bazıları enflasyon hedeflemesini uygulayabilecek kapasiteye sahip olmadıkları ve bu yüzden belki de başka uygun bir seçenekleri olmadığı için politika çapası olarak hala parasal büyüklüklere başvurabilmektedirler. Gelişmekte olan ülkelerin bir kısmı ise sabit döviz kurunun çeşitli formlarını kullanmaya devam etmektedirler. Özellikle daha küçük ekonomiler dolarizasyon, para kurulu veya parasal birlik gibi sabit döviz kurunun katı versiyonlarını tercih etmişlerdir. Diğer taraftan özellikle orta veya büyük ekonomi sayılabilecek birçok gelişmekte olan ülke enflasyon hedeflemesini kabul etmiştir.³⁴⁷

Enflasyon hedeflemesinin ülke grupları arasındaki dağılımına bakıldığında 1997 yılına kadar enflasyon hedefleyici gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında eşit bir dağılım söz konusu iken, sonrasında gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin görece olarak daha çok yaygınlık kazandığı görülmektedir (Şekil 2.4).³⁴⁸



■ Gelişmekte Olan Ülkeler ■ Gelişmiş Ülkeler
Şekil 2.4 Enflasyon Hedeflemesinin Yayılışı

Kaynak: Carl E. Walsh, Inflation Targeting: What Have We Learned? *International Finance*

12:2,2009, p.198

³⁴⁷ Freedman and Laxton, Why Inflation Targeting?, p.10

³⁴⁸ Walsh, Inflation Targeting: What Have We Learned?... p.197

Enflasyon hedefleyici 27³⁴⁹ ülke arasından sadece dokuz tanesi gelişmiş ülkelerden oluşmaktadır (Tablo 3.1) Gelişmiş enflasyon hedefleyici ülke sayısının az olmasının nedenlerinden biri Euro Alanı'ndaki genişlemenin bir sonucu olarak Avrupa'da parasal egemenliğin giderek kaybolmasıdır. İkinci olarak Büyük Üçlü (Big Three) olarak bilinen ABD Merkez Bankası (FED), Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan)'nın henüz açık bir şekilde enflasyon hedeflemesini kabul etmemiş olmasıdır.³⁵⁰

Enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesi esnasında her ülkenin şartları birbirinden farklıdır. Enflasyon hedeflemesini kabul eden ülkelere hemen hemen tamamı görece olarak yüksek enflasyon geçmişine sahip oldukları için enflasyon hedeflemesini düşük enflasyon oranlarını yakalamak veya sürdürmek için kullanılmaktadırlar. Bazı durumlarda, Yeni Zelanda ve Kanada'da olduğu gibi, enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesinin altında yatan sebep yaşanan krizlerin dayatmasından çok esnek döviz kuru altında ve parasal büyüklükleri istikrarsız olan bu ülkelerde fiyat istikrarının sağlanmasında enflasyon hedeflemesinin en iyi rejim olarak görülmesidir. İngiltere, İsveç ve Brezilya gibi ülkelerde ise sabit döviz kuru rejimi daha fazla sürdürülemediği için enflasyon hedeflemesi rejimi kabul edilmiştir. Döviz kurunun çapa olmaktan çıkması ve parasal büyüklüklerin istikrarsızlaşmasından dolayı enflasyon hedeflemesi tek geçerli bir mekanizma olarak kalmıştır. Bununla birlikte İsrail ve Şili gibi bazı enflasyon hedefleyici ülkelerde belli bir dönem için enflasyon hedeflemesi döviz kuru hedefi ile birlikte varlığını sürdürmüş, zamanla aşamalı olarak döviz kuru çapasına olan vurgu azalırken enflasyon hedeflemesine verilen ağırlık artmıştır.³⁵¹

³⁴⁹ Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Avustralya, İsrail, Güney Kore, Norveç, İzlanda, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Güney Afrika, Tayland, Meksika, Macaristan, Peru, Filipinler, Guatemala, Romanya, Endonezya, Türkiye, Ermenistan, Gana, Sırbistan-(Filandiya ve İspanya Slovakya ile birlikte Avrupa Birliğine kabul edildikten sonra zorunlu olarak enflasyon hedeflemesini terk etmişlerdir)Hebbel(2009) kendisini açık enflasyon hedefleyici olarak kabul etmese de, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler ile çok yakın benzerliğinden dolayı İsviçre'yi de enflasyon hedefleyici ülkeler arasında saymakta ve dolayısıyla bu sayı 28'e yükselmektedir

³⁵⁰ Klaus Schmidt-Hebbel, Inflation Targeting Twenty Years on: Where, When, Why, With what Effects, What lies ahead?, **Documento de Trabajo** N° 360, 2009, p.4

³⁵¹ Freedman and Laxton, Why Inflation Targeting?, p.10

Ülkelerin enflasyon hedeflemesini kabul ettikleri tarihin kesin bir şekilde belirlenmesi konusunda literatürde farklı yaklaşımlar olduğu görülmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için geçerli olan bu durumun geçiş döneminin hesaba katılıp katılmamasından kaynaklandığı ifade edilmektedir. Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkelerin bir kısmı tam donanımlı enflasyon hedeflemesini kabul etmeden önce örtük enflasyon hedeflemesini uygulamışlardır. Geçiş dönemi ve tam donanımlı enflasyon hedeflemesi ayırımı yapıldığında başlangıç tarihleri de farklı olarak gösterilebilmektedir.

Corbo vd. (2002) enflasyon hedeflemesi rejimlerinin başlangıç tarihleri üzerindeki anlaşmazlığın, enflasyon hedeflemesinin kabullenme sürecinin devrimsel (revolutionary) olmaktan çok evrimsel (evolutionar) olmasına bağlamaktadır. Buna göre ülkeler para politikasının bu yeni çerçevesini aşamalı olarak kabul etmekte ve bu anlamda tam donanımlı bir enflasyon hedeflemesine geçiş için zamanla diğer ülke deneyimlerini de göz önünde bulundurmaktadırlar.³⁵² Bu bağlamda, bazı durumlarda enflasyon hedeflemesinin temel koşullarının yerine getirilmesi zaman aldığı için farklı kabul tarihleri ileri sürülebilmektedir. Dolayısıyla alternatif kabul tarihlerinden biri enflasyon hedeflemesi ön koşullarının tamamının yerine getirilmesi, diğeri ise ön koşulları yerine getirmemiş olsa bile merkez bankasının sayısal bir enflasyon hedefini ilk duyurduğu tarih olarak kabul edilmektedir.³⁵³

2.4.2 Ekonomik Yapı ve Büyüklük

Enflasyon hedeflemesi Batı Avrupa, Kuzey Amerika, Okyanusya ve Doğu Avrupa geçiş ekonomilerindeki gelişmiş ekonomiler ile Afrika, Asya ve Güney Amerika gibi gelişmekte olan ve yükselen ekonomiler tarafından kabul edilen yaygın bir para

³⁵²Vittorio Corbo, Oscar Landerretche, Klaus Schmidt-Habbel, Does Inflation Targeting Make a Difference, İn,(Eds) N. Loayza and R. Soto **Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges**, 221–69. Santiago: Central Bank of Chile. 2002, p.223

³⁵³Thórarinn G. Pétursson, Formulation of Inflation Targeting Around The World, **Monetary Bulletin** 2004/1, pp.61-62

politikası rejimidir. Enflasyon hedefleyici ülkelerin %10'unu IMF üyesi ülkeler oluşturmakta ve dünya üretiminin %20'sini bu ülkeler sağlamaktadırlar.³⁵⁴

Enflasyon hedefleyici ülkeler genellikle küçük veya orta büyüklükteki gelişmiş ülkeler ile orta ve büyük gelişmekte olan ülkelere oluşmaktadır. Bir kural olarak enflasyon hedefleyici ülkeler farklı parasal rejimleri takip eden diğer ülkelere göre uluslar arası ticarete daha açıkken kamusal borç oranı da daha düşük olmaktadır. Bununla birlikte G3 ülkeleri dışta tutulduğunda enflasyon hedefleyici ülkelerin daha gelişmiş finansal sistemlere sahip olduğu görülmektedir.

Genel olarak enflasyon hedefleyici ülkelerin GSMH ve menkul kıymetler piyasası açısından daha gelişmiş olarak görülmesi enflasyon hedeflemesinin gelişmiş kurumsal altyapı ve finansal sistemleri gerektirdiğini göstermektedir. Carare and Stone (2006) bu durumu ampirik olarak ortaya koymakta ve tam donanımlı bir enflasyon hedeflemesinde mali pozisyonun ve finansal sistemin güçlü olması bu ülkelerin açık ve kesin bir enflasyon hedefini güvenilir bir şekilde taahhüt etmesinde önemli bir gereklilik olmasından kaynaklandığını ifade etmektedirler.³⁵⁵ Diğer ülkelerle karşılaştırıldığında kamu borçlarının enflasyon hedefleyici ülkelerde daha düşük oranlı olduğu ifade edilmektedir. Bu ise bir anlamda enflasyon hedefini ve kredibilitelerini tehdit eden mali baskınlıktan kaçınma ihtiyacını yansıtmaktadır.

Ülkelerin dışa açıklık derecesi ile enflasyon hedeflemesi arasında pozitif bir ilişkinin var olması enflasyon hedefleyici ülkelerin diğer ülkelere göre uluslar arası ticarete daha açık oldukları anlamına gelmektedir. Mishkin and Schmidt-Hebbel (2001)'in elde ettiği ampirik bulgular da bu olguyu desteklemekte ve bu anlamda dışa açıklık arttıkça enflasyon hedeflemesinin kabul edilebilir ihtimalinin arttığı ortaya konulmaktadır.³⁵⁶ Dışa açık ekonomiler dışsal şoklara karşı daha savunmasız oldukları için bu ekonomilerin bir sabit döviz kuru rejimini sürdürmeleri oldukça zordur. Bu

³⁵⁴ Pétursson, Inflation Targeting and Its Effects On Macroeconomic Performance,...p.17

³⁵⁵ Alina Carare and Mark R. Stone, Inflation Targeting Regimes', **European Economic Review** 50 (2006), p.1306

yüzden enflasyon hedeflemesini alternatif bir para politikası rejimi olarak tercih etmektedirler.

2.5 GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN UYGULANMASINDAKİ ZORLUKLAR

Enflasyon hedeflemesi 1990 yılında Yeni Zelanda ve sonrasında Kanada, Avustralya ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde kabul edilmiş, daha sonrasında ise gelişmekte olan ülkelere yaygınlık kazanmıştır. Diğer para politikası rejimleri ile karşılaştırıldığında enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performans üzerindeki etkisinin görece pozitif olduğu ampirik çalışmalarda görülmektedir. Buna bağlı olarak enflasyon hedeflemesinin giderek yaygınlık kazanması ve en önemlisi enflasyon hedeflemesini kabul eden ülkelere hiç birinin (İspanya, Finlandiya ve Slovakya'nın Avrupa Birliğine girişi hariç) bu rejimi terk etmemiş olması enflasyon hedeflemesinin başarısının değerlendirilmesinde önemli bir kriter olarak gösterilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi genel anlamda başarılı olarak görülse de gelişmekte olan ülkelere birçok zorlukla karşılaştığı görülmektedir. Enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında zorlukların olması gelişmekte olan ülkelere makro ekonomik ortamın daha değişken, kurumların daha kırılabilir ve kredibilitenin daha düşük olması ile ilgilidir. Fraga vd. (2003)'e göre tüm bunlar bu ülkelere gelişmiş ülkelere olduğundan daha çok şiddetli trade-off'ların yaşanmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla gelişmekte olan enflasyon hedefleyici ülkelerin gelişmiş enflasyon hedefleyici ülkelere göre daha düşük bir performans göstermesi gelişmekte olan ülkelere hedeflere yönelik yetersiz bir taahhütten ziyade enflasyon hedeflemesinin karşı karşıya kaldığı yetersiz koşullardır.³⁵⁷

Enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesinden önce gelişmiş ülkeler gelişmekte olan ülkelere göre daha düşük enflasyon ve enflasyon değişkenliğine sahip oldukları için, para politikası otoriteleri enflasyon hedeflemesini yüksek enflasyon oranlarını

³⁵⁶ Mishkin and Schmidt-Hebbel, A Decade of Inflation Targeting in The World: What Do We Know and What Do We Need To Know,...p.179

³⁵⁷ Fraga vd, pp.1-2

düşürmek için değil, var olan düşük enflasyon oranını korumak veya daha düşük bir seviyeye yaklaştırmak için kabul etmişlerdir. Dolayısıyla araştırmacıların bazıları, bu yönüyle ele alındığında, enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ülkelerin makro ekonomik performansı üzerinde çok önemli etkisinin olmadığını belirtmektedirler.

Goldstein(2002) geliştirmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesi açısından değerlendirildiğinde sahip olduğu dezavantajları şöyle sıralamaktadır:³⁵⁸

- Gelişmekte olan ülkelerde para politikası aktarım mekanizması tam olarak anlaşılmamaktadır.
- Gelir ile ilgili verilerin izlenmesi ve enflasyon tahminlerinin gelişimi gibi bazı gerekli faktörlerde yetersizlik mevcuttur.
- Finansal sektörün yüksek derecede kırılgan olması ve döviz kurundaki değişimin yurt içi fiyatlara geçişkenliğinin yüksek olması düşük enflasyon amacına ulaşmayı zorlaştırmaktadır.
- Hızlı yapısal değişim ve kısmi dolarizasyon enflasyon tahminlerinin daha doğru yapılmasını engellemektedir.
- Döviz kurundaki dalgalanmalara yönelik büyük endişeler (dalgalanma korkusu) düşük enflasyon oranı amacını para politikasının öncelikli amacı (king of monetary policy) olmaktan alıkoymaktadır.
- Hükümet kontrollü fiyatların ve şokların fazla olması uygun bir fiyat endeksinin seçilmesinde karmaşıklığa neden olmaktadır.
- Kısa hedefleme ufku ve dar bandlar araç istikrarsızlığı ve/veya aşırı üretim dalgalanmalarına neden olmaktadır.

Mishkin (2004) enflasyon hedeflemesi altında geliştirmekte olan ülkelere özgü beş temel kurumsal farklılığın altını çizmekte ve para politikası uygulanırken bu farklılıkların göz önünde tutulmasının gerekliliğini vurgulamaktadır. Bunlar:

1. Zayıf mali kurumlar

2. Zayıf finansal kurumlar
3. Düşük kredibiliteli parasal kurumlar
4. Para ikamesi ve borç dolarizasyonu
5. Sermaye girişlerindeki ani duruş (sudden stop) şoklarına açık olma³⁵⁹

Tablo 2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Enflasyon Hedefleyici Ülkelerin Makro Ekonomik Performanslarının Karşılaştırması: 1997:1-2002:2

| Ülkeler | Değişkenlikler | | | | Ortalama | |
|-----------------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Enflasyon | Döviz k. | Büyüme | Faiz | Büyüm e | Enflasyon |
| Gelişmiş Ü. | | | | | | |
| Ortalama | 1.24 | 0.11 | 2.07 | 1.27 | 3.16 | 2.57 |
| Gelişmekte Olan Ülk. | | | | | | |
| Ortalama | 3.37 | 0.15 | 3.40 | 5.47 | 2.41 | 6.69 |

Kaynak:Fraga vd. p.7'den yararlanarak hazırlanmıştır.

Şimdi ikinci bölümde enflasyon hedeflemesinin ön şartları şeklinde incelediğimiz bu şartların yerine getirilmemesi durumunda gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi üzerindeki olumsuz etkilerini inceleyelim. Enflasyon hedeflemesinin başarısı üzerinde olumsuz etkiler yapan bu faktörlerin anlaşılması aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerde Fraga vd. (2003)'ün Tablo 2.4'de ortaya koyduğu gibi, 'biçimsel olgular' (stylized facts) olarak ifade edebileceğimiz enflasyon, büyüme, döviz kuru ve faiz değişkenliklerinin neden daha yüksek olduklarının anlaşılması ve açıklanmasına da yardımcı olabilir

2.5.1 Mali Baskınlığın Olması

Birçok gelişmekte olan ülkede büyük bütçe açıkları ile yüksek enflasyon değişkenliği arasında önemli bir ilişkinin var olduğu görülmüştür. Kamu harcamalarındaki küçük hareketlenmeler enflasyon beklentilerinde ve sonuçta enflasyonda büyük dalgalanmalara neden olabilir.

³⁵⁸ Morris Goldstein, *Managed Floating Plus, Policy Analyses in International Economics*, Washington, D.C.: Institute for International Economics. 2002, p.63

Amato and Gerlach (2001) bütçe açıkları, devlet-kontrollü fiyatlar ve enflasyon arasındaki ilişkiye önemli bir vurgu yapmaktadır. Finansman kaynaklarının yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkelerde bütçe açıklarını finanse etmenin bir yolu devlet-kontrollü fiyatların (regulated prices) arttırılmasıdır. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkeler için oldukça önemli olan elektrik, doğalgaz ve petrol ürünleri fiyatları gibi, devlet kontrollü fiyatlardaki bir değişim enflasyon üzerinde kısa sürede büyük bir etki yaratır. Bu ise para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin gecikmeli olmasından dolayı enflasyon değişkenliğini arttırarak merkez bankasının kredibilitesine zarar verir.³⁶⁰

Mali baskınlık aynı zamanda herhangi bir parasal rejimde enflasyonun kontrolünü oldukça zorlaştıran finans ve bankacılık krizlerine neden olabilir. Büyük çaplı bütçe açıkları hükümetleri özellikle bankacılık sistemindeki varlıklara el koymaya zorlayabilir. Bunun olabileceğine yönelik endişeler sonuçta mevduat sahiplerinin ve diğer kreditorlerin bankacılık sisteminden paralarını çekmelerine ve böylece oluşan bir bankacılık krizinde kredilerin ve buna bağlı olarak ekonominin daralmasına neden olur.^{361, 362}

2.5.2 Finansal Baskınlık

Agenor and Pereira da Silva (2011) gelişmekte olan ülkeleri gelişmiş olan ülkelere ayıran finansal sistemin dört önemli özelliğine vurgu yapmaktadır. Bunlardan birincisi, finansal aracılık içinde ticari bankacılığın hala en ağırlıklı olarak yerini

³⁵⁹ Frederic S. Mishkin, Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?, **NBER Working Paper** No. 10646, 2004, p.2

³⁶⁰ Amato and Gerlach , p.3

³⁶¹ Mishkin, Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?...p.8

³⁶² Bu durum Arjantin'de birkaç defa yaşanmıştır. Ekonomisinin bir çok resesyon geçirmesine rağmen 2000 yılına kadar Arjantin'in bankacılık sistemi tequila krizinden sonra yerleştiği kontrol ve denetim rejiminden dolayı oldukça sağlam görünmekteydi. Büyük bütçe açıkları Arjantin hükümetini yeni finans kaynaklarına, yani genellikle yabancı sahipliğinde olan bankacılık sistemine yönlendirdi. Ekonomi yönetiminin değişmesi ile birlikte denetim standartları zayıflarken diğer taraftan bankalar Arjantin devlet bonolarını almaya zorlandılar. Borçların ödenmemesi ihtimalinin artması ile birlikte, bonoların değerindeki düşüş aynı zamanda bankaların net değerini de düşürmüştür. Buna bağlı olarak, bankaların iflas ihtimali klasik banka hucumlarına ve böylece 2001 yılı sonunda bankacılık krizine neden olmuştur. Sonuç ise ulusal paranın çökmesi, yıkıcı bir depresyon ve enflasyondaki büyük artışlar olmuştur. (Mishkin, 'Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?'...p.8)

koruyor olmasıdır. Son yıllarda yerel sermaye piyasalarının derinleşmesine rağmen banka dışı finansal aracılık sistemi tam anlamıyla bir alternatif olamamaktadır.

İkincisi, finansal çeşitlilikteki yetersizliğin bir sonucu olarak, banka kredilerinin ekonominin arz tarafı üzerinde güçlü bir etkisinin olmasıdır. Parasal bir daralma ile birlikte tüketim ve yatırımlar için kredi maliyetlerinin artması üretimi azaltırken enflasyonu artırıcı yönde etkiler.

Üçüncüsü, gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin yurt içi ve yurt dışı küçük şoklara karşı korunaksız olmasıdır.. Kısa dönemli sermaye hareketlerinin aniden tersine dönmesi özellikle finansal sistemin kırılğan, denetim ve kontrol sisteminin zayıf ve para politikası rejimlerinin esneklikten yoksun olduğu ülkelerde finansal volatilitiyi daha da kötüleştirir.

Dördüncüsü, global kriz öncesindeki son on yılda görülen bankacılık krizleri üretimde düşüşlere ve işsizlik oranlarında önemli artışlarla sonuçlanmıştır. Bunun ötesinde, bu negatif etkenlerin bazıları oldukça asimetrik olmuştur.³⁶³

Finansal krizlere daha açık olmalarından dolayı enflasyon hedeflemesini uygulayan gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrar oldukça önemlidir. Carae vd. (2002) enflasyon hedefleyici ülkeler için finansal istikrarsızlığın doğurabileceği iki potansiyel tehlikenin varlığına işaret etmektedir. Bunlardan biri merkez bankası likitleri yoluyla finansal kurumlara verilen büyük destekler sonucunda oluşan enflasyon baskısıdır. İkincisi ise finansal kuruluşların bilançolarında oluşturduğu dengesizlikten dolayı faiz oranlarının yükseltilmemesi ve buna bağlı olarak merkez bankasının bir enflasyon hedefini takip etmekte zorlanmasıdır.³⁶⁴ Bankacılık sisteminin zayıf olması ve buna bağlı olarak finansal sistemi çökertme riskinden dolayı merkez bankasının faiz oranlarını artırmaktan çekinmesi enflasyon hedeflemesinin başarısını tehlikeye sokan önemli bir faktördür.

³⁶³ Pierre-Richard Agénor and Luiz A. Pereira da Silva, *Macroeconomic Stability, Financial Stability, and Monetary Policy Rules*, **FERDI Working Paper**, 20011, pp.4-5

³⁶⁴ Carae vd. p.14

Bankacılık sektörünün zayıf olması finansal krizlere ve ulusal paranın çöküşüne de neden olur. Piyasalar bankacılık sisteminin zayıflığını fark ettiğinde yurt dışından gelen sermayede tersine bir akım gerçekleşecek ve bu durum enflasyon üzerinde yukarı doğru bir baskıya neden olacak olan ulusal paradaki aşırı değer kaybetme olgusu ile sonuçlanacaktır. Bunun ötesinde, dolarizasyon olgusunun güçlü olduğu ülkelerde özellikle daha çok parasal bir genişleme ile birlikte devam eden devalüasyonun bir sonucu olarak yurtiçi firmaların döviz cinsinden olan borçlarında yükselme olurken, ulusal para cinsinden sahip oldukları varlıkların değeri düşer ve bunun sonucunda net değerde azalma gerçekleşir. Zira bu tür ülkelerde genel olarak gelir gruplarının gelirleri ulusal para cinsindenken, borçları döviz cinsinden olmaktadır. Borçların dolarizasyonu şeklinde ifade edilen bu durum, bankacılık sisteminde bir çöküşün yaşanmasına neden olabilir. Sonrasında bankacılık sistemini kurtarmaya yönelik girişimler ilerde monetizasyonla finanse edilecek olan büyük kamu harcamaları artışına neden olacaktır. Bu aynı zamanda enflasyon hedeflemesinin çöküşü anlamına da gelmektedir.³⁶⁵

Enflasyonun kontrol edilmesinde mali ve finansal dengesizliklerden kaynaklanan problemler sadece gelişmekte olan ülkelere özgü değil aynı zamanda gelişmiş ülkeler için de geçerlidir. Ne var ki gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında bu problemlerin enflasyon hedeflemesi üzerindeki etkileri daha da büyüktür. Bu yüzden bu ülkelerde mali ve finansal istikrarsızlığın önlenmesine yönelik birçok reformun yapılması kaçınılmazdır. Bu bağlamda Mishkin (2004) enflasyon hedeflemesi rejiminin çöküşüne neden olabilecek olan mali dengesizliğin önlenmesi veya bütçe açıklarının kontrol altına alınması için hükümet bütçesi ve bütçe kurallarında şeffaflığın artırılması gerektiğini ifade etmektedir. Finansal istikrarsızlığı önlemek için ise şu önlemler alınmalıdır.

1. Bu tip finansal krizlerin önlenmesi için bankacılık ve finansal sistemde denetim ve kontrol mekanizmasının güçlendirilmesi gerekir.

³⁶⁵ Mishkin, Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?...p.7

2. Banka bilançolarının dengesizliklerinden kaynaklanan devalüasyonu önlemek için dolarizasyonunu sınırlandıran bir politika izlemesi gerekir..³⁶⁶

3. Diğer taraftan makro ekonomik performans için hangi para politikası rejiminden tercih edilmesinden çok finansal ve mali istikrarsızlıktan kaçınmaya yönelik kurumsal reformların yapılması daha önemlidir..³⁶⁷

2.5.3 Dışsal Baskınlık ve Döviz Hareketlerinden Kaynaklanan Zorluklar

Açık bir ekonomide, para politikası hedef değişkenlerini (enflasyon ve üretim açığı) çeşitli kanallarla etkilemesi bakımından döviz kuru para politikası aktarım mekanizmasının önemli bir bileşenidir. Bir prensip olarak, enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesi döviz kuruna yönelik bir taahhüdün olmamasını gerektirmekte ve bu yüzden paranın dalgalanmasına izin verilmektedir. Ne var ki pratikte, resmi olarak esnek döviz kurunu benimseyen birçok gelişmekte olan ülkede parasal otoriteler, genellikle fiili olarak bir hedef bandı tercih etmek suretiyle, ulusal paranın değerine önem vermeye devam etmektedirler. Merkez bankalarının nominal döviz kuru hareketlerini önemsemesinin bir çok nedeni bulunmaktadır. Döviz kurunun fiyatlara geçişgenliği, borç dolarizasyonu, ani duruşlar ve dalgalanma korkusundan dolayı gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankaları döviz kuru hareketlerine karşı daha duyarlı olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru geçişkenliğinin gelişmiş ülkelere göre daha büyük olması olgusunu kısmen GSMH içinde ithalat ve ihracat paylarının gelişmekte olan ülkelerde görece olarak daha büyük olması ve ithalat içinde tüketim malları oranının yüksek olmasından kaynaklanmakta, kısmen de bu ülkelerin yüksek enflasyon geçmişinden ve bazı malların döviz kuruna endekslenmesinden kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerin ihracat sanayisini (ithalata rakip sanayi)

³⁶⁶ Mishkin, Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?...pp.7-9

³⁶⁷ Frederic S. Mishkin, Comments on Fraga, Goldfajn and Minella, Inflation Targeting in Emerging Market Economies, in (eds)Mark Gertler and Kenneth Rogoff, **NBER Macroeconomics Annual 2003**, Volume 18, The MIT Press, 2003, p.405

koruma isteğinden dolayı döviz kurundakidalgalanmalara karşı daha duyarlı olabilmektedirler.³⁶⁸

Gelişmekte olan ülkelerdeki makro ekonomik değışkenliğın başka bir açıklaması bu ülkelerin karşı karşıya kalmış olduğı büyük şoklardır. Dışsal şoklar gelişmiş ülkelere göre gelişmekte olan ekonomilerde daha önemli bir role sahiptirler. Gelişmekte olan ülkelerin maruz kaldığı sermaye girişlerinde ‘ani duruşlar’ (sudden stops), döviz kurunu ve sonuç olarak enflasyon oranını önemli ölçüde etkilemekte ve enflasyonist baskıların azaltılması için faiz oranlarının yükselmesine neden olan şoklardır. Tüm bunların sonucunda gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları ve döviz kuru değışkenlikleri yükselme eğilimine girer.³⁶⁹

Tüm bu endişeler enflasyonist baskıların yanında döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanan komplikasyonların da merkez bankası tarafından dikkate alması gerektiğini göstermektedir. Bu yüzden bazı gelişmekte olan ülkeler döviz kurundaki bu değışimlere direnç göstermektedirler. Calvo and Reinhart (2002) bu durumu ‘dalgalanma korkusu’ (fear of floating) olarak ifade etmektedirler.³⁷⁰

Dalgalanma korkusu enflasyon hedefi ile para politikasının diğere amaçları arasında bir çelişkinin de doğmasına sebep olur. Çünkü enflasyon hedeflemesi esnek bir döviz kurunun varlığını gerektirdiğı için dalgalanmalara tepki gösterilmesi enflasyon hedeflemesinde bir iletişim sorununu da beraberinde getirebilir. Bu yüzden gösterilen tepkinin döviz kurunu hedefleme girişimi olmadığı, bunun yerine döviz kurunun enflasyonist etkisine karşı gösterilen bir tepki olduğu açıkça belirtilmelidir.³⁷¹ Özellikle döviz kuru geçişkenliğinin yüksek olduğu ülkelerde enflasyon hedefine ulaşmak için döviz kuruna müdahale edilmesi bir gereklilik olabilir. Diğere bir ifade ile, döviz kuruna

³⁶⁸ Freedman and Ötger-Robe, Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies,...pp.10-11

³⁶⁹ Fraga vd. p.26

³⁷⁰ Guillremo A. Calvo and Carmen M. Reinhart, Fear of Floating, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.CXVII May 2002, p.393

³⁷¹ Brian Kahn, Challenges of Inflation Targeting for Emerging-Market Economies: The South African Case, www2.resbank.co.za/...nsf/.../Brian+Kahn.pdf, (Erişim 07.10.2014) p.133

yapılacak olası bir müdahale dalgalanma korkusu olarak değil, tersine enflasyon hedeflerine ulaşmak için gerekli bir politika olarak görülmesi gerekir.³⁷²

Ani duruşların yaşandığı bir ekonomide dalgalanma korkusu enflasyon hedefleyici bir merkez bankasını faiz oranlarını arttırma ve düşürme arasında bir ikilem ile karşı karşıya bırakabilir. Ani duruşlar kısa dönemde enflasyon oranını arttırırken dalgalanma korkusu ile birlikte ele alındığında enflasyon oranını uzun dönemde azaltabilir. Dalgalanma korkusu altında merkez bankası faiz oranını arttırmak suretiyle kısa dönemde enflasyondaki artışı önleyebilir. Faiz oranlarındaki bu artış aynı zamanda resesyonu derinleştirecek ve dolayısıyla enflasyonu düşürmenin maliyeti üretimde gerçekleşen düşüşler olacaktır.³⁷³

2.5.4 Enflasyon Hedeflemesinin Politik Destekten Yoksun Olması

Parasal otoritelerin enflasyonu kontrol altına alabilmeleri için iki önemli düzenlemeye ihtiyaç vardır.³⁷⁴ Bunlardan birincisi para politikasının uzun dönemde birincil dereceden önemli amacının fiyat istikrarı olduğuna dair kurumsal bir taahhüdün var olmasıdır. Kurumsal taahhüt enflasyonun kontrolünde merkez bankasına verdiği yetkinin güçlenmesi açısından düşünüldüğünde birçok ülke merkez bankası yasasında olduğu gibi yasalarda açık bir şekilde yazılmalıdır. Enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarının ne olduğunu daha spesifik olarak sayısal bir enflasyon hedefi şeklinde sunmak suretiyle bu taahhüdü daha ileriye götürmektedir. Bununla birlikte kabul edilmelidir ki, politikacıların ve kamuoyunun fiyat istikrarına verdiği destek yasal taahhütten daha önemlidir. Birçok gelişmekte olan ülkenin geçmişinde fiyat istikrarına yönelik yetersiz bir desteğin olduğu ve yasaların kolay bir şekilde ihlal edildiği görülmüştür. Bu yüzden yasal bir desteğin tek başına yeterli olduğunu söylemek zordur.

³⁷² Pierre-Richard Agénor, Luiz A. Pereira da Silva, 'Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective From the Developing World' **Inter-American Development Bank**, 2013, p.58

³⁷³ Javier Gómez, Inflation Targeting, Sudden Stops, and the Cost of Fear of Floating, <http://www.banrep.org/docum/ftp/borra276u.pdf>, 2004, (erişim:07.10.2014), pp.25-26

³⁷⁴ Mishkin, 'Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?'...pp.11-12

Enflasyon hedeflemesinin başarısı için ikinci düzenleme ise merkez bankasının araç bağımsızlığına yönelik kurumsal bir taahhüdün olmasıdır. Araç bağımsızlığı bütçe açıklarının merkez bankası tarafından finanse edilmesinin yasaklanması ve hükümet veya para politikası kurulu üyelerinin bir müdahalesi olmaksızın merkez bankasının faiz oranını belirlemesidir. Yalnız fiyat istikrarı taahhüdünde olduğu gibi ülkelerin politik kültürü araç bağımsızlığının yasalarda yer almasından daha önemlidir. Politik kültürün ne kadar önemli olduğunu merkez bankasının bağımsızlığı konusunda Arjantin ile Kanada arasındaki çelişkili davranış çok iyi açıklayabilmektedir. Daha önce de vurgulandığı gibi, para politikasının yürütülmesinden nihai olarak hükümet sorumlu olduğu için Kanada Merkez Bankası yasal açıdan tam anlamıyla bağımsız değildir. Hükümet ile merkez bankası arasındaki bir anlaşmazlık durumunda ekonomi bakanı merkez bankasının uymakla yükümlü olduğu bir direktif yayınlayabilir. Ne var ki, Kanada Merkez Bankası güvenilirliği yüksek bir kamu kurumu olmasından dolayı hükümetin bankayı aşmak suretiyle bir karar alması genel kamuoyu tarafından pek hoş karşılanmadığı için böyle bir durumun gerçekleşmesi zordur. Kanada Merkez Bankası'nın tersine Arjantin Merkez Bankası yasal açıdan oldukça bağımsız olsa da bu durum hükümetin merkez bankası üzerine baskı kurmasına engel olamamaktadır. Dolayısıyla, gerçek anlamda bir kamuoyu ve politik destek olmaksızın güçlü yasal bir taahhüt birçok gelişmekte olan ülkede para politikasının enflasyon odaklı olması için yeterli olmayacaktır.

2.6 ENFLASYON HEDEFLEMESİ ve KÜRESEL FİNANSAL KRİZ

Küresel finansal krizin başladığı Ağustos 2007'ye kadar para politikası stratejisinin temel elamanları ile ilgili merkez bankaları arasında genel bir konsensüsün olduğu görülmektedir. Para politikası sadece düşük enflasyon değil, aynı zamanda düşük enflasyon değişkenliği konusunda oldukça başarılı bir makro ekonomik politika olarak görülmekteydi. 2007-2009 yılları Büyük Depresyon'dan sonra ekonomik daralmanın en yoğun şekilde yaşandığı bir süreç olmakla birlikte, merkez bankacıların ekonomiyi başarılı bir şekilde yönetebileceğine dair güvenin de önemli ölçüde azalmasına neden olmuştur.

Küresel finansal kriz sonrasında ekonomistler arasında yapılan yorumlardan biri de enflasyon hedeflemesi stratejisinin ne kadar talepkar olduğunun tekrar düşünülmesi gerektiğidir. Bazılarına göre kriz enflasyon hedeflemesinin başarılı bir strateji olduğuna yönelik oluşan konsensüsün ne kadar yanlış olduğunu ortaya koymakta ve karşılaşılan problemlerin temelde fiyat istikrarına aşırı değer veren politikaların başarısızlığından kaynaklandığını ileri sürmektedirler.

Küresel finansal kriz enflasyon hedeflemesi doktrininin en azından bir yönüyle tekrar ele alınması gerektiği hususundaki düşünceleri haklı kılabılır. Zira kriz öncesindeki temel arguman “enflasyon hedeflemesi altında bir merkez bankası, enflasyon hedefini etkilemediği müddetçe para politikasının yürütülmesinde finansal gelişmeleri önemsemesine gerek yoktur” şeklindeydi. Woodford (2010)’e göre bu arguman enflasyon hedefinin tanımlayıcı bir özelliği olmasa da, finansal kriz öncesinde enflasyon hedeflemesini savunanlar arasında oldukça yaygın bir yaklaşım olarak görülmektedir.³⁷⁵ Dolayısıyla bu argumanın ne kadar savunulabilir veya enflasyon hedeflemesi ile ne kadar tutarlı olduğunun yeniden tartışılması oldukça önemlidir. Bu bağlamda küresel finansal kriz öncesi ve sonrasında uygulanan parasal politikalar ile enflasyon hedeflemesinin kriz dönemindeki makro ekonomik performansının incelenmesi ve böylece enflasyon hedeflemesine dair düşüncelerin değişip değişmediğinin irdelenmesi gerekir.

2.6.1 Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal İstikrar

Finansal istikrar politikasının amacı finansal istikrarı sağlamak ve devam ettirmektir. Finansal istikrar, ödeme sisteminin iyi işlediği, tasarrufların finans ortamına aktarıldığı bir ortam olarak tanımlanabilir. Buiter (2008) finansal istikrarı tanımlayabilen üç faktöre vurgu yapmaktadır.³⁷⁶

³⁷⁵ Michael Woodford, Inflation Targeting and Financial Stability, **NBER Working Paper** No. 17967, April 2012, p.2

³⁷⁶ Willem H. Buiter, Central Bank and Financial Crises, in. Maintaining Stability in a Changing Financial System, Jackson Hole Wyoming, Federal Reserve Bank of Kansas City, **Economic Politic Symposium**, August 21-23, p.505

1. Varlık fiyatlarında balonların olmaması
2. Sistematik istikrar için tehdit olarak görülen, likid olmayan (illiquid) finansal kurumların ve piyasaların olmaması
3. Sistematik istikrar için bir tehdit olan ‘borç ödeme zorlukları yaşayan’ finansal kurumların olmaması

Normal şartlar altında, finansal istikrar politikasının geçerli enstrümanları; denetim, kontrol ve içinde çeşitli analizler ile finansal istikrarın tehlikede olduğunu gösteren öncü göstergelerin de olduğu finansal istikrar raporları sayılabilir. Kriz dönemlerinde ise son borç verme mercii, kredi politikası, kredi kolaylığı, hükümet garantili krediler, ödeme zorluğu çeken finansal firmalara özel çözümler sayılabilir.

Esnek enflasyon hedeflemesi altında para politikasının temel amaçları fiyat istikrarı ve üretim açığı istikrarıdır. Normal şartlar altında para politikasının en uygun enstrümanları politika faiz oranı yanında enflasyon, reel ekonomi ve faiz oranları ile ilgili tahminlerin yayınlanmasından oluşan ‘iletişim’ elemanlarıdır. Kriz dönemlerinde ise, son finansal krizde görüldüğü gibi, özellikle faiz oranının sıfır veya sıfıra yakın olduğu zamanlarda geleneksel olmayan enstrümanlar da kullanılabilir. Bunların içinde sabit oranlı kredileme, uzun dönem faiz oranları ve kısa dönem gelecek faiz oranlarını etkilemek için varlıkların satın alınması ve ulusal parada aşırı değerlenmeleri önlemek veya değer düşüşü gerçekleştirmek için döviz piyasasına müdahale etmek gibi uygulamalar sayılabilir.³⁷⁷

Merkez bankası para politikasını yürütürken enflasyon ve reel ekonomiyi etkileyebilecek tüm ilgili bilgileri kullanır. Bu çerçevede merkez bankası kredi büyümesi, varlık fiyatları, bilançolardaki dengesizlikler, potansiyel varlık fiyatları şişkinlikleri gibi finansal koşulları sadece enflasyon tahminleri ve kaynak kullanımı üzerindeki etkileri açısından hesaba katmalıdır. Burada dikkat edilecek husus enflasyon ve kaynak kullanımı merkez bankasının “istikrarını sağlamaya çalıştığı” hedef

değişkenler iken, finansal koşullar sadece dış şoklar, aktarım mekanizması ve ekonomik durum ile ilgili enformasyon sağlayan göstergelerdir. Bu yüzden finansal koşullar sadece enflasyon ve kaynak kullanımını etkilediği ölçüde faiz oranlarını etkileyebilirler.³⁷⁸

Enflasyon hedeflemesi literatüründeki tartışmalardan biri de para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin niteliğidir. Küresel finansal kriz para politikasının yürütülmesinde merkez bankasının finansal istikrarı daha açık bir şekilde amaçları arasında kabul edip etmeyeceği tartışmalarını ön plana çıkarmıştır. Nitekim, bazı ekonomistlere göre merkez bankaları faiz oranlarını belirlerken makro ekonomik istikrar ile finansal istikrar arasında oluşabilecek potansiyel trade-off'lara dikkat etmeleri gerektiğini ifade etmektedirler. Bu yaklaşımın temelinde 'fiyat istikrarına tam anlamıyla ulaşmanın bedeli finansal istikrarsızlıktaki artıştır' şeklindeki genel bir arguman yatmaktadır. Buna göre gelecek ekonomik görünüm ile ilgili aşırı iyimser beklentiler içinde olmak veya daha fazla risk almayı teşvik etmek suretiyle, düşük ve istikrarlı enflasyon oranları varlık fiyatlarındaki balonları arttırabilir. Bu yüzden fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli bir şart olamayacağı ve para politikasının ekonomik istikrara yönelik potansiyel riskleri önceden hesaba katarak proaktif bir yaklaşım içinde olması gerektiği ifade edilmektedir. Diğer taraftan bazı ekonomistler enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarına odaklanmaya devam etmesini ama, aynı zamanda finansal istikrarı sağlamak için politika yapıcıların makro ihtiyati araçlar kullanabileceklerini ileri sürmektedirler..

Gelişmekte olan ülkelerde, özellikle ekonomik koşulların uygun ve bankacılık sisteminin oldukça likid olduğu dönemlerde, finansal sistemin güçlü kalabilmesi için bankaların verdiği kredilerde daha ihtiyatlı davranması gerekir. Yalnız daha önce hiç görülmemiş düzeydeki likidite seviyesi ve sermaye akımlarının olduğu daha kompleks bir uluslar arası ortam şartlarında düşünüldüğünde geleneksel mikro ihtiyati

³⁷⁷ Lars E O Svensson, Speech at the CEPR/ESI 14th Annual Conference on **How Has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis?**, hosted by the Central Bank of Turkey, Izmir, October 28-29, 2010, p.3

³⁷⁸ Lars E O Svensson, Speech at the International Research Conference, **Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis**, Mumbai, 12 February 2010. BIS Review 16/2010 p.2

(microprudential) araçların yeterli olmadığı ve kredilerdeki dalgalanmayı azaltmak için karşı-yönlü (countercyclical) makro ihtiyati (macroprudential) araçların arttırılması gerektiği ifade edilmektedir. Bu yüzden parasal otoriteler kriz gelişmeden önce varlık fiyatlarındaki balonları önlemek suretiyle proaktif bir yaklaşım sergilemelidirler. Yalnız kullanılan makro ihtiyati araçların olası bir finansal krizi engellemeye yeterli olup olmayacağı konusunda şüpheler bulunmaktadır.

Bazı ekonomistler, makro ihtiyati politika tek başına yeterli olmayacağı için finansal istikrarın sağlanmasında para politikasının daha aktif bir rol oynamasının gerekli olduğunu ileri sürmektedirler. Woodford (2011)'e göre özellikle faiz oranları ile ilgili alınan kararlarda para politikası otoritelerinin finansal istikrarı da hesaba kattığı durumların oldukça yaygın olduğunu ifade etmektedir. Diğer taraftan finansal istikrarın para politikası amaçları arasında yer alması kriz öncesi dönemde geliştirilen 'esnek enflasyon hedeflemesi' kavramının genişletilmiş bir şeklini temsil eder. Bu yüzden para politikası enflasyon istikrarı ile ilgili olarak çeyrek yüzyıllık deneyimleri bir kenara atmadan, kriz ile birlikte ortaya çıkan makul endişeleri de hesaba katmalıdır. Merkez bankası, finansal istikrar üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı ve bu yüzden finansal istikrarın kendi sorumlğunun dışında kaldığı argümanından vazgeçtiğinde finansal istikrara yönelik daha iyi sonuçlar alabileceğini kabul etmelidir. Bu yaklaşım aynı zamanda geleneksel istikrar amaçlarına da daha iyi hizmet etmektedir. Bu yüzden merkez bankasının fiyat istikrarı ve üretim açığı istikrarı yanında finansal istikrarı da bir amaç olarak kabul etmesi esnek enflasyon hedeflemesi ile uyumludur.³⁷⁹

Global finansal kriz sonrasında enflasyon hedeflemesinin bir çerçeve olarak çok dar olduğu yönünde bir konsensüsün oluştuğunu ifade eden Eichengreen vd (2011)'e göre kriz fiyat istikrarına odaklanmış bir para politikasının aynı zamanda varlık fiyatları, mal fiyatları, krediler, sermaye akımları ve döviz kuru üzerinden finansal istikrarı da etkileyebilir. Bunun ötesinde, bu etkiler tek bir ülke ile sınırlı değildir. Bir ülkenin para politikası ülkeler arasındaki sermaye akımları yoluyla finansal istikrar için çok önemli

³⁷⁹ Woodford, Inflation Targeting and Financial Stability,... pp.2-7

sonuçlar doğurabilecek Şekilde diğer ülkeleri de etkiler. Bu yüzden merkez bankası amaçları ve operasyonlarının tekrar gözden geçirilip güncellenmesi gerektiğini belirten Eichengreen vd. (2011) bu anlamda fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın da merkez bankasının açık bir amacı olmasının gerekliliğini vurgulamaktadırlar.³⁸⁰

Finansal istikrar amacının para politikası amaçları içinde olması gerektiği Şeklindeki yaklaşımları kabul etmeyenlere göre para politikası ile finansal politika birbirinden bağımsız ve ayrı politikalardır. Böyle bir ayırımın yapılmasının temelinde finansal istikrar amacının gerçekleştirilmesinde faiz oranlarının etkin bir araç olamayacağına dair inancın var olmasıdır. Para politikasına bu Şekilde yaklaşanlar söz konusu bu argumanlarını Tinbergen Prensibi'ne dayandırmaktadırlar. Buna göre bir amacı gerçekleştirmek için sadece bir araç kullanılmalıdır. Eğer merkez bankasının fiyat istikrarı ve finansal istikrar gibi iki amacı varsa Tinbergen Prensibi'nin bir gereği olarak merkez bankaları fiyat istikrarı için faiz oranı ve finansal istikrar için makro ihtiyati enstrümanlar Şeklinde iki ayrı enstrüman kullanmak zorundadırlar. Oysa fiyat istikrarının sağlanması da kullanılan geleneksel faiz oranı finansal istikrarı sağlamayabilir. Örneğin enflasyon hedeflemesi altında eğer negatif bir talep Şoku olursa merkez bankası politika faiz oranını düşürmek suretiyle karşılık verecektir. Ama aynı zamanda eğer merkez bankası kredilerdeki aşırı büyümeyi de sınırlandırmak istiyorsa, talep Őokuna karşı düşürdüğü faiz oranı kredi büyüme oranını daha da artıracaktır. Faiz oranının hangi seviyede tutulacağı Şokların kalıcılığına bağlı olarak değişir. Merkez bankasının bu uygulaması doğal olarak fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında bir trade-off ilişkisini gerektirir. Dolayısıyla tek bir enstrüman kullanan bir para politikasının hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarı aynı anda sağlaması mümkün olamayacağı ifade edilmektedir.³⁸¹

Parasal ve düzenleyici otoritelerin geniş bir enstrüman setine sahip olduğunu ifade eden Stiglitz (2011)'e göre faiz oranı; kredi, toplam talep ve toplam arzı etkileyen

³⁸⁰ Barry Eichengreen, Raghuram Rajan and Eswar Prasad, Central Banks Need a Bigger and Bolder Mandate, **Financial Times**, October 24, 2011.

enstrimanlardan sadece biridir. Para politikasının herhangi bir amacı gerçekleştirmek için sadece bir enstrümanı kullanabileceği ve bunu da kurumlardaki sorumluluk alanlarının farklı olmasına bağlayan geleneksel yaklaşımın yanlış olduğuna dikkat çeken Stiglitz (2011) enstrümanların koordine edilmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Her bir kurum tek bir enstrümanla kendi amacını gerçekleştirmeyebilir. Özellikle belirsizlik ortamında tek bir amaç güdülmüş olsa bile genel olarak birden fazla enstrümanın kullanılması gerekmektedir.³⁸²

Svensson'a göre karşı argümanları ileri sürenler para politikası ile finansal-istikrar politikasının birbirinden farklı ve bağımsız politikalar olduğu gerçeğini hesaba katmamaktadırlar. Para politikası ile finansal-istikrar politikası sahip oldukları amaçlar ve enstrümanlar açısından birbirinden ayrılmaktadırlar. Diğer taraftan birçok ülkede para politikası ile maliye politikasında olduğu gibi her bir politikadan farklı kamu otoriteleri sorumlu olmaktadır. Merkez bankası sorumluluğunda olan para politikası fiyat istikrarı ve üretim açığı istikrarı amaçlarını gerçekleştirmek için faiz enstrümanını kullanmaktadır. Buna karşılık birçok ülkede genellikle otoritenin ortak sorumluluğunda olan finansal istikrar politikası finansal istikrarı amaç edinmekte ve mikro-makro ihtiyati enstrümanları kullanmaktadır. Dolayısıyla Svensson'a göre yaratacağı olası bir riskten dolayı, para politikası ile finansal istikrar politikasının birbirine karıştırılmaması oldukça önemlidir. Söz konusu risk her iki politika açısından da daha kötü sonuçlar doğurabilir ve politika yapıcılarının bu sonuçlardan dolayı hesap verebilirlikleri azalır. Para politikasının finansal istikrar için kullanılması para politikası için daha kötü sonuçlar vermesinin yanında finansal istikrarı sağlama ve sürdürmenin de etkin olmayan bir yoldur.³⁸³

³⁸¹ Agénor, Pereira da Silva, Inflation Targeting and Financial Stability : A Perspective From the Developing World,...pp. xix-xx

³⁸² Joseph E. Stiglitz, Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis, Remark at IMF Makro Conference: **Monetary Policy in the Wake of the Crisis**, Washington, DC, 2011,

³⁸³ Lars E.O. Svensson, Comment on Michael Woodford, Inflation Targeting and Financial Stability, **Sveriges Riksbank Economic Review** 2012:1, pp.33-34

Para politikası ile finansal istikrar politikasının yukarıda sayılan farklı yönlerinin yanında, enflasyon ve üretim açığı amaçları ile birlikte finansal istikrarın da merkez bankası kayıp fonksiyonunda yer alması para politikası üzerinde yaptığı sınırlandırıcı (constraint) etkiden dolayı Svensson (2003) finansal istikrar politikasının para politikasından ayrı yürütülmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Bunun temel nedeni, normal şartlar altında, en azından gelişmiş ülkelerde, finansal istikrarın para politikası üzerinde sınırlandırıcı etkisi olmasa da, kriz dönemlerinde finansal istikrar para politikası üzerinde bazı sınırlamaları empoze ederek merkez bankasını kendi kararlarını değiştirmeye zorlayabilir. Tipik olarak merkez bankası finansal istikrarı sağlamak için daha genişlemeci bir yönde uygulama değişikliklerine gidebilir. Buna bağlı olarak enflasyon hedefinde bir sapma gerçekleşebilir.³⁸⁴

Fiyat istikrarı ve yüksek istihdam yanında finansal istikrarın üçüncü bir amaç olarak merkez bankası kayıp fonksiyonuna eklenmesinin doğru olmadığını ifade edenlerden biri de Blinder'dir. Blinder (2010), bunu iki nedene bağlamaktadır. Birincisi finansal istikrar değişkeninin ölçülmesinin oldukça zor hatta imkansız olabileceğidir. İkincisi ise ciddi finansal istikrarsızlık koşulları altında merkez bankasının 'maksimum istihdam' veya 'fiyat istikrarı' amaçlarını takip etmesinin mümkün olmayacağıdır.³⁸⁵

Carney (2009), fiyat istikrarı ile finansal istikrarın birlikte sağlanamayacağını iki nedene bağlamaktadır. Bunlardan birincisi fiyat istikrarı ile finansal istikrarın farklı zaman ufku sahip olmasıdır. Fiyat istikrarı dinamikleri reel şokları veya politika tepkilerini yansıtırken, finansal şokların tahmin edilebilmesi daha zordur. Finansal bozulmalar zamanla oluşarak beklenenden daha uzun sürebilirler. Bu uyumsuzluktan dolayı, bir amaca uyan politika aksiyonları diğerine zarar verebilir. Diğer ise esneklik ile kredibilite arasında bir trade-off'un oluşmasıdır. Esnek enflasyon hedeflemesi fiyat ve finansal istikrar için farklı zaman ufuklarını bir araya getiren standart bir yaklaşımdır. Ne var ki burada bazı sınırlılıklar söz konusudur. Enflasyon hedeflemesi için zaman

³⁸⁴ Svensson, 'Monetary Policy and Real Stabilization' ...p.25

³⁸⁵ Alan S. Blinder, Commentary: Monetary Policy After the Fall, in. **Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead**, Symposium Jackson Hole, Wyoming, from Aug. 26-28, 2010, p.332

çerçevesi daraltılabilir, yalnız söz konusu esnekliğin sık sık kullanılması enflasyon hedeflemesinin başarısı için temel teşkil eden kredibilitiyi zayıflatır. Enflasyon hedeflemesi rejimleri genellikle sabit hedefler ile birlikte bu hedeflere ulaşmak için hedef bantları ve dar zaman ufkuна sahiptir. Bu katılık amaçların daha açık olmasına ve merkez bankasının hesap verebilir olmasına katkı yapar. Merkez bankası enflasyon hedefine ulaşırken aynı zamanda kredibilitiyini de arttırmış olur. Eğer merkez bankası finansal istikrara doğru bir eğilime girer ve sonuç olarak enflasyon hedefini kaçırırsa hesap verebilirliği azalabilir, kredibilitiyi zayıflar ve enflasyon bekleyişleri çapa olmaktan çıkar.³⁸⁶

Svensson para politikası ile finansal istikrarın birbirinden farklı olduğunu vurgularken bunun her iki politika arasında bir etkileşimin olmadığı anlamına gelmemesi gerektiğini de ifade etmektedir. Para politikası reel ekonomiyi ve dolayısıyla verimlilik, varlık fiyatları ve ekonomik ajanların bilançolarını etkileyebilmektedir. Tüm bunlara bağlı olarak para politikası finansal istikrarı etkilemektedir. Diğer taraftan finansal istikrar politikası, para politikası aktarım mekanizmasında olduğu gibi, borçlanma ve finansal koşulların diğer yönleri üzerinde doğrudan bir etkisi vardır. Bu ise normal şartlar altında para politikası yürütülürken finansal istikrar politikası uygulamalarını dikkate alması ve aynı şekilde finansal istikrar politikasının da para politikası uygulamalarını dikkate alması gerektiği anlamına gelmektedir. Yalnız şurası unutulmamalıdır ki, para politikası ve finansal istikrar politikasının bu şekilde yürütülmesi finansal istikrar politikasında otoritenin farklı kurumlar arasında nasıl paylaştığına bağlı değildir. Bu şekildeki bir uygulama otoritenin sadece merkez bankasına ait olması veya birkaç kurum arasında paylaşılmasına bakılmaksızın yürütülmelidir. Bu yüzden normal şartlar altında finansal istikrar para politikasının değil, finansal istikrar politikasının sorumluluğundadır. İkinci en iyi durumda, uygun kontrol ve denetim mekanizmaları olmaksızın, eğer faiz oranı kullanılabilir tek araç ise faiz oranının para politikası amaçları üzerindeki etkisi ile finansal istikrar arasında bir trade-off oluşur. Dolayısıyla bu trade-off'un da hesaba katılması gerekir. Ne var ki, normalde

³⁸⁶ Mark J. Carney, Cometary: Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity, in. **Financial**

faiz oranı eldeki tek araç değildir ve finansal istikrarı etkileyebilecek daha uygun araçlar mevcuttur. Bu yüzden Svensson'a göre finansal istikrarın sağlanması ve devam ettirilmesinde para politikası ilk değil en son başvurulması gereken bir politikadır.³⁸⁷

Finansal istikrarı sağlamada sunduğu ek araçlardan dolayı, makro ihtiyati politikanın varlığı aynı zamanda para politikasının kredibilitesini ve şeffaflığını da artırmaya yardımcı olabilir. Kredibilitesi yüksek bir para politikası ise finansal istikrar üzerinde yaratacağı ters etkileri kontrol altına almada makro ihtiyati politikanın önlem alma ihtiyacını azalttığı için bir anlamda makro ihtiyati politikanın amaçlarına ulaşmasına yardımcı olmaktadır. Yalnız para politikası ile makro ihtiyati politikanın işbirliğinden bir sinerjinin çıkabilmesi için Claessens vd. (2013) her iki politikanın aynı kurum, yani merkez bankası tarafından yürütülmesi gerektiğini ileri sürmektedirler. Bununla birlikte, tek kuruma tahsis edilen ikili amaçtan kaynaklanan riskleri azaltmak için her iki politikanın fonksiyonları arasındaki kurumsal çerçevenin birbirinden iyice ayrılmasına, karar alma süreci, hesap verebilirlik ve iletişim yapılarının birbirinden ayrı olması gibi bazı önlemlerin alınmasına ihtiyaç vardır.³⁸⁸

Agenor and da Silva (2013) makro ekonomik ve finansal istikrarı etkilemede makro ihtiyati politika ile para politikasının birbirinin alternatifi değil, tersine birbirini tamamlayan politikalar olarak görülmesi gerektiğini vurgulamaktadırlar. Makro ihtiyati araçlar çoğu zaman patlamaları kontrol altına almakta ve çöküntülerin yıkıcı sonuçlarını sınırlandırmaktadır. Geleneksel para politikası araçları ile makro ihtiyati politika araçlarının koordineli bir şekilde kullanılmasını Agenor and da Silva (2013) 'bütünleşmiş enflasyon hedeflemesi'(integrated inflation targeting) olarak ifade etmektedirler. Esnek bir para politikası rejimi olarak bütünleşmiş enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının amaç fonksiyonuna finansal istikrarı açık bir şekilde dahil ettiği, politika faiz oranının aşırı kredi genişlemesine karşı doğrudan kullanıldığı,

Stability and Macroeconomic Policy, Jackson Hole, Wyoming. August 2009, pp.302-304

³⁸⁷ Lars E.O. Svensson, Asia's Role in the Post-Crisis Global Economy, **Asia Economic Policy Conference**, November 2011, pp.39-40

³⁸⁸ Stijn Claessens vd., The Interaction Between Monetary and Makroprudential Policies, Approved By Olivier Blanchard and José Viñals, **IMF**, 2013, pp.21-22

makroekonomik ve finansal istikrarı sağlamak için para politikası ile makro ihtiyati politikanın ortak bir şekilde kullanıldığı bir politika çerçevesi olarak tanımlanmaktadır.³⁸⁹

2.6.2 Enflasyon Hedeflemesinin 2007-2008 Finansal Krizindeki Rolü

Global finansal kriz öncesinde enflasyon hedeflemesi dünyada de facto bir şekilde standart para politikası çerçevesi olarak kabul edilmiştir. Dünyada gelişen ve gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesi giderek daha çok taraftar toplamayı sürdürmüştü ve hatta katı anlamda enflasyon hedefleyici olarak tanımlanamayan Avrupa Merkez Bankası (ECB) ile ABD Merkez Bankası (FED) bile para politikası stratejisini fiyat istikrarı çerçevesinde belirlemiştir. Global finansal kriz enflasyon hedeflemesinin en iyi para politikası uygulaması olduğu yönündeki konsensüsü bir anlamda t artışmaya açmıştır.

Finansal krizin bir sonucu olarak, enflasyon hedeflemesi ve buna bağlı olarak fiyat istikrarının para politikasının öncelikli amacı olduğu para politikası stratejilerinin geçerliliğini yitirdiği ileri sürülmektedir. Böyle bir yargının temelinde yatan argümanlardan biri şöyledir: Enflasyon istikrarına aşırı bir ağırlık vermek suretiyle merkez bankası, genişlemeci bir para politikasının kredi büyümesi ve varlık fiyatlarını aşırı derecede arttıracak gerçeğini göz ardı etmektedir. Bu argümanı ileri sürenlere göre finansal kriz kısmen de olsa bir para politikası hatası olarak görülmektedir.³⁹⁰ Buna göre varlık fiyatlarındaki balonlar büyürken merkez bankası sıkı bir para politikası izleyerek proaktif bir yaklaşım içinde olmalıdır. Diğer bir ifade ile merkez bankası 'rüzgara karşı durma'(lean against the wind)³⁹¹ yöntemine başvurmalıdır. Bunun tersini savunanlara

³⁸⁹ Agénor and da Silva, Inflation Targeting and Financial Stability : A Perspective From the Developing World,...p.81

³⁹⁰ Stefan Gerlach, Is inflation Targeting Passé? In. (Eds), Lucrezia Reichlin and Richard Baldwin (Ed), **Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis**, Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2013, p.37

³⁹¹ Rüzgara karşı durma'(leaning against the wind), merkez bankasının finansal istikrarı tehdit eden kredi büyümesi ve varlık fiyatlarındaki artışı önlemek amacıyla enflasyon ve istihdam istikrarı için yeteri düzeyde olan faiz oranını daha da artırma eğilimi olarak ifade edilebilir. Rüzgara karşı durma düşüncesi iki varsayıma dayanmaktadır: 1. Makro ihtiyati enstrümanlar veya politikalar etkin

göre, makro ekonomik koşullar için uygun olan para politikası ne varlık fiyatlarındaki şişkinliğin temel nedeni olabilir, ne de varlık fiyatlarını kontrol altına almada uygun araçlara sahiptir.³⁹²

Para politikası ile kriz arasında bir bağlantı kurmaya çalışan bazı ekonomistlere göre 2001'den sonra FED tarafından uygulanan aşırı gevşek para politikası ABD'de konut fiyatlarında şişmeye neden olmuştur. Bu durumun finansal krizin en önemli nedenleri arasında olduğu ifade edilmektedir. Her ne kadar para politikası düşük ve istikrarlı bir enflasyonun sağlanmasında başarılı olmuşsa da varlık fiyatlarındaki patlama ve çöküntüyü (boom and bust) de teşvik eden temel etmenler arasında olduğu ileri sürülmektedir. Buna göre düşük faiz oranları daha fazla risk almayı (risk taking) ve getiri peşinde koşma (search for yield) eğilimini arttırır. Bu argüman kısmen son krizin nedenlerine ışık tutan bir faktör olarak görülmektedir. Büyük İyileşme (Great Moderation) ile ilişkilendirilen düşük faiz ve düşük enflasyon oranlarının gelişmiş ülkelerde risk alma eğilimini (düşük getirili ve güvenilir varlıklardan daha yüksek riskli varlıklara geçiş) yükseltmesi varlık fiyatlarının şişmesine neden olmuştur.³⁹³

Krizin nedenleri arasında ABD'de faiz oranlarının 2001-2005 yılları arasında oldukça düşük olmasına bağlayan ve bu durumdan para politikasının sorumlu olduğunu ileri sürenlerden biri olarak Taylor (2010)'e göre, uzun süren düşük faiz politikası kredilerde aşırı büyüme ve konut fiyatlarında artışa neden olmuştur. Düşük faiz oranlarının konutlaşmada yarattığı patlama, konutlaşmanın finansmanında önemli riskleri de beraberinde getirmiş ve sonuç olarak birçok finansal kurumun bilançolarında şiddetli bozulmalara ve ani iflaslara neden olmuştur. Dolayısıyla gevşek para politikası

olamazlar. 2. Yüksek faiz oranı finansal istikrarı tehlikeye sokan değişkenler üzerinde negatif etki yapar. **Lars E.O. Svensson**, Inflation Targeting and "Leaning against the Wind", International Journal of Central Banking, Vol. 10 No. 2, June 2014, p.104

³⁹² Ben S. Bernanke, Monetary Policy and the Housing Bubble, **Speech at Annual Meeting of the American Economic Association**, Atlanta, Georgia, January 3, 2010, p.2

³⁹³ Agénor and Pereira da Silva, Macroeconomic Stability, Financial Stability, and Monetary Policy Rules,... p.7

finansal istikrarsızlığa ve buna bağlı olarak büyüme ve makro ekonomik istikrar üzerinde negatif etkiler yapmıştır.³⁹⁴

Svensson (2010) finansal krizin nedenlerini para politikası dışındaki diğer faktörlerle ilişkilendirmektedir. Bu faktörler makro koşullar (macro conditionns), finansal piyasalardaki çarpık teşvikler (distorted incentives), denetim ve kontrol sistemindeki yetersizlikler (regulatory and supervisory failures), enformasyon problemleri (information problems) ve ABD konut edindirme politikasının düşük gelirli konut sahiplerini desteklemesi gibi özel koşullar (specific sircumstances) olarak sayılmaktadır. Bu anlamda global dengesizlikler, istikrarlı büyüme ve düşük enflasyonun uzun süre devam etmiş olmasına bağlı olarak risklerin hafife alınması, yeterli bir denetim ve kontrol mekanizmasının olmayışı, yaşanan enformasyon problemlerinin risklerin yanlış değerlendirilmesine neden olmuştur. Svensson (2010)'a göre finansal krize neden olan bu faktörlerden hiç biri para polititikası ile ilgili değildir.³⁹⁵

Global finansal kriz öncesinde ABD'de 2001-2005 yılları arasında geçerli olan düşük faiz oranlarının krizin temel nedeni olarak gösterilmesini Svensson (2009) kabul etmemektedir. Svensson'a göre ABD'de ve dünyanın başka ülkelerinde kredilerdeki büyüme ve konut fiyatlarındaki patlama (boom) çok güçlü olmuş olsa da daha yüksek faiz oranları bu durumu önlemede çok etkili olamayacaktı. Krediledeki büyümeyi ve konutlaşmadaki patlamayı önlemek için faiz oranlarının çok yükseltilmesi reel ekonomi üzerinde oldukça negatif etkiler yaratabilirdi. Diğer taraftan faiz oranlarının gereğinden fazla arttırılmış olması ABD ekonomisini Japonya türü bir deflasyona ve böylece bir likidite tuzağına düşürebilirdi.³⁹⁶

Para politikasının etkinliğini yeniden değerlendirmede son finansal krizin odak olarak kullanılmasını McCallum (2011) uygun görmemektedir. Bu anlamda krizin temel

³⁹⁴ John B. Taylor, Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, May/June 2010, p.167

³⁹⁵Lars E.O Svensson Inflation Targeting and Financial Stability,... p.2

³⁹⁶ Lars E O Svensson, Flexible Inflation Targeting –Lessons From The Financial Crisis, Speech at the workshop, **Towards a New Framework for Monetary Policy? Lessons From The Crisis**, organized by the Netherlands Bank, Amsterdam, 21 September 2009. p.5

nedenini 2003-2005 yılları arasında gereksiz bir şekilde uygulanan genişlemeci para politikasına bağlayan John Taylor'un argümanını, hedef enflasyon oranındaki bir artışla desteklemediği için, kabul etmemektedir. Svensson'un ifade ettiği gibi, krizin temel nedenlerinin para politikası ile alakalı olmadığını ileri süren McCallum (2011) krize uygun bir tepki vermek için para politikası amaçlarında bir değişikliğe gidilmesini mantıktan yoksun bir yaklaşım olarak değerlendirmektedir.³⁹⁷

Bernanke(2010)'göre her ne kadar konut fiyatlarındaki artış ile faiz oranlarındaki düşüş hemen hemen aynı döneme denk gelmiş olsa da, uluslar arası karşılaştırmalar konut fiyatlarındaki artış ile para politikaları arasında önemli bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. 1998-2005 yılları arasında konut fiyatları sadece ABD'de değil aynı zamanda diğer birçok gelişmiş ülkede de önemli bir artış göstermiştir. Eğer para politikası ABD'de konut fiyatlarındaki artışın önemli bir kaynağı olmuş olsaydı, daha gevşek para politikası uygulamış olan diğer gelişmiş ülkelerde konut fiyatlarındaki artışın daha fazla olması gerekirdi. Oysa diğer ülkelerde böyle bir durumun söz konusu olmadığı görülmüştür. Konut piyasasına yoğun girişlerin yaşanmasında etkili olan düşük başlangıç ödemelerinin nedeninin kısa dönem faiz oranları değil, uygulanan ipotek (mortgage) yöntemi ile finansal destekleme standartlarındaki düşüşler olduğunu ifade eden Bernanke(2010), bu sonucun konutlaşmadaki balonlara karşı verilebilecek en iyi tepkinin parasal değil, düzenleyici politikalar olduğunu ifade etmektedir. Buna göre, konut fiyatlarındaki artışın kontrol altına alınmasında faiz oranlarını artırmak yerine, yüksek standartlı finansal destekleme ile birlikte güçlü bir denetim ve kontrol sistemi daha etkili olacaktır.³⁹⁸

2.6.3 Finansal Kriz Döneminde Enflasyon Hedeflemesinin Performansı

Finansal Krizin ortaya çıktığı 2007 yılı ile birlikte merkez bankaları kendi amaçlarını gerçekleştirmede oldukça zorlanmışlardır. 2008 yılı boyunca finansal piyasalardaki türbülanslar ile gıda ve enerji fiyatlarındaki görece artışla birlikte manşet

³⁹⁷ Bennett T. McCallum, Should Central Banks Raise Their Inflation Targets?, **Economic Quarterly**, Volume 97, Number 2, Second Quarter 2011, p.123

enflasyonda yaşanan yükselme 1980 ve 1990'larda enflasyona karşı verilen zorlu mücadeleyi zora sokmuştur. 2008'in sonlarına doğru enerji fiyatlarındaki düşüş ile birlikte finansal kriz 2009 yılında bir resesyona dönüşmüştür. ABD ile birlikte diğer ülkelerde ekonomik büyümede keskin düşüşler yaşanmış, ülkelerin bir çoğunda enflasyon düşerken temel endişe enflasyondan kaçınmak yerine deflasyonun nasıl engelleneceği olmuştur.

Son global finansal kriz ekonomistlerin genel olarak makro ekonomik ve özeldede para politikası ile ilgili yaklaşımlarını tekrar gözden geçirip yeni değerlendirmeler yapmalarına zemin hazırlamıştır. Kriz sonrasında politika yapıcılar ve araştırmacıların karşılaştığı en önemli sorulardan biri 'Büyük İyileşme' dönemi para politikası rejimlerinin devam ettirilmesi veya terk edilmesinin uygun olup olmayacağıdır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi kriz sonrası dönemde ekonomistler arasındaki tartışmaların temel konuları arasında yer almış ve çeşitli yönleri ile eleştirilere maruz kalmıştır. Örneğin Stiglitz (2008) ekonomik genişlemenin patlama (boom) yaptığı kriz öncesi dönemde uygulanan para politikasının finansal krizin temel sorumlusu olduğunu ileri sürmektedir. Bu yüzden Stiglitz'e göre enflasyon hedeflemesi kesinlikle kriz testinde başarısız olmuştur.³⁹⁹ Diğer taraftan, bazı ekonomistler krizin temel nedenlerini para politikasının dışındaki diğer nedenlere bağlamaktadır. Örneğin Svensson (2010)'a göre krizin temel nedeni uygulanan para politikası değil, dünya çapında geçerli olan reel faiz oranı ve ABD konutlaşma politikası gibi bazı özel durumlarla birlikte düzenleyici (regulatory) ve denetleyici (supervisory) uygulamaların yetersiz kalmasıdır. Bu bağlamda Svensson (2010) kriz döneminde ve sonrasında enflasyon hedeflemesi stratejisinin doğru bir şekilde uygulandığını ileri sürmektedir.⁴⁰⁰

Enflasyon hedeflemesine yöneltilen önemli eleştirilerden biri, bu rejimin enflasyon oranına verdiği aşırı ağırlıktan dolayı merkez bankacılarını istihdam ve finansal istikrar gibi önemli para politikası amaçlarını göz ardı etmelerine neden

³⁹⁸ Bernanke, 'Monetary Policy and the Housing Bubble'...pp.12-20

³⁹⁹ Joseph E. Stiglitz, 'The failure of inflation targeting' **Project Syndicate**, May 2008

⁴⁰⁰ Svensson, 'Inflation Targeting'...p.52

olmasıdır. Global finansal kriz bu tür eleştirilerin ne kadar geçerli olabileceğini test etmesi bakımından oldukça önemlidir. Bununla birlikte genellikle gelişmekte olan ülkelerde görüldüğü gibi, enflasyon hedeflemesi aynı zamanda, borç dolarizasyonunun olduğu ekonomilerde esnek döviz kurunun istikrarsızlaşacağı şeklindeki esnek döviz kuru rejimlerinin tipik sorunlarıyla karşılaşabilmektedir.

Diğer taraftan 2008 tipi bir finansal krizle mücadele etmede diğer para politikası rejimlerine göre, enflasyon hedeflemesinin sunmuş olduğu enstrümanların daha uygun olduğu ileri sürülmektedir. Bu bağlamda, Filho (2011) enflasyon hedeflemesinin dört önemli yönüne vurgu yapmak suretiyle küresel krizindeki performansını değerlendirmektedir.⁴⁰¹

1. Deflasyonist bir şok durumunda, güvenilir bir enflasyon hedefi likidite tuzağından ve çok düşük faiz oranlarının dezavantajından kaçınmada önemli bir rol oynar. Bu durum enflasyon hedefleyici merkez bankaları iletişim stratejisinde önemle vurgulanmaktadır. Kanada Merkez Bankası başkanı Cerney'in ifadesiyle: 'Enflasyon hedeflemesi yüksek ve değişken enflasyonun yerleşmesini engellemedeki kabiliyetini ispat ettiği gibi, deflasyondan gelebilecek hamleleri önlemede gerekli donanımına da sahiptir.

2. Güvenilir bir enflasyon hedeflemesi stratejisi enflasyon hedefini tehlikeye sokmaksızın daha agresif genişleyici bir para politikasının yürütülmesine izin verebilir. Bu durum özellikle enflasyonist şoklara daha açık ve enflasyon değişkenliğinin daha yüksek olduğu gelişmekte olan ülkeler için geçerlidir.

3. Kriz öncesindeki genişleme döneminde enflasyon hedefleyici ülkelerde nominal ve reel faiz oranları yüksekti. Krizin güçlendiği zamanlarda enflasyon hedefleyici ülkelerin uygulamış olduğu para politikası kredi patlamalarının yumuşamasına ve yüksek getirili yabancı varlıkların çekiciliğinin azalmasına neden olmuş olabilir. Bunun ötesinde, bir ani kriz durumunda, yüksek nominal faiz oranına

⁴⁰¹Irineu de Carvalho Filho, 28 Months Later: How Ination Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession, **MPRA Paper** No. 29100, pp.2-3

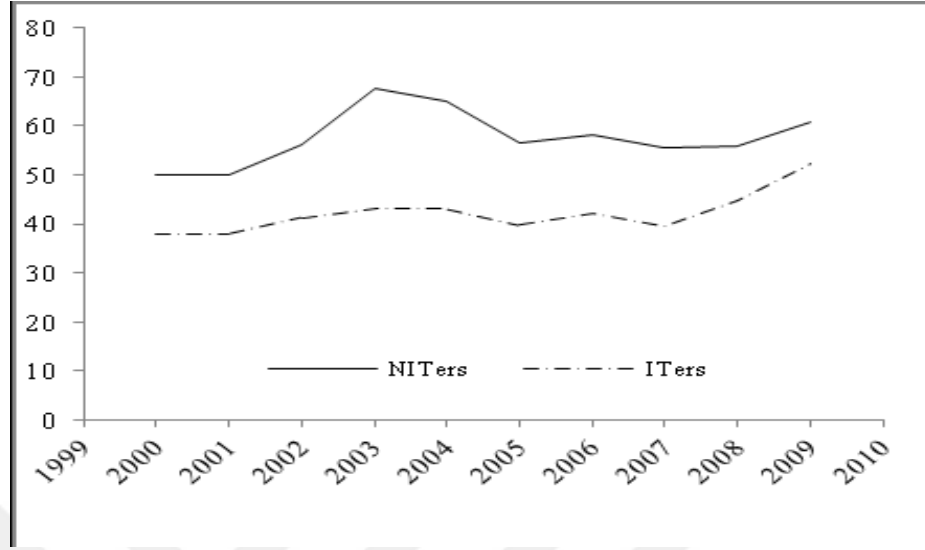
sahip olan ülkeler faiz oranlarını düşürmede daha rahat davranabildikleri için oldukça maliyetli olabilecek olağanüstü mali önlemlere ihtiyaç duymazlar.

4. Enflasyon hedeflemesi ile esnek döviz kuru rejimleri arasında önemli bir korelasyon vardır. Literatürde esnek döviz kuru şok emici (shock absorber) olarak kabul edilmekte ve bu özelliğinden dolayı enflasyon hedefleyici ülkelerin görece performanslarını arttıran bir faktör olduğu vurgulanmaktadır.

Bir kriz ile karşı karşıya gelindiğinde enflasyon hedeflemesini kabul eden ülkelerin diğer para politikası stratejilerini yürüten ülkelere neden daha başarılı olduğunu Azangue (2012) her iki ülke grubunun sahip olduğu üç önemli yapısal makro ekonomik farklılık açısından incelemektedir: maliye politikası, para politikası ve uluslararası ekonomik değişkenler.⁴⁰²

Enflasyon hedeflemesi maliye politikası yönetimini pozitif bir şekilde etkilemektedir. Enflasyon hedeflemesi yüksek mali disiplinle ilgili olduğuna göre, krize girerken enflasyon hedefleyici ülkelerin özellikle yüksek borç ödeyebilirlik düzeyi gibi mali koşullar konusunda daha iyi durumda olduklarını da kabuk etmek gerekir. Enflasyon hedefleyici ülkelerin bu anlamda başlangıç koşullarının daha iyi olması kriz döneminde bir farklılık yaratmış olabilir. Çünkü ampirik çalışmalar; kriz öncesinde yüksek kamu borcu olan, özellikle kısa vadeli dışsal borçları yüksek olan ülkelerin 2008-2009 krizinden görece olarak daha çok etkilendiğini göstermektedir. Enflasyon hedeflemesi daha yüksek bir mali disiplin sunduğu için enflasyon hedefleyici ülkelerin daha güçlü bir maliye politikasına ve buna bağlı olarak kriz döneminde gerekli ayarlamaları yapabilecek bir esnekliğe ve alana sahip olduğu kabul edilmektedir. Şekil 2.5.a ve Şekil 2.5.b enflasyon hedefleyici olan ülkelerin kamu borçları ve kısa vadeli dışsal borçlarının GSMH içindeki yüzdesinin daha düşük olduğunu göstermektedir.

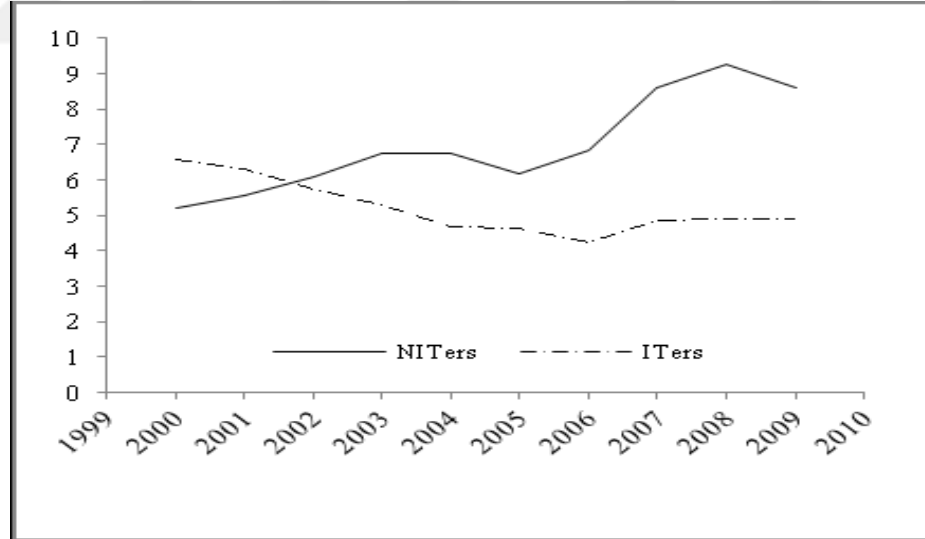
⁴⁰² Armand Fouejieu Azangue, Coping with the Recent Financial Crisis, did Inflation Targeting Make Any Difference?, **Document de Recherche** n° 2012-05, 2012, pp.4-9



— Enflasyon hedefleyici olmayanlar - - - - - Enflasyon hedefleyici olanlar

Şekil 2.5.a: Kamusal Borçlar (GSMH'nın yüzdesi)

Kaynak: Azangue, p.6



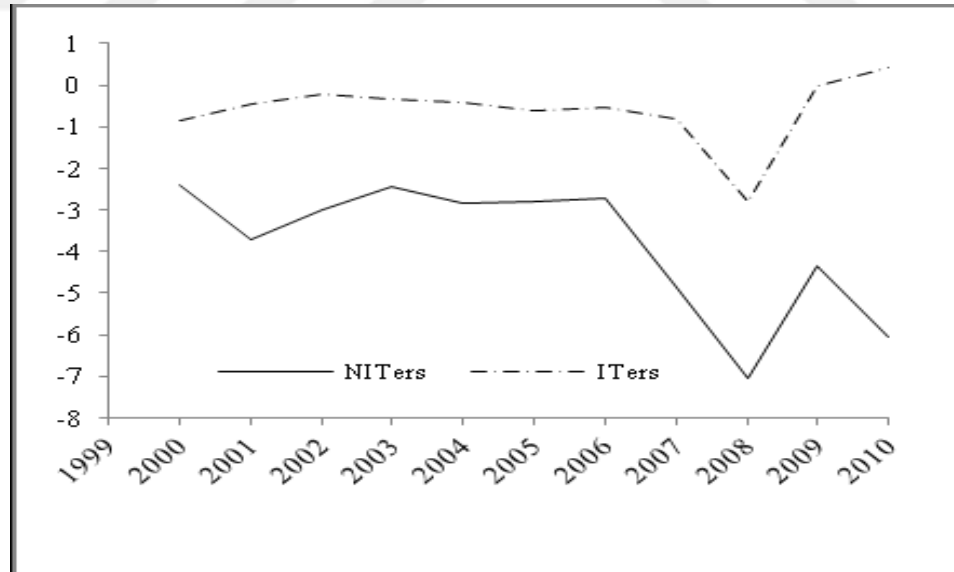
— Enflasyon hedefleyici olmayanlar - - - - - E. hedefleyici olanlar

Şekil 2.5.b: Kısa Vadeli Dışsal Borçlar (GSMH'nın yüzdesi)

Kaynak: Azangue, p.6

Enflasyon hedeflemesi en azından gelişmekte olan ülkelerde düşük döviz kuru değişkenliği ve yüksek dışsal rezerv birikimi sağladığı için kriz döneminde diğer para

politikası rejimlerine göre önemli bir avantaja sahip olduğu ifade edilmektedir. Normal şartlar altında dışsal rezervler çok önemli olmasa da dünyanın karşı karşıya kaldığı 2008-2009 global finansal kriz döneminde merkez bankaları ülke sınırları dışından kaynaklanan kredi problemleri ile mücadele etmek zorunda kaldığı için, dışsal rezervlerin merkezi bir önemi olduğu anlaşılmıştır. Dışsal rezervler özellikle düşük bir faiz oranı karşılığında uluslar arası piyasalardaki fonlara ulaşmayı garanti etmektedir. Bu anlamda rezervler ülkelerin borç ödeyebilme yeterliliklerinin bir göstergesidir. Uluslar arası döviz rezervleri spesifik ithal mallarına bağlı olan bazı üretim sektörlerine zarar vermeden ülkelerin ithalatlarını sürdürmesini sağlayabilir. Diğer taraftan enflasyon hedeflemesi, dışsal rezerv birikimi ve döviz kuru istikrarı ve cari hesap dengesine yaptığı katkı ile sermaye akımlarındaki ani duruşları düşürmesinden dolayı enflasyon hedefleyici ülkelerin daha sağlam bir dışsal pozisyona sahip olduğu ve bu yüzden kriz döneminde daha kısa bir süre içinde toparlandığını söylemek mümkündür. Şekil 2.6 cari hesap açığının enflasyon hedefleyici ülkelerde daha düşük olduğunu göstermektedir.



— Enflasyon hedefleyici olmayanlar - - - - - E hedefleyici olanlar

Şekil 2.6: Cari Hesap Dengesi (GSMH'm yüzdesi)

Kaynak: Azangue, p.8

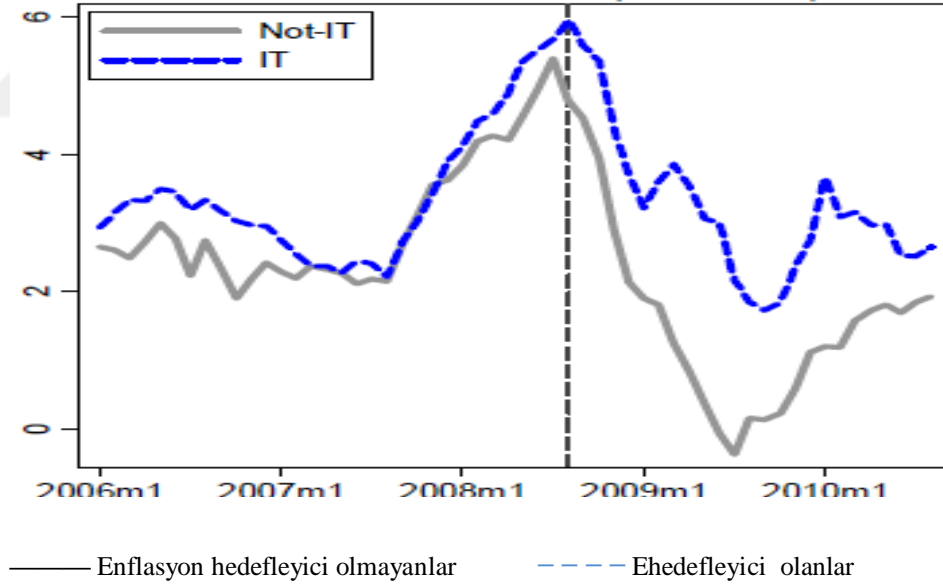
Enflasyon hedeflemesi stratejisi temelde para politikasının kredibilitmesini arttıran faktörler olarak, merkez bankasının bağımsızlığı, şeffaflığı ve hesap verebilirliğine dayanmaktadır. Kriz dönemindeki temel endişelerden biri de belirsizlikler ve asimetrik bilgi (ahlaki tehlike ve ters seçim) problemlerindeki artış olduğu için, merkez bankalarının daha fazla güvenilir olması yapılacak müdahalelerin finansal piyasalar üzerinde istenen etkiyi gerçekleştireceğine dair bir inancın da oluşmasını sağlamıştır. Diğer taraftan sahip olduğu yüksek kredibilite, enflasyon hedefleyici gelişmekte olan ülkelerde merkez bankaları enflasyon amaçlarına zarar vermeksizin genişlemeci bir para politikası izlemesine alan açmıştır. Bununla birlikte, merkez bankasının yüksek kredibilitesi aynı zamanda kriz döneminde ortaya çıkabilecek deflasyon fenomeni ile daha kolay bir şekilde mücadele etmeye yardımcı olmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi bu avantajlara sahip olmuş olsa da, önemli olan enflasyon hedeflemesinin bu avantajlarını kriz döneminde makro ekonomik performansa aktararak bir farklılık oluşturabilmesidir. Bu yüzden kriz döneminde enflasyon hedefleyici ülkeler ile enflasyon hedefleyici olmayan ülkelerin özellikle enflasyon, enflasyon değişkenliği, reel ve nominal faiz oranları ve GSMH büyümesi açısından karşılaştırılmasında fayda vardır.

Enflasyon oranı genellikle para politikası uygulamaları ile belirlenen bir makro ekonomik değişken olarak düşünülmektedir. Finansal krizin en şiddetlendiği dönemde enflasyon oranı düşme trendinde olduğu için temel endişe deflasyon korkusu olmuştur. Bu yüzden enflasyon hedeflemesinin enflasyonu düşürmedeki rolünden çok enflasyon hedefleyici ülkelerin kriz döneminde düşen genel fiyatlar düzeyinden ne kadar etkilendiğini değerlendirmek daha uygundur.

Son krizde yaşanan “deflasyon korkusu” enflasyon hedeflemesi rejimi lehine ileri sürülen argümanları güçlendirmiştir. Merkez bankası politika faizi sıfır seviyesine ulaştığında deflasyon bekleyişleri faiz oranlarının yükseltilmesi ve dolayısıyla ekonomi üzerinde daraltıcı baskıların artmasına neden olacaktır. Enflasyon hedeflemesi hem çok düşük hem de çok yüksek enflasyon oranından kaçınmayı gerektiren bir para politikası

çerçevesidir. Bu yüzden daraltıcı bir ekonomik şok durumunda, enflasyon hedeflemesi rejiminde genişleyici bir para politikasının otomatik olarak devreye geçmesi gerekir. Merkez bankası açık bir şekilde düşük ama pozitif bir enflasyonu taahhüt ettiği için kamu oyunun bir deflasyon beklentisi içinde olma ihtimali düşüktür. Enflasyon bekleyişlerinin hedef enflasyon seviyesinde olmasından dolayı, pozitif enflasyon hedefine yönelik güvenilir bir taahhüt deflasyon tehlikesini önleyebilir.⁴⁰³ Bu bağlamda Filho(2010) son küresel finansal kriz döneminde, enflasyon hedefleyici olmayan ülkelerle karşılaştırıldığında enflasyon hedefleyici ülkelerde enflasyon oranının daha az düştüğünü ve böylece kalıcı deflasyondan kaçınma konusunda enflasyon hedefleyici ülkelerin daha iyi bir performans gösterdiğini ifade etmektedir.⁴⁰⁴ Şekil 2.7’de görüleceği üzere enflasyon hedefleyici olmayan ülkelerde negatif enflasyon yaşanırken enflasyon hedefleyici ülkelerde böyle bir durum ortaya çıkmamıştır.



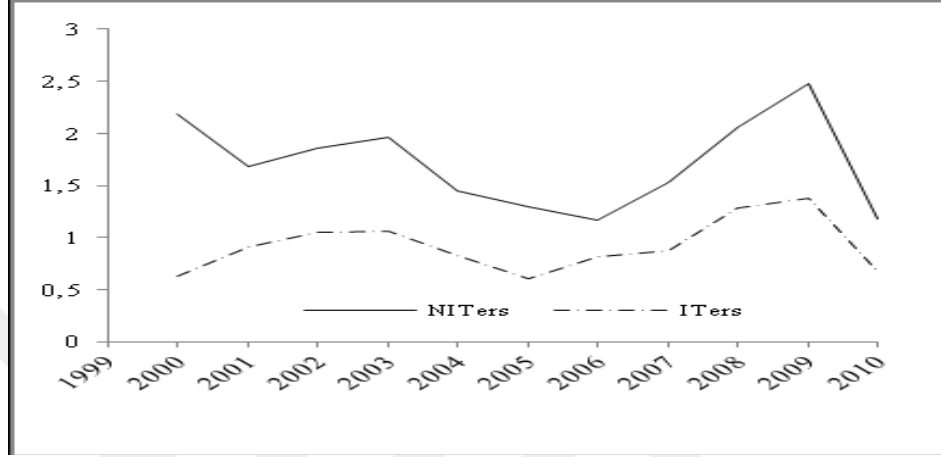
Şekil 2.7: Kriz Döneminde Enflasyon Hedefleyici Olan ve Olmayan Ülkelerin Enflasyon Oranları

Kaynak: Filho, '28 Months Later: How Ination Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession'...p.37

⁴⁰³ Walsh, Inflation Targeting: What Have We Learned?...p.225

⁴⁰⁴ Irineu de Carvalho Filho, Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment, **IMF Working Paper**, WP/10/45, February 2010, p.8

Finansal krizin diğer bir sonucu ise enflasyon değişkenliğinin belirsizliklerden dolayı yükselmiş olmasıdır. Şekil 2.8’de görüleceği gibi enflasyon hedefleyici olmayan ülkeler yüksek enflasyon değişkenliği ile karşı karşıya kalmışlardır



— Enflasyon hedefleyici olmayanlar - - - - Ehedefleyici olanlar

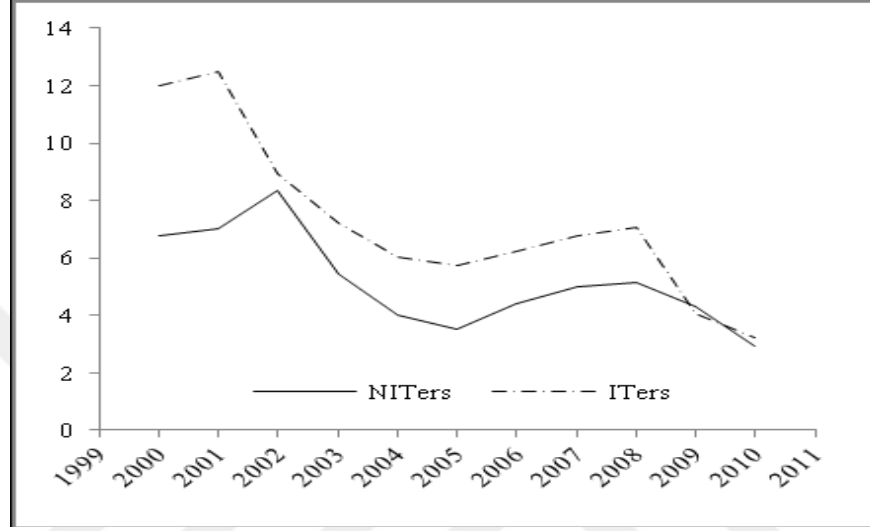
Şekil 2.8: Kriz Döneminde Enflasyon Değişkenliği

Kaynak: Azangue, p.13

Enflasyon hedeflemesinin kriz dönemindeki performansını değerlendirirken önemli kriterlerden biri de faiz oranlarının enflasyon hedefleyici olan ve olmayan ülkelerde nasıl bir seyir içinde olduğudur. Daha önce de ifade edildiği gibi ekonomik kriz patlak verdiği dönemde enflasyon hedefleyici ülkelerde ortalama faiz oranları daha yüksekti. 2008 yılının başlangıcından aynı yılın Ağustos ayına kadar her iki ülke grubunda da nominal faiz oranları artmıştır. Tersine kriz derinleştikçe hem enflasyon hedefleyici ülkelerde hem de enflasyon hedefleyici olmayan ülkelerde faiz oranlarında keskin düşüşler yaşanmıştır. Bununla birlikte enflasyon hedefleyici ülkelerdeki faiz düşüşleri diğer ülkelere göre %1.5 daha fazla olmuştur. Bu sonuç enflasyon hedeflemesinin gerek duyulduğu zaman faiz oranlarını düşürmede merkez bankasına yeteri kadar alan oluşturacağı argümanını haklı çıkarmaktadır.

Şekil 2.9a ve Şekil 2.9b’de açık bir şekilde görüldüğü üzere kriz boyunca enflasyon hedefleyici ülkelerde nominal faiz oranı daha çok düşerken, enflasyon

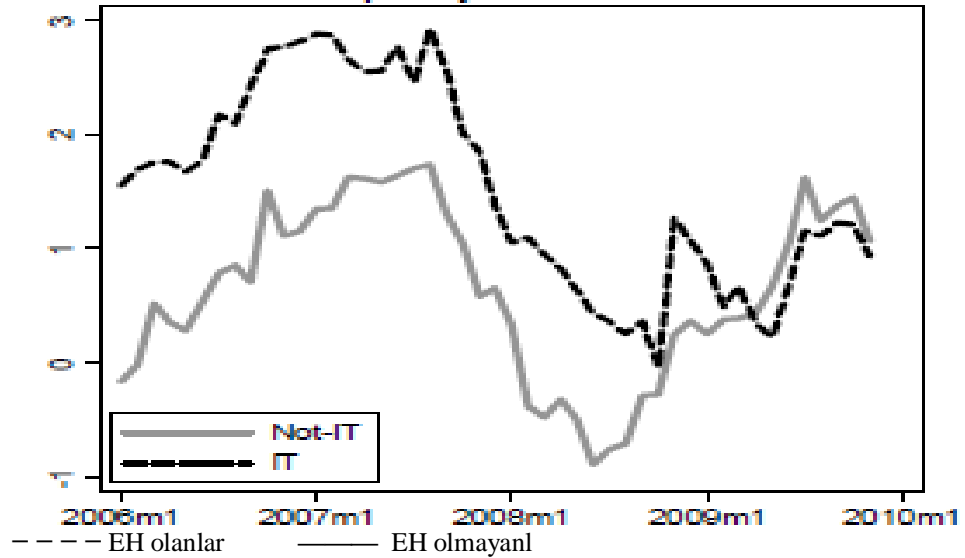
hedefleyici olmayan ülkelerde ise reel faiz oranları daha fazla yükselmektedir. Dolayısıyla enflasyon hedefleyici ülkelerin faiz oranlarındaki yükselmeyi kontrol altına almada daha başarılı olduğunu söylemek mümkündür.



EH olmayanlar - - - - - EH olanlar ——— EH olmayanlar

Şekil 2.9: Kriz Döneminde Nominal ve Reel Faiz Oranları

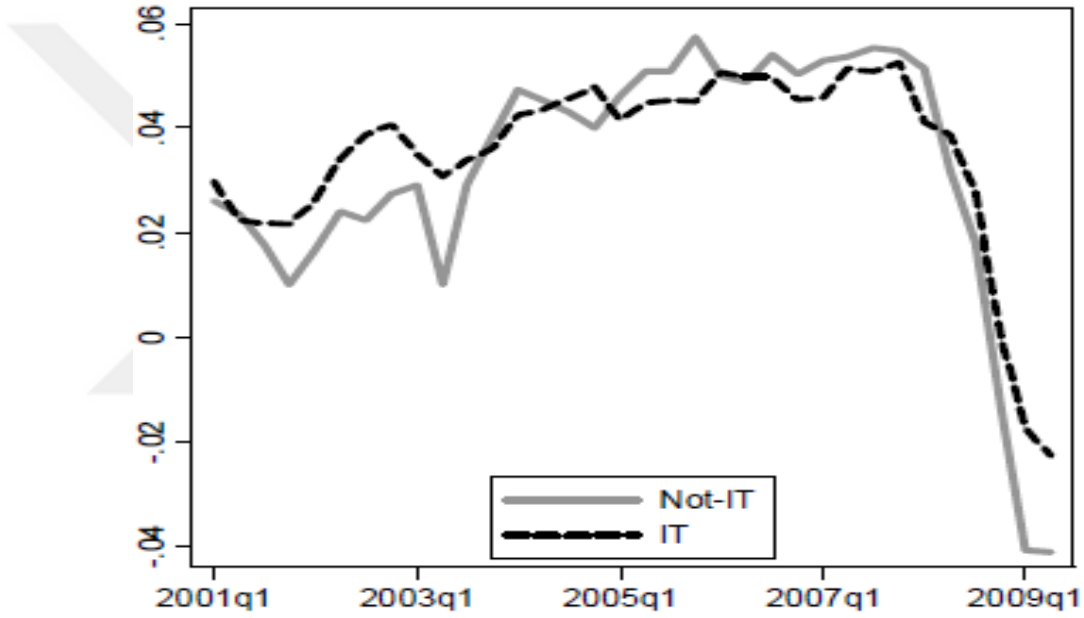
Kaynak: Azangue, p.16



Kaynak: Filho, 'Inflation Targeting and ... p.7

Şekil 2.10: Kriz Döneminde Reel Faiz Oranları

Enflasyon ve faiz oranları dışında enflasyon hedefleyici olan ve olmayan ülkeler daha genel bir perspektifle Reel GSMH açısından karşılaştırılabilir. Azangue (2012)⁴⁰⁵ ve Filho (2010)⁴⁰⁶ kriz döneminde enflasyon hedefleyici ülkelerin GSMH açısından bir farklılık yaratmadığını ifade etmektedir. Zira enflasyon hedefleyici ülkelerle enflasyon hedefleyici olmayan ülkelerin GSMH büyüme hızlarında krizin kendini en şiddetli şekilde hissettirdiği 2008-2009 aralığında her iki ülke grubu açısından keskin düşüşlerin yaşandığı ve bu düşüşler arasında önemli bir farkın olmadığı gözlenmiştir(Şekil 2.10).



Şekil 2.11: 2001-2009 Yılları Arası GSMH Büyüme

Kaynak: Filho, 'Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment'...p.14

Sonuç olarak 2008/2009 finansal krizi döneminde enflasyon hedeflemesinin GSMH büyümesi ve enflasyon oranı açısından önemli bir farklılık yaratmazken, diğer para politikası rejimlerini uygulayan ülkelere göre enflasyon, reel GSMH ve kısa dönem enflasyon beklentilerindeki değişkenlikler ve deflasyonu engelleme ile reel ve nominal faiz oranları konusunda enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin daha başarılı olduğu görülmektedir (Tablo 2.5). Enflasyon hedeflemesi doğasının bir gereği olarak aynı zamanda, sahip olmuş olduğu esnek döviz kuru rejimlerinin bir sonucu

⁴⁰⁵ Azangue, p.18

⁴⁰⁶ Filho, Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment,...p.13

olarak ortaya çıkan keskin reel değer kaybından dolayı enflasyon hedefleyici ülkelerde üretimde aşırı daralmalar gerçekleşmemiştir.

Tablo 2.5: Makro Ekonomik Performans: Enflasyon Hedefleyici Ülkeler ve Diğerlerinin Karşılaştırması

| | Gerçekleşen Enflasyon | | | | Kısa Dön. Enf. Bekleyişl. | | | | Üretim Büyümesi | | | |
|--------------------|-----------------------|------|---------|------|---------------------------|------|---------|------|-----------------|------|---------|------|
| | 2006-06 | | 2007-12 | | 2006-06 | | 2007-12 | | 2006-06 | | 2007-12 | |
| Ülke Grupları | O | S.S | O | S.S | O | S.S | O | S.S | O | S.S | O | S.S |
| Gelişmiş:EH | 2.20 | 1.38 | 2.30 | 1.60 | 2.12 | 0.24 | 2.25 | 0.51 | 2.99 | 1.63 | 1.26 | 2.53 |
| Gelişmiş:Diğerleri | 1.47 | 0.70 | 1.41 | 1.59 | 1.44 | 0.24 | 1.28 | 0.55 | 1.97 | 1.66 | 0.40 | 3.38 |
| G.Olan:EH | 4.14 | 1.19 | 4.50 | 1.76 | 4.29 | 0.73 | 4.19 | 0.54 | 4.51 | 1.80 | 3.65 | 3.85 |
| G.Olan:Diğerleri | 7.29 | 3.01 | 5.25 | 2.72 | 7.33 | 2.69 | 4.65 | 1.20 | 7.13 | 4.50 | 4.13 | 5.53 |

Kaynak: Banerjee vd, p.114

Notlar: EH=enflasyon hedefleyici, O=ortalama, S.S=standart sapma

Gelişmiş Enflasyon Hedefleyici Ülkeler: Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda, Norveç, İsveç, İngiltere

Diğer Gelişmiş Ülkeler: Danimarka, Euro Bölgesi Ülkeleri(Eurozone), Japonya, İsviçre, ABD

Gelişmekte Olan Enflasyon Hedefleyici Ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Endonezya, İsrail, Kore, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Romanya, Güney Afrika, Tayland, Türkiye (Endonezya, Romanya ve Türkiye 2006'dan önce enflasyon hedefleyici olarak kabul edilmemektedir).

Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler: Arjantin, Bulgaristan, Çin, Hong Kong, Hindistan, Litviya, Litvanya, Malezya, Rusya, Singapur

2.6.4 Para Politikası Açısından Finansal Krizin Öğrettikleri

2.6.4.1 Kriz Öncesinde Para Politikasının Temel Prensipleri

Ekonomi tarihi finansal krizler, depresyonlar ve savaşlar gibi büyük gelişmelerden sonra para politikası ile ilgili geleneksel yaklaşımın önemli değişikliklere maruz kaldığını göstermektedir. Uzun bir istikrar döneminden sonra para politikasına yönelik oluşan bir konsensüs bir finansal kriz ile birlikte kısa bir süre içinde değişebilmektedir. Global finansal kriz bu anlamda istisna değildir. Nitekim 1970'lerde yaşanan yüksek enflasyon deneyimi ve son dönemdeki finansal kriz para politikası ile ilgili geleneksel yaklaşımların ve konsensüsün tekrar gözden geçirilmesini gündeme getirmiştir.

Finansal krizden çıkarılan temel dersler ve buna bağlı olarak para politikası ile ilgili düşüncelerimizin nasıl değiştiği konusuna geçmeden önce, kriz öncesinde merkez bankalarının para politikasına nasıl yaklaştıklarını incelememizde fayda vardır. Küresel

finansal kriz öncesinde para politikasına yönelik temel bazı prensipler yüksek düzeyde kabul görmüşlerdir. Mishkin (2011) para politikası ve enflasyon hedeflemesi teorisi ile ampirik çalışmalardan elde edilen ve hemen hemen tüm merkez bankalarının düşüncelerine yön veren para politikasının dokuz temel prensibini ortaya koymuştur.⁴⁰⁷ Kriz sonrasında genel anlamda para politikası ve özelde enflasyon hedeflemesinin daha iyi anlaşılması için, çalışmamızın farklı bölümlerinde üzerinde durulan bu prensiplere sırasıyla bakmak gerekmektedir.

1. Enflasyon her zaman ve her yerde var olan bir fenomendir.
2. Fiyat istikrarı çok önemli avantajlar sunmaktadır.
3. Uzun dönemde enflasyon ile işsizlik arasında bir değiş-tokuş yoktur.
4. Taylor Prensibi fiyat istikrarı için gereklidir.
5. Zaman tutarsızlığı problemi para politikası ile ilgili bir fenomendir.
6. Bekleyişlerin makro ekonomideki rolü oldukça önemlidir.
7. Merkez bankasının bağımsızlığı makro ekonomik performansı artırır.
8. Nominal bir çapaya yönelik güvenilir bir taahhüt fiyat ve üretim istikrarını teşvik eder.

9. Finansal istikrarsızlık iktisadi dalgalanmalarda önemli bir rol oynar.

Borio (2011) ise küresel krizden önce merkez bankacılığının genel para politikasına yaklaşımını dört önermede özetlemektedir.⁴⁰⁸

Birinci önerme, fiyat istikrarı makroekonomik istikrar için yeterlidir. Eğer merkez bankaları kısa dönemde (örneğin 2 yıllık bir hedefleme ufku boyunca) enflasyonu istikrara kavuşturmayı başarırlarsa ve büyük dışsal şoklar olmazsa ekonominin sağlam bir yapıya kavuşacağına inanılmaktaydı. Bunu sağlamanın yolu ise makroekonomik istikrar için fiyat istikrarını önceleyen enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasıdır.

⁴⁰⁷ Frederic S. Mishkin, Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, **NBER Working Paper** No. 16755, February 2011, pp.3-11

⁴⁰⁸ Claudio Borio, Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters, **BIS Working Papers**, No.353, September 2011

İkinci önerme ise, parasal ve finansal fonksiyonlar arasında açık bir ayırımın olduğudur. Para politikası fiyat istikrarına odaklanırken, finansal politika finansal istikrara odaklanmaktadır. Bunun ötesinde finansal politikanın merkez bankasının kontrolünde olmasına da ihtiyaç duyulmamaktaydı.

Üçüncü önerme, para politikasının ekonomiyi etkilemesi için kısa vadeli faiz oranları yeterlidir. Bu anlamda gecelik borçlanma faiz oranları dahil diğer tüm faizlerin kontrol altında tutulacağına inanılmaktaydı.

Dördüncü önerme, eğer her merkez bankası kendi ekonomisinin sorunlarını kendisi çözerse küresel para politikasının duruşu da sağlam olacaktır. “ Herkes kendi evinin önünü süpürürse tüm sokaklar temiz olur” doktrininin spesifik bir versiyonu olan bu yaklaşım, finansal istikrara mikro ihtiyati (microprudential) açıdan bakmayı tavsiye etmektedir. Yani her kurum kendisi sağlam olursa, tüm finansal sistem sağlam olacaktır. Dolayısıyla merkez bankalarının yapması gereken tek şey kendi ülke ekonomilerinde fiyat istikrarını sağlamak ve döviz kurlarının serbest dalgalanmasına izin vermektir. Bunun olası bir istisnası, çok küçük ve oldukça dışa açık olan ekonomilerin paralarını düşük enflasyonlu ve yüksek kredibiliteye sahip büyük bir ülkenin parasına bağlamakla aynı başarıyı elde edebileceğidir.

Global finansal krizden on bir yıl önce toplanan bir sempozyumda ‘Jackson Hole Konsensüsü’ olarak adlandırılan mutabakatta para politikasının yukarıda sayılan prensiplerine ek olarak birçok yönüyle ortak görüşlerin ortaya çıktığı görülmektedir.⁴⁰⁹ Bunlardan biri, otomatik stabilizatörler hariç maliye politikasının makro ekonomik talep yönetiminde uygun bir araç olarak kabul edilmemesidir. Bu yüzden para politikası kısa dönem faiz oranlarını yönlendirmek suretiyle kısa dönem toplam talep yönetiminde öncelikli bir rol oynamaktadır.

İkinci olarak ara parasal hedefler nihai politika amaçları ile istikrarlı bir ilişkisi olmadığı için kullanılmaları uygun değildir. Bunun yerine, dalgalı döviz kuru ile birlikte

para politikası uzun dönemde gerçekleştirebileceği makro ekonomik değişkenlere, yani fiyat istikrarı üzerine odaklanmalıdır.

Üçüncü olarak, finansal krizler sadece gelişmekte olan ülkelerde görülebilir, gelişmiş ve iyi regüle edilmiş finansal piyasalara sahip olan gelişmiş ülkelerde finansal krizlerin görülebilme olasılığı yoktur. Bunun ötesinde fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında çok yakın ilişki vardır. Birinin başarılması diğerinin de gerçekleşmesini kolaylaştırır.

1980'lerin sonlarından finansal krizin şiddetlendiği 2008 ortalarına kadar süren iyileşme dönemi, uzun dönemde para politikası reel değişkenleri etkilemese de kısa ve orta vadede fiyat istikrarını tehlikeye atmadan iktisadi dalgalanmaların istikrara kavuşması için kullanılabileceğini göstermiştir. Bu yaklaşım birçok ülkede enflasyon hedeflemesi aracılığıyla uygulamaya konulmuştur.⁴¹⁰

Finansal kriz öncesinde merkez bankaları finansal şokların ekonomi üzerinde negatif etkiler yaptığının farkındaydılar. Merkez bankalarının sadece para politikası ile ilgili raporları değil aynı zamanda finansal sistemdeki potansiyel tehlikeleri tartışmak için 'Finansal İstikrar Raporları'nı da yayınlamış olması bunun en güçlü kanıtıdır. Bununla birlikte, finansal istikrarsızlık iktisadi dalgalanmaların en önemli kaynağı olarak görülmediği için merkez bankalarındaki genel denge modelleri içinde yer almamıştır. Bu durum doğal olarak para politikası ile finansal istikrar politikası arasında bir dikotomiye neden olmuş ve dolayısıyla her iki politika birbirinden ayrı bir şekilde yürütülmüştür.⁴¹¹

Daha önce üzerinde durulduğu üzere enflasyon hedeflemesinin temel elemanları; açık bir şekilde tanımlanmış bir amaç (fiyat istikrarı), bu amacı takip eden bağımsız bir merkez bankası, tek bir enstrüman (kısa dönem faiz oranları) ve şeffaf bir iletişim süreci

⁴⁰⁹ Charles Bean vd., Monetary Policy After the Fall, in. **'Makroekonomik Challenges: The Decade Ahead'**, Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2010, pp.268-269

⁴¹⁰ Alex Cukierman, Monetary Policy and Institutions Before, During, and After The Global Financial Crisis, **Journal of Financial Stability** xxx (2013) xxx– xxx, 2013, p.2

⁴¹¹ Mishkin, Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis...p.17

şeklinde sıralanmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin bu temel faktörler çerçevesinde tanımlanmasının bir sonucu para politikasının finansal hassasiyetleri gözetmede yeteri kadar bir alana sahip olamamasıdır. Kriz öncesi yaklaşım, finansal dengesizliklerin temel göstergesi olması açısından varlık fiyatlarına odaklanmaktaydı ve birçoğuna göre para politikası ancak enflasyon ve üretime yönelik etkileri açısından varlık fiyatlarındaki hareketlenmeleri hesaba katması gerekirdi.⁴¹²

Kriz öncesinde merkez bankasındaki aktif tartışmalardan biri de merkez bankalarının varlık fiyatlarındaki balonlara nasıl karşılık vermesi gerektiği konusuna odaklanmıştır. Varlık fiyatları aktarım mekanizmasının temel bir unsuru olmasından dolayı, enflasyon ve üretim açısından daha iyi sonuçlara ulaşmak için para politikasının varlık fiyatlarına karşılık vermesi optimal para politikası teorisinin bir gereğidir. Burada temel olarak tartışılan yöntemlerden biri, para politikasının vereceği tepkinin şiddeti enflasyon ve üretim istikrarı için gerekli olan düzeyden fazla olup olmayacağıdır. Alternatif olarak, para otoriteleri varlık fiyatlarındaki olası balonlara doğrudan müdahale etmeli mi, yoksa balonun patlamasından sonra enflasyonu ve üretimi stabilize etmek için varlık fiyatlarındaki düşüslere mi tepki vermelidir? Bu durum literatürde ‘rüzgara karşı durma’-‘sonradan temizleme’(lean vesus clean) tartışması olarak karakterize edilmektedir.

Kriz öncesi dönemde varlık fiyatlarındaki artışların ekonomi üzerinde negatif etkilerinin olacağı kabul edilmekle beraber, fiyatlardaki bu artışlara nasıl tepki verileceği konusu ‘lean versus clean’ çerçevesinde farklı yaklaşımların olduğu görülmektedir. Bu bağlamda varlık fiyatları balonlarının oluşturacağı olası tehlikeler karşısında hem merkez bankası hem de merkez bankası dışında bazı ekonomistler balonların kontrolden çıkıp patlamadan önce merkez bankasının faiz oranlarını yükseltmek suretiyle durdurması, yani ‘rüzgara karşı durma’ (lean again the wind) yöntemine başvurması

⁴¹² Mark Carney, Monetary Policy After the Fall, **Remarks at Eric J. Hanson Memorial Lecture**, University of Alberta, Edmonton, Alberta, 1 May 2013, p.7

gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Buna göre balonlardaki büyümeyi yavaşlatmak için faiz oranlarının yükseltilmesi daha iyi sonuçlar doğuracaktır. Çünkü böyle davranmakla merkez bankası ya balonları engelleyecek ya da balonların patlamasıyla ekonominin göreceği zararları minimize edecektir.

Fiyat istikrarının geçerli olduğu bir dönemde merkez bankasının faiz oranını yükseltmek ve buna bağlı olarak enflasyon oranını daha da düşürmek pahasına gelişmekte olan finansal dengesizlikleri durdurmaya çalışmasının altında yatan temel argümanlar şunlardır: Eğer finansal dengesizliklerin daha da büyümesinin önüne geçilmezse, öncelikle güçlü enflasyonist baskılarla birlikte aşırı ısınan ekonomi, balonların sönmesiyle birlikte resesyona girecek ve buna bağlı olarak enflasyon hedeflenen oranın altında gerçekleşecektir. Bu yüzden para politikasının sonradan ortaya çıkacak büyük zararları önlemek için proaktif bir şekilde daha erken hareket etmesi gerekir. Uygulanan sıkı para politikasından kaynaklanan başlangıçtaki üretim düşüşleri sonradan ortaya çıkan patlama(boom) ve çöküntülerin(burst) daha büyük zararlarına karşı bir ‘sigorta primi’ olarak görülmelidir.⁴¹³

‘Greenspan Doktrini’ olarak da bilinen ‘patlamadan sonra temizleme’ (Cleaning up after the bubble burst) yaklaşımını savunanlar, rüzgara karşı durma yaklaşımının bazı nedenlerden dolayı uygun olmadığını ileri sürmektedirler. Bunların başında özellikle Tinbergen Prensibi gereği herhangi bir enstrümanın ancak tek bir amaç için kullanılabileceği şeklindeki bir yaklaşımdır. Bu bağlamda merkez bankaları faiz oranı enstrümanını ancak fiyat istikrarı amacı ile kullanılabilir. Bununla birlikte finansal dengesizliklere karşı faiz oranlarının yükseltilmesi, finansal dengesizliklerden etkilenmemiş sektörler üzerinde istenmeyen sonuçlar doğurabilir. Diğer taraftan düşük enflasyonun geçerli olduğu bir ortamda merkez bankasının faiz oranlarını yükseltmesi kamuoyu ve politika yapıcılar tarafından pek hoş karşılanmaz.

⁴¹³ Jesús Crespo Cuaresma, Ernest Gnan, Four Monetary Policy Strategies in Comparison: How to Deal with Financial Instability?, **Monetary Policy & The Economy** Q3/08, 2008, p.80

Bu eleştirilere karşı ‘rüzgara karşı durma’ taraftarları finansal dengesizliklere karşı proaktif yaklaşımın olmaması asimetrik para politikası davranışlarına sebep olacağını ifade etmektedirler. Balonun patlaması ile birlikte, mevcut düşük faiz oranlarını daha da düşürmek suretiyle para politikası faiz oranlarını tekrar denge seviyesine getirmekte gecikebilir ve bu yüzden bir sonraki balon için zemin hazırlamış olur. Bunun ötesinde böyle bir asimetrik davranış ahlaki tehlike ve buna bağlı olarak finansal piyasaların kriz eğilimliliklerini arttıracaktır. Böylece balonları engellemesi gereken merkez bankasının kendisi balonların birer nedeni olabilir.⁴¹⁴

2.6.4.2 Küresel Finansal Krizden Çıkarılan Dersler

Küresel finansal krizden önceki yaklaşık on beş yıllık dönemin en önemli yönü dünya genelinde süren yüksek enflasyon oranlarının düşürülmüş olmasıdır. Bu başarı sözkonusu dönemin neden merkez bankacılığının altın yılları olarak görüldüğünün en önemli açıklamasıdır. Birçok ülke enflasyon oranlarını tek rakama indirerek fiyat istikrarını önemli ölçüde yakalamışlardır. Bunun ötesinde enflasyon oranları giderek daha istikrarlı olmakla birlikte enflasyona yönelik şokların daha kısa süreli olduğu görülmüştür. Tüm bunlar daha istikrarlı büyüme oranları ile aynı döneme denk gelmekte ve bu yüzden merkez bankaları sürdürülebilir bir büyüme için fiyat istikrarının en temel ön koşul olduğunu güçlü bir şekilde savunabilmişlerdir. Ne var ki, enflasyon oranındaki düşüş aynı zamanda son krize zemin hazırlayan finansal piyasalardaki bazı gelişmelerle birlikte yaşanmıştır.⁴¹⁵

Bu yönüyle ele alındığında, 2007-2009 küresel finansal krizi sadece dünya ülkelerinde makro ekonomik dengeleri değiştirmemiş, aynı zamanda para politikası ile ilgili kökleşmiş genel kabullerin tekrar gözden geçirilmesini ve tartışılmasını da gündeme getirmiştir. Kriz öncesinde, esnasında ve sonrasında ortaya çıkan olaylar bazı yönleriyle kriz öncesinde para politikası ile ilgili sahip olunan temel bilgi ve anlayışlarla hareket ederek yapılan analizlerin modifiye edilmesi gerektiğini göstermiştir. Krizden

⁴¹⁴ Cuaresma and Gnan, p.80

çıkarılan temel dersler para politikası ilkeleri ve para politikası stratejisine dair yaklaşımların nasıl değişeceğini ortaya koymaktadır.

Bazı ekonomistlere göre kriz öncesi ile karşılaştırıldığında para politikası çerçevesi ile ilgili yaklaşımlar minimal düzeyde değişirken, bazıları ise argümanlarını daha radikal bir yaklaşım ile ileri sürmektedirler. Buna göre finansal kriz, birer para politikası amacı olarak finansal istikrar ile fiyat istikrarına eşit bir ağırlığın verilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda Smets (2013), literatürde üç yaklaşımın öne çıktığını ifade etmektedir.⁴¹⁶

Bunlardan birincisi 'Modifiye Edilmiş Jackson Hole Konsensüsü' yaklaşımıdır. Bu yaklaşıma göre finansal istikrarsızlık söz konusu olduğunda para politikası çerçevesi ile ilgili sadece çok küçük değişikliklerin yapılması gerekir. Para politikası ve makro ihtiyati politikanın sahip olduğu amaçlar, araçlar ve aktarım mekanizmasının birbirinden kolaylıkla ayırd edilebileceğini ileri süren Modifiye Edilmiş Jackson Hole Konsensüsü temel olarak para politikası enstrümanları ile makro ihtiyati politika enstrümanları arasında sınırlı bir etkileşimin olduğu yargısına dayanmaktadır. Bu yüzden krizden önce para politikasının finansal dengesizlikleri önlemede önemli bir katkısı olamaz ve dolayısıyla makro ihtiyati politikanın tersine kısa dönem faiz oranları enstrümanı finansal dengesizliklere karşı etkin bir şekilde kullanılamaz. Buna göre her bir kurum kendi öz enstrümanlarını kullanmak suretiyle, merkez bankası fiyat istikrarı ve üretim istikrarı amaçlarını, makro ihtiyati otoritelerin ise finansal istikrarı takip etmesinin daha uygun olacağı belirtilmektedir. Modifiye edilmiş Jackson Hole Konsensüsüne göre, para politikası sadece fiyat ve üretim istikrarını etkilediği müddetçe finansal istikrarı hesaba katmalıdır. Bu yaklaşım özellikle Svensson tarafından savunulmaktadır.

Kriz sonrasında gündeme gelen ikinci bir yaklaşım ise Borio ve Lowe tarafından öne sürülen 'rüzgara karşı durma'(leaning against the wind) yaklaşımıdır. Buna göre

⁴¹⁵ Stefan Gerlach vd., Are the Golden Years of Central Banking Over? The Crisis and the Challenges, **Geneva Reports on the World Economy** 10, 2009, p.117

finansal dalgalanmalara karşı makro ihtiyati politikalar tam anlamıyla kullanılamaz. Enflasyon istikrarı para politikasının öncelikli amacı olmaya devam ederken, merkez bankası ikincil bir amaç olarak finansal istikrarı gözetmelidir. Bu bağlamda merkez bankası finansal dengesizliklere karşı, kısa dönem enflasyon hedefi için gerekli olan orandan daha fazla olabilecek şekilde faiz oranını arttırarak ileride çıkabilecek finansal kriz ihtimalini düşürebilecektir. Pratik olarak, finansal kriz konjonktürel dalgalanmalardan daha uzun olduğu için böyle bir yöntem ancak politika ufkunun daha fazla uzatılması ile uygulanabilir. Ne var ki, bu durumda merkez bankası yeni trade-off'larla karşılaşacağı için, enflasyon hedefinin kısa dönem kredibilitésinin arttırılması gerekir.

Üçüncüsü ise 'finansal istikrar fiyat istikrarıdır' yaklaşımı olarak ifade edilmektedir. Bu yaklaşım geleneksel enflasyon hedeflemesi stratejisinin radikal bir şekilde yeniden şekillenmesini gerektirmektedir. Bu yaklaşımı savunanlara göre fiyat istikrarı ile finansal istikrar birbirinden ayırt edilemeyecek kadar iç içe geçmiştir. Para politikası esas itibari ile finansal sistemi istikrara kavuşturmakla alakalıdır. Bu yüzden para politikası genişleme döneminde ortaya çıkan finansal dengesizliklere karşı faiz oranlarını yükseltirken daralma sürecinde para politikası aktarım mekanizmasının önünü açmalıdır.

2007-2009 küresel finansal krizinden çıkarılan dersleri şu başlıklar altında inceleyebiliriz.

1.Fiyat istikrarı finansal istikrarı garanti edemez. Son kriz öncesinde, fiyat ve üretim istikrarının finansal istikrarı da kolaylaştıracağı şeklinde ortak bir görüş hakimdi. Buna göre para politikası optimal olarak enflasyon ve üretimi stabilize ederken aynı zamanda varlık fiyatlarını da stabilize etmekte ve böylece varlık fiyatlarındaki olası balonların gerçekleşmesine engel olacaktır. Nitekim merkez bankalarının, 'Büyük İyileşme' olarak da bilinen enflasyonu stabilize etmesi ve konjonktürel dalgalanmalarda

⁴¹⁶ Frank Smets, Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?, in. **Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges**, Sveriges Riksbank Economic

değişkenliği azaltması politika yapıcıların finansal şoklardan gelebilecek riskler konusunda güvenlerini arttırmıştır. Küresel finansal kriz deneyimi, bir para politikası stratejisi olarak esnek enflasyon hedeflemesi ile ilgili önemli bir soruyu gündeme getirmiştir. Fiyat ve üretim istikrarı finansal istikrar için yeterli midir? Enflasyon hedeflemesi uzun dönemli bir makro ekonomik istikrar sağlamasına rağmen, finansal kriz bunun finansal istikrar için yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Buna bağlı olarak hem akademik çevre hem de merkez bankacıları içinde finansal istikrarın da para politikası amaçlarına dahil edilmesi gerektiğini ileri sürmektedirler.

Para politikası tek başına finansal istikrarı sağlayamaz. Çünkü finansal istikrarsızlığın nedenleri genellikle sistemdeki likidite derecesine bağlı değildir. Para politikası risk alma (risk taking) eğilimlerini ve finansal piyasa koşullarını etkileyebilir, yalnız finansal bozulmaları yumuşatma veya varlık fiyatlarındaki balonları söndürmek için faiz oranlarında büyük değişiklikler yapmak gerekir. Bunun ötesinde bazı sektörlerde finansal bozulmalar diğer sektörlerle göre daha şiddetli bir şekilde yaşandığı için faiz oranı bütün sektörler için uygun bir enstrüman olmayabilir. Bu şartlar altında fiyat ve üretim amacı, finansal amaç ile çatışacağından dolayı, finansal istikrar amacı için yeni ek enstrümanların kullanılması daha uygun olacaktır.⁴¹⁷

Bernanke(2011) gerçekleşen yeniliklere bağlı olarak, merkez bankasının kamuoyu ile olan iletişiminde olumlu gelişmeler olmakla birlikte, kriz sonrasında para politikası temel çerçevesinin standart yaklaşımdan fazla sapmayacağını öngörmektedir. Bununla birlikte, merkez bankaları, finansal istikrarın sürdürülmesinin eşit dereceli bir sorumluluk olduğu şeklindeki finansal krizden çıkan önemli bir dersi de dikkate almaktadırlar. Merkez bankaları kriz öncesinde finansal istikrarı göz ardı etmese de, finansal istikrar genellikle para politikasının ‘küçük ortağı’(junior partner) olarak

Review 2013:3 Special Issue, pp.35-40

⁴¹⁷ IMF, The Interaction of Monetary and Makroprudential Policies, January 29, 2013, pp.5-11

görülmekteydi. Bernanke (2011)'e göre krizin makro ekonomik politikaya en önemli katkısı finansal istikrar politikasına para politikası ile eşit bir statü veriyor olmasıdır.⁴¹⁸

Merkez bankaları, fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişkiyi daha iyi anlayabilmek için öncelikle finansal sistemin dinamiklerinin çok iyi anlaşılması gerektiğini kabul etmektedirler. Fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın sağlanması ancak enflasyon hedeflemesi stratejisinin modifiye edilmesi ile mümkün olabileceği vurgulanmaktadır. Cecchetti (2011) bunun iki şekilde olabileceğini ileri sürmektedir. Bunlardan birincisi, politika ufkunun iki yıldan daha uzun olacak şekilde genişletilmesi; ikincisi ise, para politikasının sadece takip eden dönemde gevşetilmesi değil, aynı zamanda finansal patlamalar (booms) esnasında agresif bir şekilde sıkılaştırılmasının gerekli olduğudur.⁴¹⁹

2.Finansal sektördeki gelişmelerin ekonomik aktiviteler üzerindeki etkisi geçmişte bilinenlerden daha fazladır. Bu yüzden kriz, finansal bozulmaların makro ekonomik analizlerin merkezinde olması gerektiğini ortaya koymuştur. Bu bağlamda merkez bankalarının geleceğe yönelik tahminler ve politika analizleri için kullandıkları makro-ekonometrik modellerde, kriz öncesinde yapılanın aksine, finansal bozulmaları göz ardı etmemeleri gerekmektedir. Sonuç olarak finans ile makro ekonomi arasındaki etkileşim konusunda ilginin arttığı görülmektedir. Hem akademik hem de merkez bankaları çevrelerinde ekonomistler, finansal bozulmaları genel ekonomik modellere aktif bir şekilde eklemekte ve finansal bozulmaların para politikası stratejisini nasıl modifiye edeceğini ortaya koyan yeni bir literatür doğmaktadır.⁴²⁰

3.Faiz oranı politikası finansal istikrar için yeterli değildir. Genel olarak, merkez bankası finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasındaki bir trade-off ile karşı karşıya değildir. Finansal istikrar ile fiyat istikrarı çoğu zaman birbirlerini pekiştirmektedirler. Bununla birlikte fiyat istikrarı amacı ile kullanılan faiz oranı politikası finansal istikrar

⁴¹⁸ Ben S. Bernanke, The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice, **Remarks at the 56th Economic Conference**, Federal Reserve Bank of Boston, October 18, 2011, p.5

⁴¹⁹ Stephen G Cecchetti, Monetary Policy Lessons Learned from the Crisis and the Post-crisis Landscape, **Bank for International Settlements**, 13 October 2011, p.3,

için yeterli olamaz. Finansal istikrar amacı için faiz oranı enstrümanını kullanmak enflasyona ve reel ekonomiye önemli zararlar verebilir. Örneğin fiyat istikrarının geçerli olduğu bir ekonomik ortamda kredilerdeki aşırı büyümeyi önlemek için faiz oranı enstrümanının kullanılması verilebilecek en uygun tepki olamaz. Bu şartlar altında riskleri kontrol altına almak ve finansal istikrarı sağlamak için merkez bankasının makro ihtiyati enstrümanları kullanması daha doğru bir politika seçimi olarak kabul edilmektedir.⁴²¹

4.Sonradan temizleme (cleaning up) yaklaşımının maliyeti oldukça yüksektir. “Lean versus clean” tartışması temelde para politikasının potansiyel varlık fiyatları balonlarına tepkisinin gerekli olup olmadığına odaklanmaktadır. Mishkin (2011) böyle bir tartışmanın anlamlı olabilmesi için varlık fiyatı balonlarının birbirinden ayrılması gerektiğini ifade etmektedir. Bu bağlamda söz konusu varlık fiyatları balonlarının kredi genişlemesinden kaynaklanan balonlar olup olmadığı oldukça önemlidir. Mishkin’e göre asıl tehlikeli ve maliyetli olanı, kredi kaynaklı balonlardır. Buna göre krizden çıkarılan en önemli derslerden biri de kredi kaynaklı balonların sadece aşırı maliyetli olabilmeleri değil, aynı zamanda krizden sonra temizlenmelerinin de (clean up) oldukça zor olduğudur. Bunun ötesinde vurgulanması gereken önemli bir nokta, bu tip balonların fiyat ve üretim istikrarının olduğu bir dönemde de ortaya çıkabilmesidir. Zira, fiyat ve üretim istikrarı piyasa katılımcılarının ekonomiye yönelik riskleri hafife almalarına neden olduğu için esasen kredi kaynaklı balonları da bir anlamda teşvik etmiş olmaktadır. Bu yüzden balonlara karşı durma yönteminin(lean against the wind) kriz sonrası temizleme (cleaning up) yönteminden daha etkili olduğu finansal kriz ile birlikte daha iyi anlaşılmaktadır.⁴²²

5.Sıfır sınırında faiz oranı geçmişte bilinenden daha problematiktir. Krizin şiddetlendiği 2008 yılında toplam talepteki çöküşler karşısında birçok merkez bankası faiz oranlarını sıfıra yakın bir seviyeye düşürmüşlerdir. Bazı merkez bankaları faiz

⁴²⁰ Mishkin, ‘Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis’ ...pp.21-22

⁴²¹ Athanasios Orphanides, ‘Monetary Policy Lessons from the Crisis’ **Central Bank of Cyprus Working Paper** 2010-1, May 2010, p.23

oranlarını daha fazla düşürmek istese de sıfır sınırında faiz oranı merkez bankalarının bu isteklerinin gerçekleşmesine izin vermemiştir. Dolayısıyla krizden çıkarılan derslerden biri de sıfır sınırında faiz oranının (zero lower bound) merkez bankalarının düşündüğünden daha ciddi bir problem olmasıdır.⁴²³

6.Para politikası ile finansal istikrar politikası arasında bir dikotomi yoktur. Finansal krizden çıkarılan derslerden bir diğeri, para politikası ile finansal istikrar politikasının esasen birbirleri ile ilişkili olduğu ve dolayısıyla aralarında bir dikotominin olduğuna dair argumanın yanlış olduğudur. Daha önce ifade edildiği gibi makro ihtiyati politikalar finansal istikrarı teşvik ederek para politikasını da etkilerken, para politikası da finansal istikrarı etkileyebilir. Eğer makro ihtiyati politikalar kredilerdeki balonları sınırlandırmak için kullanılırsa, kredilerdeki büyüme yavaşlayacak ve buna bağlı olarak toplam talepteki büyüme de yavaşlayacaktır. Bu durumda toplam talepteki zayıflamayı telafi etmek için para politikasının gevşetilmesi gerekir. Alternatif olarak, eğer ekonomiyi canlandırmak için faiz oranı düşük tutulacaksa, krizde görüldüğü gibi, bu durumda kredi balonlarının ortaya çıkması ihtimali yüksektir. Bu şartlar altında, kredi balonlarının ortaya çıkmasına fırsat vermemek için daha sıkı makro ihtiyati politikaların devreye girmesi gerekir. Fiyat istikrarı, üretim istikrarı ve finansal istikrar bir arada takip edildiğinde para politikası ile makro ihtiyati politikalar arasındaki işbirliği daha da değerli olur. Mishkin'e göre para politikası ile makro ihtiyati politikalar arasındaki işbirliğinin etkili olabilmesi için tek kurumun her iki görevi de yerine getirmesi gerekir. Kontrolünün farklı kurumlara verilmesi durumunda politikaların koordinasyonunu sağlamak bir hayli zor olacaktır.⁴²⁴

Finansal istikrara yönelik düzenlemeler tamamen etkili olmayabilir, bu yüzden daha önce de vurgulandığı gibi, merkez bankası faiz oranlarını belirlerken finansal dengesizlikleri hesaba katması gerekir. Bu durum merkez bankasının herhangi bir varlık fiyatını hedeflediği anlamına gelmez. Diğer bir ifade ile, merkez bankasının finansal

⁴²² Mishkin, Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis,...pp.39-40

⁴²³ Mishkin, Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis,...pp.26-27

⁴²⁴ Mishkin, Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis...pp.46-47

dengelesizlikleri gözeterek faiz oranın belirlemesi, amaçları arasına yenisini katmayı veya para politikası amacı olarak fiyat istikrarının öncelik derecesini azaltmayı gerektirmez, tersine orta vadede fiyat istikrarının daha etkili bir şekilde takip edilmesine yardımcı olacaktır.

Sonuç olarak son yaşanan global finansal kriz deneyimi finansal dengelesizliklerin fiyat istikrarı şartları altında da gerçekleşebildiğini, bu ise finansal istikrarın takip edilebilmesi için makro ihtiyati politika enstrümanlarının kullanılması gerektirdiğini göstermektedir. Bununla birlikte para politikası yapıcılarını fiyat istikrarı amacını sürdürmeye yönelik politikalarını belirlerken finansal istikrar ile ilgili endişeleri tam anlamıyla hesaba katmalıdır. Zira eğer fiyat istikrarı için belirlenen zaman ufku yeteri kadar uzun ise, varlık fiyatlarında oluşan balonların patlamasıyla enflasyonun bu zaman ufkunda merkez bankasının belirlemiş olduğu hedefin altında gerçekleşme riskinden dolayı para politikası finansal dengelesizlik risklerini göz önünde bulundurmak zorundadır. Daha yüksek faiz oranları hedefin altında bir enflasyon oranına neden olabilirken, aynı zamanda finansal problemlerin ve sonrasında deflasyonun ortaya çıkma riskini de azaltarak orta vadede fiyat istikrarının sürdürülmesine yardımcı olabilir.⁴²⁵

⁴²⁵ Gerlach vd., Are the Golden Years of Central Banking Over? The Crisis and the Challenges...p.74

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN UYGULANMASI

1960-1980 döneminde ithal ikameci bir sanayileşme stratejisi izleyen Türkiye, stratejinin gereği olarak uygulanan korumacı politikalar ve iç talebe yönelik üretim anlayışı ekonomiyi ciddi döviz darboğazları ile karşı karşıya getirdi. Tüm dünyada görülen yüksek enflasyon fenomeni ile birlikte Türkiye ekonomisi de 1970'li yılların ikinci yarısında tekrar dış ödeme ve yüksek enflasyon oranları şeklinde ağır bir bunalıma sürüklendi. Ekonomik bunalımın sosyal ve siyasal boyutlar kazanması üzerine 24 Ocak 1980'den başlayarak Türkiye'de ekonomi politikasında devrim sayılabilecek yeni kararlar alınarak uygulamaya konuldu. Başta istikrar önlemleri olarak alınan bu kararlar, 1989 yılında kabul edilen Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki kararla kambiyo rejiminde önemli değişiklikler yapılmış, sermaye hareketlerinin ve tam konvertibiliteye geçiş ile birlikte daha önemli bir boyut kazanmıştır.

1990 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası hazırlamış olduğu parasal programı kamuoyuna duyurarak resmi anlamda ilk kez parasal hedefleme stratejisi uygulamaya başlamıştır. 1990 yılında başarılı olan program Körfez Savaşı'ndan dolayı 1991'de uygulanmamış, 1992'de ise kamu kesimi finansman ihtiyacı Merkez Bankası kaynaklarından karşılandığı için başarısız olmuş ve 1993'te bir parasal program açıklanmamıştır. Artan cari açıkla birlikte 1994 yılı başında bir krizin eşiğine gelen Türkiye 5 Nisan İstikrar Programı'nı ilan edilmiştir. Kamu borç finansmanının büyük bir problem olması yasal bir düzenlemeyi kaçınılmaz kılmış ve bu doğrultuda Ocak 1995'ten itibaren geçerli olmak üzere yapılan bir düzenleme ile hazineye verilen kısa

vadeli avanslara aşamalı olarak sınırlama getirilmiştir. 1995'ten sonra hızlı bir büyüme sürecine giren Türkiye ekonomisinin Rusya ve Doğu Asya krizlerine bağlı olarak oluşan daralmanın etkisiyle bu büyüme süreci 1998'de sona ermiştir.

1999 yılında kamu borç stokunun GSMH'ya oranı %60'lar gibi tarihi bir zirveye çıkmıştır. Faiz oranlarının enflasyon oranından %30 daha fazla olmasından dolayı, enflasyon oranları ve böylece nominal ve reel faiz oranlarını düşürmeden mali sürdürülebilirliği güven altına alınmasının zor olduğunun anlaşılması üzerine İMF ile 2000-2002 yılları arasında geçerli olacak olan ve "Enflasyonu Düşürme Programı" olarak bilinen yeni bir ekonomik program yürürlüğe konulmuştur. Program önceden açıklanan bir kur çapasına dayandığı için döviz kuru hedeflemesi olarak karakterize edilmektedir. Sağladığı birçok kazanıma rağmen program Kasım 2000'de bir "likidite krizi" sonucu çökmüştür. Spekülatif ataklara karşı alınan önlemlerin başarısı kısa sürmüştür. Gecelik faiz oranlarının %5000'ne çıkarılmasına rağmen Türk lirasına yönelik ataklar devam etmiş ve böylece para politikasının kontrolü tamamen kaybetmesine ve uluslar arası rezervlerin hızla erimesine neden olmuştur. Bunun üzerine hükümet döviz kuru çapasını 22 Şubat'ta terk ederek kuru dalgalanmaya bırakmış ve 15 Mayıs 2001'de "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" nı kamuoyuna duyurmuştur.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı 2002'de örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçişi öngören bir programdır. Nitekim Merkez Bankası tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçişte ön koşulları iyileştirmek için 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamıştır. Tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçildiği 2006 yılına kadar geçen sürede enflasyon hedeflemesinin gerektirdiği birçok ön koşulun yerine geldiği görülmektedir. 2007'de global finansal krizin patlak vermesi ile birlikte Türkiye'de ve dünyada enflasyon hedeflemesi ilk kez ciddi anlamda test edilmiştir. Türkiye'nin yaşamış olduğu kriz deneyimlerinin de katkısıyla küresel finansal kriz görel olarak daha az zararlarla atlatılmış ve bu anlamda enflasyon hedeflemesi rejimi başarılı bir performans göstermiştir.

Nisan 2010'da krizden çıkış stratejisini kamuoyuna açıklayan Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı geçmiş dönemlere göre daha güçlü bir şekilde gözeten yeni bir para politikasını yürürlüğe koymuştur. Bu amaçla Kasım 2010'da faiz oranları yanında yeni para politikası araçlarını kullanmaya başlamıştır.

Bu bölümde öncelikle Türkiye'de yüksek ve kronik enflasyonun temel dinamikleri ortaya konulacak, yukarıda kısaca anlatılan para politikası uygulama süreçleri daha ayrıntılı bir şekilde incelendikten sonra Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin makro ekonomik performansı doğrusal regresyon modeli çerçevesinde incelenerek, enflasyon hedeflemesi öncesi dönemle karşılaştırılacaktır.

3.1 TÜRKİYE'DE YÜKSEK ENFLASYONUN NEDENLERİ

Türkiye uzun yıllar boyunca faiz-kur-enflasyon kısır döngüsü içinde kalmış ve bu kısır döngünün sonucu olarak ortaya çıkan yüksek kronik enflasyon makro ekonomik dengeleri olumsuz etkilemiştir. Özellikle 1990'lı yıllarda yüksek kamu kesimi borçlanma gereğinin gittikçe artan bir şekilde iç borçlanma ile finanse edilmesi, sığ yurtiçi sermaye piyasaları üzerinde baskı yaratarak risk priminin yükselmesine ve enflasyonist beklentiye katılmasına neden olmuştur. 1970'li yıllardan örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin kabul edildiği 2002 yılına kadar geçen süre içinde Türkiye ekonomisinin karakteristik bir özelliği haline gelen yüksek ve kronik enflasyon ile mücadelede uygulanan ekonomik programlarında yaşanan istikrarsızlıkların siyasi istikrarsızlıklarla birleşmesi ile zedelenen güven ortamı bütün makro fiyatların geriye doğru endekslenmesine yol açmış, enflasyonla mücadele programlarının başarısız olmasına neden olmuştur.

Ekonominin geçirmiş olduğu makro ekonomik süreçlerin temel karakteristikleri ve izlenen para politikası stratejileri yanında Türkiye'de yaşanan yüksek ve kronik

enflasyonun birbirinden bağımsız faktörler tarafından beslendiği ifade edilmektedir. Bunlar:⁴²⁶

1. Yüksek bütçe açıkları
2. Bütçe açıklarının monetizasyonu
3. Hükümetler tarafından girilen büyük altyapı projeleri(örneğin Güneydoğu Anadolu Projesi(GAP) gibi)
4. Jeopolitik nedenlere bağlı olarak yapılan yüksek askeri harcamalar
5. Genel seçimler öncesinde uygulanan popülist politikaların yol açtığı enflasyonist baskılar ve politik istikrarsızlık
6. İktisadi ajanların enflasyon bekleyişlerindeki katılıkları
7. Döviz kurunda meydana gelen değişimlerin ithal girdi maliyetlerini arttırmasıyla oluşan enflasyonist baskılar
8. Dünya petrol fiyatlarında meydana gelen artışlar
9. Özel kesim tarafından girdi olarak kullanılan ve kamunun tekel olduğu ürünlerde uygulanan fiyat politikaları
10. Sığ finansal piyasalardan yapılan kamu borçlanmalarının yüksek faiz oranlarına neden olarak dışlama etkisi yapması

Türkiye’de yüksek ve kronik enflasyonun yukarıda sayılan nedenlerinin bir çoğu bu dönemde enflasyon problemi ile karşı karşıya kalan diğer gelişmekte olan ülkeler için de geçerli olmaktadır. Bazı nedenler ise daha çok Türkiye’de uygulanan makro ekonomik politikalar ve programlar ile alakalıdır.. Bu bağlamda özellikle 1980’li yıllara kadar uygulanan ‘ithalat ikameci sanayileşme stratejisi’ ve sonrasında bu stratejinin yerine geçen “ihracata dayalı sanayileşme stratejisi” ile kamu açıkları, döviz kurularındaki artışlar ve dalgalanmalar, bekleyişler ve uygulanan istikrar programlarının başarısız olması enflasyon üzerinde etkili olmuştur. Bu etkenlere kısaca değinmekte yarar vardır.

⁴²⁶ Aykut Kibritçioglu, Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation, in. **Inflation and Disinflation in Turkey**, Ashgate, 2002, pp. 43-44

İthal ikameci sanayileşme stratejisi iç talebi karşılamaya dönük bir sanayileşme politikası şeklinde tanımlanmaktadır. İthal ikameci sanayileşmede iç talebi karşılamak ancak devletin yoğun bir şekilde ekonomiye çeşitli şekillerde müdahalesi ile gerçekleştirilebilir. Bu ise esas olarak korumacılık, özendirme ve döviz kurlarına müdahale şeklinde gerçekleşmiştir.

İç talebe yönelik böyle bir üretim anlayışı uluslar arası piyasada rekabet etmeyi teşvik etmekten uzak kalmaktadır. Öte yandan bu anlayışın uzun süre devam ettiği ülkelerde ihracat, sadece basit işlemlerden geçirilmiş sınai mamuller ile tarımsal ürünlere dayalıdır. Bu durum ara malı ve yatırım malları üretimi için gerekli olan dövizin kullanılmasını imkansız kılar. Aşırı değerlenmiş kur politikası ve iç talebe dönük üretimi destekleyici teşvik politikaları, döviz darboğazı sorununa yol açmaktadır. Bu sorun hem maliyet enflasyonuna yol açacak şekilde ithal girdi fiyatlarını yükseltmekte hem de ekonomiyi dışsal fiyat şoklarına karşı daha kırılgan bir hale getirmektedir. Küçük bir dışsal fiyat şoku, iç piyasalardaki fiyat hareketleri ile birleştiğinde ciddi bir fiyat artışına yol açmaktadır.⁴²⁷

Ekonominin liberalleşme sürecine girdiği 1980'li yıllarda ithal ikameci sanayileşme stratejisi terk edilerek, bunun yerine ihracata dayalı sanayileşme stratejisi tercih edilmiş ve bu stratejinin gereği olarak ekonominin rekabet gücü arttırılmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda gerçekleştirilen devalüasyonlar ve yoğun ihracat teşvikleri bazı sektörlerin rekabet gücünü arttırmış ve ihracat miktarında sürekli bir artış yaşanmıştır. Ne var ki, bu gelişmeler daha önceki dönemde yükselişe geçen enflasyon oranlarının daha da artmasına neden olmuştur. Çünkü, ihracat artışı için uygulanan politikaların doğal bir sonucu olarak, ithalata bağlı girdi ve mamul fiyatları yükselirken TCMB bilançosunun değerlendirme hesabı yoluyla para arzı genişlemiştir. TCMB bilançosunun aktifinde yer alan değerlendirme hesabı dış borçların TL ile büyüyen

⁴²⁷ Orhan ve Erdoğan, s.325

karşılıklarının emisyon ile karşılanmasına olanak sağlamıştır. Bir başka deyişle, hem dışarıdan fiyat artışı ithal edilmiş hem de para arzı genişletilmiştir.⁴²⁸

Türkiye ekonomisinde enflasyonu tetikleyen temel faktörlerden biri de kronik kamu açıkları problemidir. Kronik kamu açığı probleminin yaşandığı gelişmekte olan ekonomilerde iç borçlanma ve monetizasyon en sık baş vurulan finansman yöntemleridir. Sağ finansal piyasaların bulunduğu bir ekonomik ortamda kamu açıklarının iç borçlanma ile finanse edilmesi faiz oranlarının yükselmesine, vade yapısının kısılmasına ve enflasyonist beklentilerin süreklilik kazanmasına yol açmakta ve yüksek faiz ile yüksek kamu açıkları arasında bir kısır döngü oluşmaktadır.⁴²⁹ Türkiye ekonomisinde özellikle 1990'lı yıllarda hız kazanan bu süreç enflasyonist beklentilerin kırılmasını zorlaştırmış ve dolayısıyla enflasyon ataletini güçlendirmiştir. Kamu açıklarının merkez bankasından kısa vadeli borç alınarak veya bankaya kamu borçlanma senedi satılarak finanse edildiği monetizasyon yöntemi parasal genişlemeye neden olmakta ve enflasyonist baskılara kaynaklık etmeye devam etmiştir.

Türkiye ekonomisinde 1980'lerden önce kamu açıklarının finansmanı için merkez bankası kaynaklarına yoğun bir şekilde baş vurulmuştur. 1985 yılından itibaren doğrudan monetizasyon yerine iç borçlanma yöntemi tercih edilmeye başlanmış ve devlet tahvili ve hazine bonosu enstrümanları piyasaya ihraç edilmiştir. Söz konusu enstrümanlara yönelik talep miktarını arttırmak için vergi bağışıklığının yanı sıra, yüksek faiz ve kısa vade olanağı da sağlamıştır. Kamu açıklarının bu şekilde yüksek faizli iç borçlanma enstrümanları ile finanse edilmesi özel kesimin bir taraftan fon bulma imkanlarını kısıtlarken diğer taraftan ödünç alma maliyetlerini yükselterek dışlama etkisi (crowding up) yaratmıştır. Buna bağlı olarak daralan üretim ile birlikte fiyat artışları kaçınılmaz olmuştur.

Enflasyonu tetikleyen faktörlerden biri de döviz kurundaki artışlar ve oynaklıklardır. Bu bağlamda özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ithal

⁴²⁸ Orhan ve Erdoğan, s.326

⁴²⁹ Özdemir, s.419

mallarının enflasyon sepeti içindeki ağırlıkları ile ara mallar ve sermaye mallarının ithalat içindeki paylarının yüksek olması döviz kurunun fiyatlar üzerinde hem doğrudan hem de maliyetler yoluyla dolaylı bir şekilde belirleyici bir rol oynamaktadır.

İstikrarsız kurların getirdiği belirsizlik ortamı ile birlikte uzun süre enflasyonla yaşayan ekonomik ajanlar geleceğe yönelik kararlarında bazı endeksleme mekanizmalarını kullanmaktadırlar. Türkiye’de uzun dönem uygulanan ‘yönetimli döviz kuru rejimi’ zaman içinde dolaylı olarak enflasyon beklentilerini etkilemiş ve endeksleme mekanizmalarını güçlendirmiştir. Özellikle 1994 krizinin ardından Türk lirasındaki reel değerlemeyi önlemeye yönelik olarak uygulanan ‘enflasyon oranı kadar kur artış oranı’ politikası endeksleme mekanizmasını iyice kuvvetlendirmiştir. Sonuçta, enflasyon arttıkça enflasyon beklentileri yerleşmekte ve enflasyon kronikleşmektedir. Böyle bir yapıda fiyatlarda katılık oluşmakta ve enflasyon ataleti enflasyonu düşürmede en önemli engellerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.⁴³⁰

Enflasyon dinamiklerini etkileyen temel faktörlerden biri de geçmişe dayalı beklentilerin varlığıdır. Bu anlamda, borç dinamikleri aynı zamanda beklentilerin şekillenmesinde etkili olmuş ve enflasyon dinamiklerini dolaylı olarak etkilemiştir. Borç stokunun artması, borçlanma gereğini arttırırken buna bağlı olarak da borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların da artmasına neden olmuştur. Risk algılamasının artması ile birlikte reel faizler yükselmiş ve bir kısır döngü oluşmuştur. Borçlanmanın sürdürülebilirliğine ilişkin beklentiler; ekonomiyi dış şoklar, politik istikrarsızlık, kur ve faizlerdeki oynamalar gibi olumsuzluklara karşı kırılğan hale getirmiştir. Bu durumda ekonomik birimlerin en ufak bir risk algılaması bile, enflasyonun yükselmesine ve makro dengelerin bozulmasına neden olabilmektedir.⁴³¹

Türkiye’de enflasyonist süreci destekleyen temel unsurlardan biri de uygulanan istikrar programlarının sonunun getirilememesidir. Özellikle 90’lı yıllarda uygulamaya konulan istikrar programları incelendiğinde, kararlı bir şekilde uygulanan programların

⁴³⁰ Süreyya Serdengeçti, 72. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açıs Konusması, **TCMB**, Ankara, 01. 04. 2004, ss. 12-14

ilk dönemlerinde olumlu sonuçlar alınsa da, daha sonra gerekli yapısal reformların yapılmaması programları aynı kararlılıkta sürdürüleceğine dair şüpheleri artırdığı ve böylece programların başarısızlıkla sonuçlandığı görülecektir. Programların kararlılıkla sürdürülememesinin temel nedenlerinden biri de siyasi istikrarsızlıklar ve buna bağlı olarak siyasi otoritelerin kısa vadeli davranma eğilimleri olmuştur.⁴³²

3.2. 1980 SONRASI UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

3.2.1 1980-1990 Döneminde Para Politikası: Ekonomik Liberizasyon

Türkiye ekonomisinde 1970'li yılların sonlarında yaşanan ekonomik sorunlarına çözüm bulmak için ithalat ikamesi stratejisine son vererek bunun yerine dışa açılmayı ve dünya ekonomisi ile bütünleşmeyi hedefleyen ve bu anlamda ihracata dayalı yeni bir sanayileşme stratejisi uygulamak üzere 24 Ocak 1980 İstikrar Programını gündeme getirmiştir. Türkiye ekonomisinde bir değişim ve dönüşümü temsil eden bu program 24 Ocak Kararları olarak da bilinmektedir.

İthal ikameci bir sanayileşme yerine ihracata dayalı sanayileşme stratejisini esas alan 24 Ocak 1980 İstikrar Programı birçok piyasada olduğu gibi para ve döviz piyasalarında da fiyat kontrollerini azaltıcı düzenlemeler içermektedir. 24 Ocak Kararları ile birlikte öncelikle finansal serbestleşme sürecini başlatmak üzere döviz kuru sisteminde esaslı değişikliklere gidilmiştir. 1980 öncesinde idari kararlarla belirlenen döviz kuru, Türk Lirasının aşırı değerlenmesine yol açarak dış ticaret açıklarının artmasına neden olmaktadır. Özellikle dış ticaret açıklarının azaltılmasına yönelik olarak 1 Mayıs 1981 tarihinde hem günlük kur uygulamalarına geçilmiş hem de kur ayarlamaları yetkisi Maliye Bakanlığı'ndan alınarak Merkez Bankası'na devredilmiş ve aynı zamanda sabit kur rejiminden daha esnek kur rejimine geçilmiştir.⁴³³

Fiyatlamının piyasada serbest bir şekilde oluşan koşullara bağlı olarak yapıldığı bir başka alan ise sermaye piyasasıdır. 1980 öncesinde hükümetin kredi-mevduat

⁴³¹ Serdengeçti, 72. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açıs Konusması...s.14

⁴³² Serdengeçti, 72. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açıs Konusması...s.15

faizlerini doğrudan kontrol ederek düşük nominal faiz politikası izlemesi ve bununla birlikte enflasyon oranlarının yüksek olması sonuçta reel faizlerin negatif olmasına neden olmuştur. Konjonktürü izleyen bir kur politikası ile birlikte uygulanacak olan pozitif reel faiz politikasının bir taraftan para talebini yükselterek fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olacağı, diğer taraftan da kaynak dağılımında bozulmaları düzelterek ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı düşüncesi vardır. Faiz oranlarının serbest bırakılmasından bir yıl sonra reel faiz oranları pozitif düzeye çıkmış ve tasarruflar büyük ölçüde banka sistemine yönelmiştir.⁴³⁴

24 Ocak Kararları'nın nominal çapası nominal para arzı olarak belirlenmiş ve nominal para arzının artış oranı düşürülmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda kararların alınmasını takip eden ilk üç yıl boyunca sıkı bir para politikasının uygulandığı ve kamu kesimi finansman ihtiyacının istikrar programında öngörüldüğü şekilde uzatılmasına bağlı olarak rezerv artışı hedeflenen düzeylerde tutulabilmiştir. Bununla birlikte uygulanan yüksek faiz politikası ve Türk lirasının yabancı paralar karşısında reel değer kayıplarına uğraması para talebinin önemli ölçüde artmasına yol açmıştır. Ne var ki, 1983 yılında para politikasının gevşetilmesine bağlı olarak enflasyon hızının gerileme eğilimi tersine dönmüştür.⁴³⁵

1986 yılı, para politikası uygulaması açısından önemli bir dönüm noktasını teşkil etmektedir. 1986 yılı öncesinde para politikası; özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapılarına doğrudan müdahale ederek özel sektörün kredi taleplerini ve devletin borçlanma taleplerini kontrol etmeye yönelik olarak uygulanmıştır. Bununla birlikte kamusal açıkların finanse edilmesinde merkez bankası kaynaklarına sıklıkla başvurulması bir anlamda para politikasını maliye politikasına bağımlı kılarak, para politikasının önemini ikincil dereceye düşürmüştür. 1986'dan itibaren Merkez Bankası para politikası ortamını büyük ölçüde değiştirmiştir. Yapılan en kritik değişiklik, doğrudan para politikası araçlarının yerine dolaylı para politikası araçlarının

⁴³³ Orhan ve Erdoğan, s.355

⁴³⁴ Mehtap Kesriyeli, 1980" li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları**, No. 97/4, Mart 1997, ss. 4-5.

kullanılması olmuştur. Yeni politika, faiz oranı politikasının etkinliğini arttırmak ve geniş para arzı üzerinde dolaylı yoldan denetim sağlamak amacıyla bankacılık sistemindeki Türk lirası rezervlerini kontrol altında tutmaya odaklanmıştır.⁴³⁶

Kamu açıklarının finansmanında merkez bankası kaynaklarını kullanmanın önüne geçmek için ilk olarak Mayıs 1985 tarihinde Hazine ihaleli bono ve tahvil satışı sistemine geçmiştir. Diğer taraftan, bankaların rezerv ihtiyaçlarını ellerinde rezerv fazlası olan bankalardan sağlamasına olanak sağlamak üzere Nisan 1986'da Bankalar Arası Para Piyasası oluşturulmuştur. Böylece bankalar birbirlerini tanımadan karşılıklı borç alış-veriş işlemlerini yürütmeye başlamışlar ve bu piyasada oluşan faizler piyasanın likidite durumu hakkında önemli sinyallerin alınmasına olanak sağlamıştır.⁴³⁷

Bankalar Arası Piyasanın kurulmasının yanında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nin açılması ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın izniyle piyasaya kazandırılan kısa vadeli araçların çeşitlenmiş olması önemli gelişmelerdir. Bununla birlikte 1987 yılının en önemli gelişmesi, Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri uygulamasına başlamasıdır. Açık piyasa işlemleri politikası hem para politikası aracı olarak kullanılmış hem de devlet borçlanma politikasını günün koşullarına göre yürütmek amacıyla iç borçlanma senetlerinin alış ve satışını gerçekleştirmek üzere kullanılmıştır.⁴³⁸

1989 yılında yaşanan önemli gelişmelerden biri dış finansal serbestleşme sürecini hızlandırmak amacıyla sermaye hareketlerinin serbestleşmesidir. 1989 yılında yayımlanan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı karar ile kambiyo sisteminin serbestleşme sürecinde önemli bir aşamaya gelinmiştir. Karar'ın temel amacı Türk lirasının konvertible bir para konumuna getirmektir.⁴³⁹

⁴³⁵ Kesriyeli, s.7

⁴³⁶ TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, Mayıs 2002, s.34

⁴³⁷ Kesriyeli, ss.9-11

⁴³⁸ Orhan ve Erdoğan, s.359

⁴³⁹ Orhan ve Erdoğan, s.362-363

Türkiye'nin 1989'un ikinci yarısında sermaye hareketlerini tam anlamıyla liberize edip bütçe açıklarının monetizasyonuna son vermeyi taahhüt ederek ağırlıklı olarak iç borçlanmaya yönelmesi enflasyonun düşürülmesi ve istikrara kavuşması için yeterli olmamıştır. Zira liberalleşmenin yapıldığı dönemde kamu borçları GSMH'nin %5.6 gibi küçük bir kısmını oluştururken, sonrasında giderek arttığı görülmektedir. Nitekim kamusal borçlar 1994 GSMH'nin %14.4'ünü, 1999'da %41.7'sini oluşturmuştur. Dikkat edilmesi gereken nokta, 1994-1999 yılları arasında kamu borç ödemelerinin önemli bir kısmının yüksek faiz oranlarından kaynaklanmış olmasıdır.⁴⁴⁰

Sonuç olarak, 1989 sonunda sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi, para politikasının uygulandığı ortamı büyük ölçüde değiştirirken ekonomiyi güçlü ve çoğunlukla kısa vadeli sermaye akımlarına maruz bırakmıştır. Böylece, para cephesindeki asıl gelişme para politikasının kademeli ve düzenli bir şekilde etkinliğini yitirmesi ve Merkez Bankası'nın parasal göstergeler üzerindeki kontrolünü kaybetmesi olmuştur.⁴⁴¹

3.2.2 1990-1999 Döneminde Para Politikası: Parasal Hedefleme Stratejisi

Merkez Bankası ilk kez 1986'da, sonrasında 1987 ve 1989 yıllarında da benzer programlar hazırlanmış ancak bu programlar kamuoyuna duyurulmamıştır. Bu programlardan farklı olarak 1990'da hazırlanan parasal program kamuoyuna duyurulduğu için Türkiye'de parasal hedefleme döneminin başlangıç yılı 1990 olarak kabul edilmektedir. 1990'da hazırlanan ve kamuoyuna açıklanan parasal programın temel hedefi banka bilançosunun denetim altına alınmasıdır.⁴⁴²

Merkez Bankasının 1990 yılında ilan ettiği para programı aslında 1990-1994 dönemini kapsayan orta vadeli bir programdır. 1990 yılındaki gerçekleştirmeler hedeflerle nispeten tutarlılık gösterse de, ortaya çıkan iç ve dış gelişmelerin neden olduğu belirsizlik ortamından dolayı programın orta vadeli hedeflerine ilişkin güveni

⁴⁴⁰ Nazim K. Ekinci and Korkut Erturk, Turkish Currency Crisis of 2000-1 Revisited, **CEPA Working Paper** 2004-01, January 13, 2004, p.4

⁴⁴¹ TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**,...s.35

zedelenmiştir. Nitekim Körfez Savaşı'nın meydana getirdiği sorunlardan dolayı 1991 yılında herhangi bir parasal program ilan edilmemiştir.⁴⁴³ Böyle bir ortamda Merkez Bankası parasal bir program ilan etmek yerine, Türk parası ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaç edinmiştir. Böylesi bir belirsizlik ortamında hem Türk lirası hem de döviz mevduatlarında gerçekleşen büyük çekilişler kurları ve faizleri yükseltirken, rezervlerin azalmasına neden olmuştur.. Bu gelişmeler karşısında Merkez Bankası kamu kesimine ve mevduat çekilişleri ile karşı karşıya kalan bankalara geniş kapsamlı finansman desteğinde bulunmak zorunda kalmıştır. Bu yüzden, belirsizlik ortamının negatif etkilerinin yanında, kamusal açıkların denetim altına alınamamış olması da yeni bir para programının açıklanmasını olanaksız kılmıştır.⁴⁴⁴

Yaşanan bu gelişmelerden sonra TCMB orta vadeli amaçlara dayalı yeni bir para programını açıkladı. 1990 programı hedefler doğrultusunda başarılı olurken 1992'de ilan edilen para programı Tablo 3.1'de de görüldüğü gibi başarılı olamamıştır. Bu başarısızlığın altındaki temel nedenin kamu kesimi finansman ihtiyacının oldukça büyük olması ve bu finansmanın merkez bankası kaynaklarından karşılanması olduğu ifade edilmektedir.

Tablo 3.1. TCMB Para Programları (1990-1992)

| | 1990 | | | 1992 | | |
|-------------------------|-----------|------------|-------------|-----------|------------|------------|
| | Hedef (%) | Trilyon TL | Gerçekleşme | Hedef (%) | Trilyon TL | Geçekleşme |
| Bilanço büyüklüğü | 12-22 | 50-60 | 24.1 | 37-47 | 132-142 | 85 |
| Toplam iç yükümlülükler | 15-25 | 32.5-35,5 | 21,6 | 38-48 | 79-85 | 101 |
| Toplam İç varlıklar | 6-16 | 33-36 | 11.9 | 27-39 | 73-80 | 75 |
| Merkez Bankası Parası | 35-48 | 25-27.5 | 26.6 | 40-50 | 60-104 | 100 |

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor(1990 ve 1992)

Kamu açıklarının denetim altına alınamaması ve buna bağlı olarak parasal büyüklüklerin kontrolünün zorlaşması nedeni ile Merkez Bankası 1993 yılında parasal bir program açıklamamıştır.

⁴⁴² Orhan ve Erdoğan, s.364

Sermaye hareketlerinde yaşanan serbestleşmenin ardında büyüyen mali dengesizlikler, döviz kurunun değerlenmesi ve ticaret bankalarının yoğun bir şekilde kısa dönem borçlanmalar yapması kriz öncesinde zayıf bir ekonomik alt yapıyı hazırlamıştır.⁴⁴⁵ 1993 yılında para piyasasında yaşanan önemli uygulamalardan biri yılın ikinci yarısından sonra Hazine ve KİT'lerin Merkez Bankası'na olan borçlarının silinmesi ve Hazine'nin kullandığı krediler karşılığında Merkez Bankası'na bono vermemeye başlamasıdır. Böylece faizleri düşürmek ve vadeyi uzatmak için hükümet iç piyasadan borçlanmayı reddettiğinden dış kaynak kısıtı nedeni ile kamu kesimi borçlanma gereği (KKBG) çoğunlukla Merkez Bankası kaynaklarından (monetizasyon) karşılanmıştır. Bu olgu Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri aracılığıyla hazine bonusu vererek piyasadan nakit çekme gücünü ortadan kaldırmış ve 1994 krizinin temel nedenlerinden biri olmuştur.⁴⁴⁶

Bir yandan yurt içi kaynakların yetersizliği oluşu, öte yandan Merkez Bankası avansına dayalı finansmanın yarattığı enflasyon beklentisinin kurlar üzerindeki baskısını hafifletmek için yurtdışı borçlanmaya ağırlı verilmiştir. Sağlanan dış kaynak kullanımı ile faiz oranları düşük düzeyde tutulurken, TL yabancı paralar karşısında reel anlamda değer kazanmıştır. Ne var ki, artan dış kaynaklar toplam talep artışını besleyerek cari işlemler açığının hızlı bir şekilde büyümesine neden olmuştur. Böylece iç dengelerdeki bozulma dış dengelere de sıçrayarak kriz sürecinin hızlanmasına neden olmuştur.⁴⁴⁷ Bu bağlamda Celasun (1998), kamu kesimi borçlanma gereğinin (KKBG) arttığı, para ikamesi ve enflasyonist beklentişlerin yüksek olduğu ve finansmanın ağırlıklı olarak yurt içi kredi genişlemesi üzerine gerçekleştirildiği bir dönemde faiz oranlarının düşük tutulması yönünde bir müdahalenin ve hazine bonusu ihalelerinin iptal edilmesinin yanlış bir politika yaklaşımı olduğunu ifade etmektedir.⁴⁴⁸ Benzer şekilde Özatay (1999), 1993 yılının sonlarından itibaren iç borçlanma ihalelerinin iptal edilerek kamu

⁴⁴³ Orhan ve Erdoğan, s.368

⁴⁴⁴ Kesriyeli, s.23

⁴⁴⁵ Oya Celasun, The 1994 Currency Crisis in Turkey, **Policy Research Working Paper 1913**, April 1998, p.20

⁴⁴⁶ Yakup Kepenek ve Nurhan YENTÜRK, **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, 2001, s.235

⁴⁴⁷ TUSİAD, **1995 Yılına Girerken Türk Ekonomisi**, Yayın No: TUSİAD-T/95, Ocak 1995, s.50

açıklarının Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilmesinin DİBS'ne olan talebi düşürmesi ve böylece artan likiditeyle dış dengenin bozulması, kurun değerli tutulması ve devalüasyon beklentileri nedeniyle dövize yönelmesini 1994 krizini hazırlayan temel bir politika hatası olduğunu ileri sürmektedir.⁴⁴⁹

1994 yılı başlarında ekonominin bir kriz eşiğine gelmesi, kalıcı önlemler içeren ve bozulan dengeleri kısa süre içinde tekrar düzelterek bir istikrar programını gerekli kılmıştır. Bu amaçla hazırlanan 5 Nisan İstikrar Paketi kısa vadede %120 seviyesine ulaşan enflasyonu makul seviyelere düşürüp, mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vadede ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve cari açık sorunlarına kalıcı ve köklü çözümler getirmek suretiyle uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sağlamayı amaçlamıştır.⁴⁵⁰

1994 krizi kamu borçlarının finansmanı ile ilgili bir yasal düzenlemenin de artık kaçınılmaz olduğunu ortaya koymuştur. Bu anlamda uzun dönemli bir yaklaşımla, parasal genişlemenin disiplin altına alınmasına yönelik olarak, Merkez Bankası 1 Ocak 1995'ten geçerli olmak üzere 21.4.1994 tarihinde yaptığı bir yasal değişiklikle Hazine'ye verilecek olan kısa vadeli avanslara belli sınırlamalar getirerek yeniden düzenlemiştir. Buna göre banka her yıl cari bütçe ödenekleri toplamının bir önceki mali yıl bütçe ödenekleri tutarının %12'sini geçmemek üzere Hazine'ye kısa vadeli bir avans hesabı açabilmektedir. 1994 yılında %15 olan bu oran 1995 yılı için %12, 1996 yılı için %10, 1997 yılı için %6, 1998 yılı ve izleyen yıllar için %3' olacak şekilde saptanmıştır.⁴⁵¹

1998 yılına gelinceye kadar uygulanan para programları kamuoyuna açıklanmamıştır. 1998 yılına girerken önemli iki ayırt edici özelliğin dikkat çektiği görülmektedir. Bunlardan biri 1992 para programından sonra Merkez Bankası'nın

⁴⁴⁸ Celasun, s.23

⁴⁴⁹ Fatih Özatay, The 1994 Currency Crisis in Turkey, **Yapı Kredi Discussion Paper Series** No. 99-01, January 1999, p. 26

⁴⁵⁰ TCMB; 'Enflasyon ve Fiyat İatıkrarı', 2013, (<http://www.tcmb.gov.tr>), (erişim:10.10.2014), s.15

⁴⁵¹ TUSİAD, 1995 Yılına Girerken Türk Ekonomisi'...s.53

yeniden para programını kamuoyuna ilan etmesi, diğeri ise bu yılın ortalarına doğru 1995 yılından beri devam eden hızlı büyüme sürecinin yaşana Rusya Krizi ve Güneydoğu Asya krizi nedeniyle ortadan kalkmış olmasıdır.⁴⁵²

1999 yılında uygulanan para politikası da 1998 yılında olduğu gibi enflasyonun kontrol altına alınması ve mali piyasalarda istikrarı sağlama hedefleri doğrultusunda belirlenmiştir. Bu yıldaki para politikasının ayırt edici özelliği Rusya krizi, seçim ortamı gibi yıl içinde belirsizlikler yaratan durumlara göre yön değiştirmesidir. Ekonomideki belirsizliklerin azaltılması için enflasyonun kontrol altında tutulmasına öncelik verilerek kur politikası bu amaca katkıda bulunacak şekilde belirlenmiştir. Sonuçta 1999 yılında TÜFE enflasyon oranı %69.7'den %68.8'e düşerek yüksek ama istikrarlı durumunu devam ettirmiştir.⁴⁵³

Sonuç olarak Türkiye ekonomisi 1990'lı yılların başından itibaren sıklaşan aralıklarla ekonomik krizlerle karşı karşıya kaldığı görülmektedir. Yaşanan bu krizlerde dışsal etkenlerin de rolü olmakla beraber krizlerin temel nedenleri sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşması ve başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıksız yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulmamış olmasıdır. Zira kamu kesimi net borç stokunun GSMH'Ya oranı 1990 yılında %29 iken, bu oran 1999 yılı sonunda %61'e ulaşmıştır. Net iç borç stoku ise 1990 yılında GSMH'ya oranı %6 iken 1999 yılında kamu bankalarının görev zararları ile birlikte oransal olarak yedi kat artarak GSMH'ya oranı %42 olmuştur.⁴⁵⁴

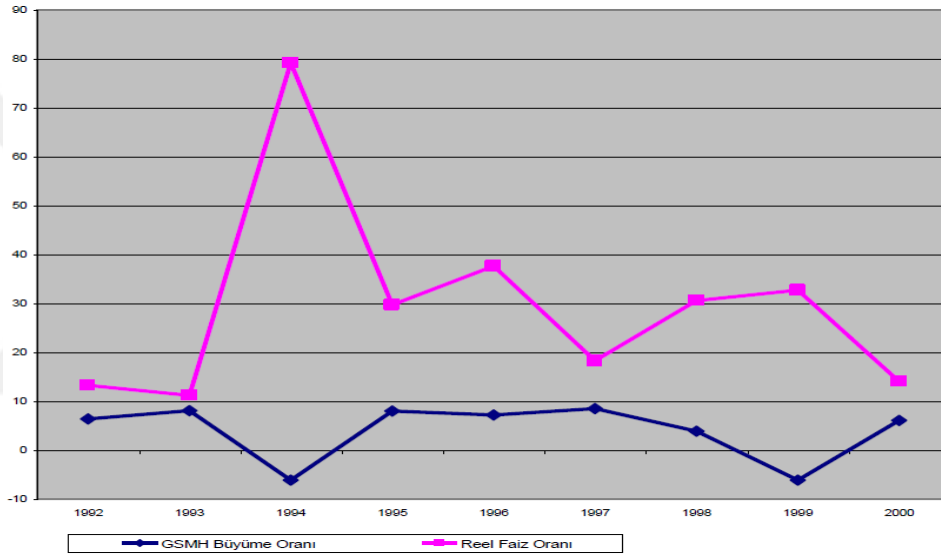
Borç stokundaki bu artış, 1990'lı yılların ilk yarısında yüksek faiz dışı kamu açıklarından kaynaklanırken, ikinci yarısında ise yüksek reel faizlerin etkisi daha belirgin hale gelmiştir. Nitekim 1994 yılında sonra, yüksek değişken enflasyon

⁴⁵²TCMB, 1998 Yıllık Raporu Ankara, 1999, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor> , (erişim: 10.12.2014), s.30

⁴⁵³TCMB,1999YıllıkRaporu,Ankara,2000,<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor> (Erişim:11.11.2014),ss34-35

⁴⁵⁴TCMB, Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9d16883c-c298-4863-8992-e6054973ce6b/program.pdf?MOD=AJPERES>, (erişim:11.11.2014)

ortamının risk primini artırması ve kamu kesiminin net dış borç ödeyicisi durumunda olması, yeteri kadar derinleşmemiş yurtiçi mali piyasalar üzerinde baskı oluşturarak reel faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Yüksek reel faizler kamu kesiminin borçlanma ihtiyacını daha da artırarak ekonomiyi borç-faiz kısır döngüsüne sürüklemiştir. Ayrıca faiz oranlarının yüksek olduğu yıllarda GSMH büyüme hızının düştüğü ve böylece yüksek reel faizlerle büyüme arasında negatif bir ilişkinin açık bir şekilde ortaya çıktığı görülmektedir (Şekil 3.1)



Şekil 3.1: İç Borçlanma Reel Faiz Oranı ve GSMH Büyüme Hızı(%)
Kaynak: TCMB

3.2.3 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Döviz Kuru Hedeflemesi

1999 istikrar programı yürürlüğe girmeden önce Türkiye ekonomisi şiddetli bir daralmaya maruz kalmış ve bankacılık sisteminde ciddi problemler oluşmuştu. Bununla birlikte ödemeler dengesinin daha sürdürülebilir olduğu dışsal dengenin görece olarak daha sağlıklı bir temelde olduğu söylenebilir. Bunun tersine yurtiçi dengesizliklerin oldukça büyük boyutlara vardığı görülmektedir. Kamusal borçlar 90'lı yıllar boyunca hızlı bir şekilde büyüyerek 1999'un sonunda GSMH'nin %60'ını aşacak seviyeye gelmiş ve bunun üçte ikisini (%40.9) iç borçlar oluşturmuştur. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği GSMH'nin %24'ünü aşarken, söz konusu oranın %22'sini faiz ödemeleri, %2'sini ise

temel bütçe açığı oluşturmuştur. Faiz oranlarının enflasyon oranından %30 daha fazla olmasından dolayı, enflasyon oranları ve böylece nominal ve reel faiz oranlarını düşürmeden mali sürdürülebilirliği güven altına alınması oldukça zor olacaktı.⁴⁵⁵

Yukarda belirtilen makro ekonomik koşullar altında 1999 yılının Haziran ayında, IMF ile yürütülen görüşmeler sonucunda Yakın İzleme Anlaşması'nın stand-by anlaşmasına çevrilmesi kararlaştırılmış ve 2000-2002 arasında yürütülecek ekonomi politikalarının kapsamı belirlenmiştir. Üç yıllık bir zaman sürecini kapsayan enflasyonu düşürme programı, maliye politikasının yanı sıra, gelirler politikası, kur ve para politikası ile birlikte yapısal reformları da kapsamaktadır.

İstikrar programı, önceden açıklanmış kur çapası rejimine dayandırılmıştır. Merkez Bankası döviz oranları hedefleri, (1 dolar +0.77 euro)'dan oluşan dolar ağırlıklı bir sepete bağlı olarak saptamıştır. Sepetin Lira cinsinden değerinin 2000 yılında her ay giderek azalan oranlarda olmak üzere toplam %20 artması hedeflenmiştir. Temmuz 2001 tarihinde de önceden açıklanmış kur çapası sisteminden çıkılarak bir bant içinde kalmak üzere daha esnek bir kur sistemine geçilmesine karar verilmiştir. Program iç varlıklara dayalı para basılmasını yasaklayan, tersine para tabanının sadece net dış varlık kalemindeki değişim karşılığı olmasını hedefleyen, bir tür para kurulu benzeri bir politika çerçevesi ile faiz giderleri dışında bütçe fazlası gibi hedefleri de getirmektedir.⁴⁵⁶

1999'un sonlarında IMF ile imzalayarak yürürlüğe geçen standby anlaşmasının temel sütununu Özatay and Sak (2003) önceden duyurulmuş döviz kuru rejimi olduğunu ifade etmektedirler. Bu dönemde uygulanacak olan döviz kurunun temel ayırt edici özelliği hem çıkış stratejisi hem de stratejiden çıkış tarihinin programın başından itibaren açık bir şekilde biliniyor olmasıdır. Anlaşma imzalanırken döviz kurunun on sekiz ay

⁴⁵⁵ Yılmaz Akyüz and Korkut Boratav, The Making of The Turkish Financial Crisis, **UNCTAD Discussion Papers** No.158, April 2002, pp.10-11

⁴⁵⁶ UNCTAD, 'İstikrar Politikaları ve Türkiye', 2001, <http://www.bbc.co.uk/turkish/unctad.shtml>, (Erişim:15.11.2014)

sonra giderek genişleyen bir band şeklinde dalgalanmaya bırakılacağı açıkça ilan edilmiştir.⁴⁵⁷

3.2.3.1. Kasım 2000 Krizi

Döviz kuruna dayalı programın uygulandığı 2000 yılında programda öngörülen enflasyon hedeflerine ulaşılamamakla birlikte enflasyonla mücadelede önemli bir aşama kaydedilmiş ve enflasyon son 14 yılın en düşük seviyesine gerilediği görülmektedir. Kur riskinin azalması ve ekonomik birimlerin öngörülerinin artması sonucunda 2000 yılında faiz oranları hızlı bir şekilde düşmüştür. Faizlerdeki bu düşüş 1990 yılındaki hızlı daralmanın ardından, ertelenmiş tüketim ve yatırım harcamalarının gerçekleştirilmesini ve kredi talebini arttırarak ekonominin tekrar büyüme sürecine girmesi sağlamıştır. Kamu harcamalarının kontrol edilmesi ek vergi düzenlemelerinde gözlenen artış sonucunda faiz dışı kamu dengesinde önemli ölçüde iyileşme sağlanmıştır. Böylece Hazine'nin iç borçlanma maliyeti azalmış ve iç borç stokundaki artış kontrol altına alınmıştır.⁴⁵⁸

Döviz kuruna dayalı istikrar programının ilk on bir aydaki bu görelî başarısına rağmen, enflasyonun kur artışına göre daha yüksek olması Türk lirasının reel olarak değer kazanmasına neden olmuştur. Türk lirasının reel olarak değer kazanmış olması hem bir fiyat (ikame) etkisi hem de gelir etkisine neden olmuştur. Türk lirasının reel değerlenmesi ile oluşan gelir etkisi Türk lirası gelirin'in ithal edilen malları satın alma gücünün artırmıştır. Türk lirasındaki bu tür bir reel değer artışı bir anlamda talep artışına neden olmuş ve böylece ithalata dayalı bir büyüme gerçekleşmiştir.⁴⁵⁹

Türk lirasındaki reel değerlenme, yurtiçi talepteki artış, uluslar arası petrol fiyatlarındaki yükselme ve Euro'nun değer kaybı ile birlikte cari işlemler dengesini

⁴⁵⁷ Fatih Özatay and Güven Sak, 'Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis', **CBRT Discussion Paper**, 2003, p.4

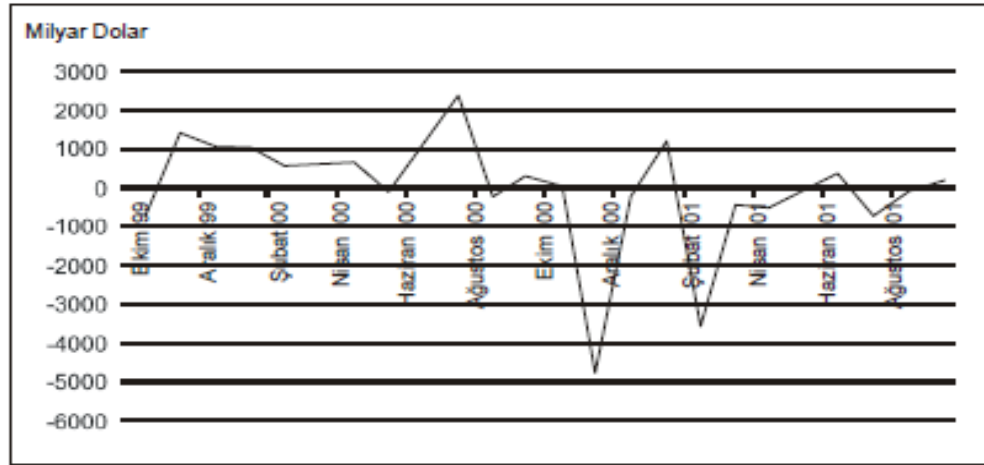
⁴⁵⁸TCMB, '**Para Politikası Raporu**', Kasım 2001, (<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor>), (Erişim:19.11.2014), s.1

⁴⁵⁹ Ercan Uygur, "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Subat Krizleri", **TEK Tartışma Metni**, No.2001/1, Nisan 2001, s.13

olumsuz yönde etkilemiştir. Cari açığın giderek büyümesi ve özelleştirme ile yapısal reformların gecikmesi sermaye akımları üzerinde ters etkiler yaparak Ağustos 2000’de kısa vadeli faiz oranlarında artışa neden olmuştur. Bununla birlikte, uluslar arası yatırımcıların beklentilerini olumsuz yönde etkileyen ikinci bir gelişme, gittikçe kötüleşen cari işlemler dengesine rağmen hükümetin ek önlemler almakta isteksiz davranması sonucu IMF’nin üçüncü kredi dilimini serbest bırakmayı ertelemesi olmuştur. Faiz oranlarındaki artış, portföylerinde çok sayıda devlet borçlanma senedi bulunduran ve bu kağıtları daha kısa vadeli kaynaklarla finanse eden bazı bankaların mali yapılarını kötüleştirmiştir. Bu durum finansal piyasalara olan güveni azaltarak programın sürdürülebilirliğini tehlikeye sokmuştur. Yabancı sermayedeki hızlı kaçış ile birlikte yabancı fonlara bağımlı olan bankalar için ciddi likidite sorunları doğmuştur. Sermaye kaçışı ile birlikte azalan Merkez Bankası rezervleri faiz oranlarında ani artışlara neden olmuş ve böylece elinde devlet tahvili bulunan bankaların durumu daha da kötüleşmiştir. Kasım ayında mali sistemde yaşanan bu kriz sırasında ortaya çıkan yoğun likidite ihtiyacı Merkez Bankası’nın piyasayı fonlaması ile karşılanmaya çalışıldığı için Net İç Varlıklar (NİV) kalemi için öngörülen hedefler aşılmıştır.⁴⁶⁰

Sağlamış olduğu birçok kazanıma rağmen program Kasım 2000’de bir ‘likidite krizi’ sonucunda çökmüştür. Yarı para kurulu düzenlemesi şartları altında bir likidite krizi sermaye girişlerinin tersine dönmesi anlamına gelmektedir. 1999’un üçüncü çeyreğinden krizin patlak verdiği kasım ayına kadar net sermaye girişi 8 milyar dolar iken Kasım ayı içerisinde net sermaye çıkışı yaklaşık 5 milyar dolar olmuştur (Şekil 3.2). Bununla birlikte Şekil 3.2’den de görüleceği üzere portföy yatırımları yaz aylarında düşmeye başlamış ve ekim ayında negatife dönmüştür.

⁴⁶⁰ TCMB, *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*...ss.51-52



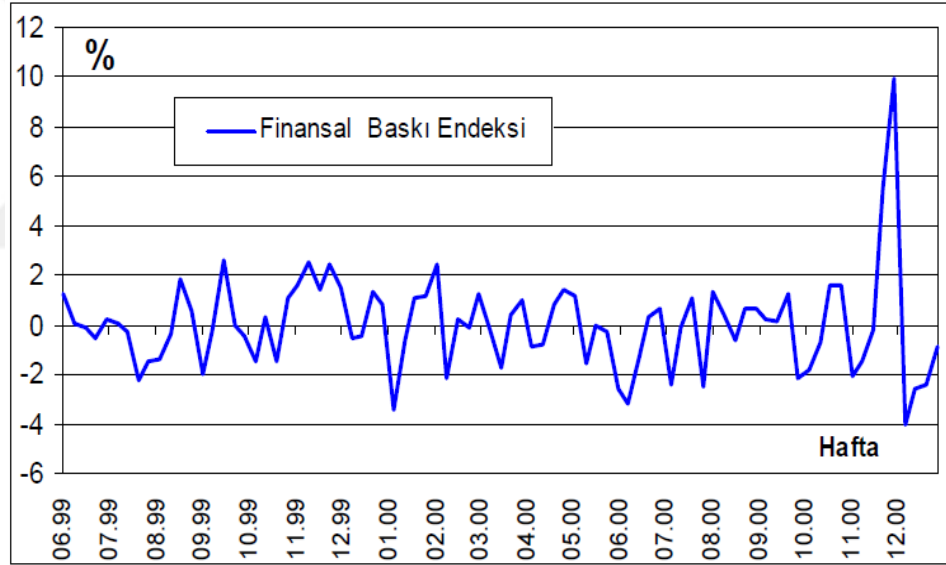
Şekil 3.2. Portföy Yatırımları

Kaynak : Ekinci and Ertürk, p.11

Yaşanan bu gelişmelerden ayrı olarak program, arbitraj için gelen kısa dönemli sermaye girişi temelinde döviz kuruna dayalı istikrar programlarının bilinen sorunları ile karşılaşmıştır. Güvenin sarsılması ile birlikte, yabancı kredi kurumları yerel bankalarla olan sözleşmelerini yenilemeyi reddetmişlerdir. Bu koşullar altında bankalar yılsonu döviz pozisyonlarını karşılamak için Türk lirası satmak zorunda kalmışlardır. Türk lirasından çıkış döviz rezervlerini kurutarak dış kaynak kullanan bankalarda sıkışıklıklar yaratmış ve böylece likidite kıtlığı ile birlikte faiz oranlarında önemli artışlar olmuştur. Bankalar arası piyasalardan aldıkları borçlarla oluşturulmuş büyük hazine bonusu portföyü taşıyan bankalar büyük zararlara uğradılar. Bankalar bir taraftan bankalar arası piyasasındaki fonlar için teklif verirken, diğer taraftan portföylerindeki hükümet kağıtlarını hızla ve büyük hacimlerde boşaltmaya başladılar. Buna bağlı olarak hisse senetleri hızla düşmüş, faiz oranları üç haneli oranlara yükselmiştir. Böylece, Merkez Bankası para kurulu rejimlerinde güvenin kaybolmasıyla ortaya çıkan klasik ikili seçenek sorunuyla karşı karşıya kalmıştır. Ya daha derin bir mali krizi göze alarak parasal düzeni ve sonuçta döviz çapasını savunacak, ya da ‘son borç veren mercii’ olarak devreye girecek ve net iç varlık hedeflerini aşan büyüklüklerde likiditeyi piyasaya enjekte ederek mali sistemi kurtarmaya çalışacaktır. Bir süre sonra Merkez Bankası ikinci yolu tercih edip sorunlu bankalara likidite sunmaya başlasa da, Türk lirasından kaçış

hızlandığı için bu girişim döviz rezervlerindeki erimeyi hızlandırmaktan başka bir işe yaramamıştır.⁴⁶¹

Döviz rezervlerindeki hızlı erime ve gecelik TL faizinin giderek yükselmesi ve aralık ayında %873 seviyesine yükselmesi, piyasalardaki baskının ve gerginliğinin derecesini yansıtmaktadır. Şekil 3.3'te görüleceği üzere Türkiye'de 2000 Kasım ayında döviz kuru değişmemiş olmasına rağmen faizdeki artış ile döviz rezervindeki erime 1999 Haziran – 2000 Aralık dönemindeki haftalık verilerle hesaplanan finansal baskı endeksini(FBE) sıçratmıştır. Buna göre 2000 Kasım ayında yaşanan türbülans tartışmasız finansal kriz olarak kabul edilmektedir.⁴⁶²



Şekil 3.3 1999 Haziran- 2000 Aralık Döneminde Haftalık Verilere Göre Finansal Baskı Endeksi (FBE)

Not: FBE'nin ortalaması μ sıfır, standart sapma σ ise 1.94'tür. 2000 Kasım ayının son iki haftasında FBE 5.40 ve 9.93 değerlerini almış ve kriz için konulan $FBE \geq \mu + 1.5\sigma$ eşliğini aşmıştır.

Kaynak: Ercan Uygur, s.9

⁴⁶¹ Akyüz and Boratav, pp.18-19

3.2.3.2 Şubat 2001 Krizi

TCMB 2000 Kasım ayında dövizde hedef alan yoğun spekülasyon saldırısını (a) çok yüksek faiz ile, (b) önemli döviz kayıpları ile ve (c) 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiştir. Verilen IMF kredisi vadesi oldukça kısa, maliyeti de yüksek olmuştur. Böylece TCMB ilan edilen döviz kuru çizelgesini çok yüksek bir maliyetle savunabilmiştir. Diğer taraftan, Merkez Bankası'nın daha sonra olabilecek bir saldırıya karşı savunma gücü büyük ölçüde azalmıştır.⁴⁶³

Nitekim Kasım krizinden sonra alınan önlemlere bağlı olarak Merkez Bankası bilançosunda Kasım ayı sonrasında artan risk priminin etkisiyle birincil ve ikincil piyasalarda faiz oranları yüksek seviyesini korumuştur. Sermaye girişlerinde nispi bir canlanma gözlenmesine karşın, Kasım ayındaki krizin başta kamu bankaları olmak üzere bankacılık sisteminin mali yapısında oluşturduğu hasar sistemin kırılabilirliğini artırmıştır. Bu dönemde gerek yurt dışından gerek yurt içinden sağlanan fonların vadelerinin de giderek kısalması ve faiz oranlarının yükselmesi kamu borçlarının sürdürülebilirliği konusunda şüpheleri artırmıştır.

Kamu borcundaki artış, yüksek enflasyon oranları ve Türk lirasının döviz kuru sepetindeki artışa göre oldukça yüksek kalması, mevcut kur rejiminin sürdürülebilirliği konusundaki kuşkuların artmasına neden olmuştur. Şubat ayının ikinci yarısında koalisyon hükümetinde çıkan bir anlaşmazlık piyasadaki güveni tamamen sarsmıştır. 19 Şubat tarihinde gerçekleşen bir gün valörlü 7.6 milyar dolarlık döviz talebinin gerçekleşmesini engellemek için Merkez Bankası likiditeyi kısmış, bu durum aşırı günlük likidite ihtiyacı içinde olan kamu bankaları nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur. Bu belirsizlik ortamında Hazine ihalesi vadesinin 1 ay olarak kısıtlanması ve gecelik faiz oranlarının % 5000 oranına çıkarılmasına rağmen sermaye kaçışları kontrol altına alınmamış ve likidite bütünü erimştir. Türk lirasına yönelik bu atak para politikasının kontrolü tamamen kaybetmesine ve uluslararası

⁴⁶² Ercan Uygur, ss.7-9

⁴⁶³ Uygur, s.8

rezervlerin hızlı bir şekilde tükenmesi neden olmuştur. Bunun üzerine IMF'nin desteğiyle hükümet döviz kuru çapasını 22 Şubat'ta terk etmek zorunda kalmış ve kuru dalgalanmaya bırakmıştır. Bir gün sonrasında Türk lirası dolar karşısında üçte-bir değer kaybederek, ABD dolar kuru 680 bin Türk lirasından 960 bin Türk lirasına yükselmiştir.

Şubat krizi tam atlatılmayan Kasım krizinin bir devamı niteliğindedir. Devlet yönetimindeki bir anlaşmazlık, zaten baskı altında tutulan krizi su yüzüne çıkarmış, faiz ve kurların yükselmesinde tetikleyici bir rol oynamıştır. Özü itibariyle aynı karakterleri taşıyan iki krizde önemli bir ayrıntı Şubat krizinin şiddetini göstermesi açısından önemlidir. Zira Kasım krizinde dövize saldırı sadece yabancılarla sınırlı kalırken, Şubat krizinde yerlilerin de, özellikle bankaların dövize saldırdığı görülmektedir.

1990'larda yaşanan gelişmeler bağlamında ortaya çıkan görüşlerin şu noktalarda birleştiği görülmektedir. Öncelikle döviz kurunu çapa yapan programlar, para kurulu benzeri bir düzenleme ile desteklense de genel olarak başarısız olmuşlardır. Diğer taraftan sorunlu bir bankacılık kesimi ve yüksek açıklarla üzerinde politika yapılan bir kamu kesimi olan ülkelerde bu tür programların kısa sürede kriz ile bitme olasılığı son derece yüksek olmuştur. Türkiye'de uygulanan kura dayalı istikrar programının da diğer ülkelerdeki uygulamalara benzer sonuçlar verdiği görülmektedir.⁴⁶⁴

Gelişmekte olan ülkelerde son dönemdeki finansal krizler öncesinde göze çarpan önemli gelişmelerden biri çoğu borçlanma şeklinde olmak üzere özel yabancı fon girişindeki hızlı artıştır. Türkiye'de de 2000 yılındaki hızlı dış kaynak girişinin hemen hemen tamamı borçlanma şeklinde olduğu görülmektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin hızla borçlanması genellikle finansal serbestleşme programı sonrasında veya nominal döviz kurunun belli bir kurala, bir çizelgeye göre belirlenmesinden sonra olmaktadır. Yabancı para girişi Türkiye'de olduğu gibi sterilize edilmemişse, parasal genişlemeye, talep artışına, enflasyon ataletine, yerli paranın reel değer kazanmasına ve ithal talebinde tırmanışa neden olabilmektedir. Yabancı kaynak girişinin veya dış borçlanmanın sürdürülmesi uygulanan kur veya serbestleşme programının

⁴⁶⁴ Uygur, s.24

sürdürülebilirliğine bağlıdır. Bu konuda şüpheler çıktığında artık kriz ortamına girilmiş demektir. Böyle bir ortamda herhangi bir kıvılcım krizin patlak vermesi için yeterli olabilir. Bu bağlamda Türkiye'nin Ağustos 2000'den sonra giderek büyüyen cari açık, dış borçlanmanın daha fazla sürdürülemeyeceği ve bu anlamda bir kriz ortamına girildiği ifade edilmektedir. Dolayısıyla Türkiye'nin yaşamış olduğu 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri tam anlamıyla birer döviz krizi olarak ifade edilmeli ve diğer gelişmekte olan ülkelerde yaşanan döviz krizi deneyimlerinden ayrı düşünülmemelidir.⁴⁶⁵

3.3 GÜÇLÜ EKONOMİYE GEÇİŞ PROGRAMI VE ÖRTÜK ENFLASYON HEDEFLEMESİ (2002-2006)

Merkez Bankası kurların dalgalanmaya bırakılmasının ardından ödemeler sistemine işlerlik kazandırmak amacıyla piyasaların TL ihtiyacını karşılamaya başladıktan kısa bir süre sonra kısa vadeli faiz oranları %80'ler civarına inmiştir. Ancak Kasım ve Şubat krizleri bankacılık sektörünün de içinde bulunduğu sorunları daha da ağırlaştırmış ve yeni sorunların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bankacılık sektörü Kasım krizi sonrasında faiz riski, Şubat krizi sonrasında ise hem faiz hem de kur riski sonucu önemli kayıplarla karşı karşıya kalmıştır.

Yaşanan bu gelişmeler karşısında Merkez Bankası, kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve eşanlı olarak bu duruma bir daha geri dönülmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapının oluşturulması amacıyla⁴⁶⁶ hazırlamış olduğu 'Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nı 15 Mayıs 2001'de kamuoyuna duyurmuştur. Bu çerçevede, 22 Şubat'ta fiilen dalgalı kura geçmekle birlikte, döviz kuru rejimini değiştirerek, sabit döviz kur uygulamasından dalgalı kur rejimine geçişi resmen kabul etmiştir. Böylece döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasına son verilmiştir. Bu amaçla Türk lirasının değerindeki hızlı düşüşün enflasyonist etkilerini sınırlandırmak için para

⁴⁶⁵ Uygur, s.18

politikasının daha aktif olarak kullanılması benimsenmiştir. Bu çerçevede Net İç Varlıklar için tavan, Net Uluslar arası Rezerv Değişimi için taban değerler getirilmiş ve bunlar performans kriteri olarak belirlenmiştir. Diğer bir deyişle ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve beklentileri şekillendirmek amacıyla Merkez Bankası bilanço kalemi olan para tabanının artışı hedef değişken olarak belirlenmiş ve programın nominal çapası olmuştur. Döviz kuru çapasının ortadan kalkması nedeniyle, parasal taban ara hedef ve nominal çapa olarak belirlenmesi, ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin oluşturulmasında bir kriter olması amaçlanmıştır. Kriz ortamı ve finansal piyasalardaki hızlı değişimler para talebi ve para tabanı tahminleri konusunda belirsizlikler oluşturması nedeniyle, programın nominal çapası olarak belirlenen para tabanına gösterge niteliğinde dönemsel tavanlar getirilmiştir. Devalüasyonun enflasyonist etkilerinin sınırlandırılacağına işareti olarak, 2001 yılında para tabanının öngörülen enflasyon ve büyüme oranı çerçevesinde artırılması ve kısa vadeli faizlerin enflasyonist baskıları gidermek için aktif olarak kullanılması benimsenmiştir. Merkez Bankası'nın araç bağımsızlığına kavuşması ve önkoşulların oluşması ile birlikte enflasyon hedeflemesine yönelik para politikasına başlanacağı kamuoyuna duyurulmuştur.⁴⁶⁷ Bu bağlamda, Merkez Bankasının tam donanımlı veya açık enflasyon hedeflemesine geçmeden önce enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için gerekli olan ön koşulların sağlanması amacıyla 'örtük enflasyon hedeflemesi' rejiminin uygulanacağı ifade edilmiştir.

Merkez Bankası çevreleri, Türkiye ekonomisinin istikrarlı bir ortama kavuşması için sabit veya sık sık müdahale edilen kur rejiminin terk edilip dalgalı kur rejimine geçişin iki önemli nedeni olduğu ifade etmektedirler. Birincisi, Merkez Bankası tarafından 2000 yılında uygulanan bu tür bir kur rejiminin art arda yaşanan Kasım ve Şubat krizleri sonucunda çökmüş olmasıdır. Başarısız olan bir rejimin yerine kısa sürede aynısını veya benzerini koymaya çalışmak, bu rejimlerin 'inandırıcılık, kredibilite' gibi unsurlara temelden bağlı oldukları dikkate alındığında gerçekçilikten uzak bir yaklaşım olacaktır. Bunun yanı sıra son yıllarda birçok ülke özellikle yaşamış oldukları finansal

⁴⁶⁶TCMB, Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)...

krizler sonucunda döviz kuru hedeflemesini terk ederek dalgalı kur rejimine geçmişlerdir. Sabit döviz kuru rejiminin terk edilmesinin ikinci ve esas nedeni bu tür bir rejimin temelde dolarizasyondan kaynaklanan olumsuz şartlardan dolayı Türkiye ekonomisi için yararlı görülmemesidir. Bu anlamda uzun süredir bozulan ekonomik temeller, ekonomik birimleri döviz cinsinden işlemlere yöneltmiş ve dolayısıyla ekonomik kararlar alınırken döviz kuru önemli bir değişken olmuştur. Bu durum özellikle bankaların bilançolarında bozulmalara neden olmuş ve para eşleşmezliği sorununu yaratmıştır. Dolayısıyla krizler karşısında çok hassas olan bu yapının sürdürülmesi oldukça zordur. Bu yapıyı değiştirmenin önkoşulu döviz kurunu suni ve sürdürülemez yollarla 'öngörülebilir' kılmak değil, ancak iktisadi temelleri düzeltmek ve yapısal reformlar yapmak olduğu ifade edilmektedir.⁴⁶⁸

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı çerçevesinde açıklanan strateji ile, kamu maliyesi, gelirler politikası, özelleştirme, yapısal reformlar ve bankacılık alanında yapılacak düzenlemelerin genel çerçevesi belirlenmiştir. Konjonktürel politikalardan çok yapısal yenilenme ve düzenlemelere ağırlık verilen programda, öncelikle bankacılık sektörüne ilişkin tedbirler alınarak finansal piyasalardaki belirsizliğin azaltılması, buna bağlı olarak faiz oranları ve döviz kurlarında istikrarın sağlanması, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi, makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanılması ve sürdürülebilir büyüme ortamının oluşturulması amaçlanmıştır. Bu bağlamda, dalgalı kur rejimi çerçevesinde, kamu kesiminin artan borç yükünün sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması amacıyla daha sıkı bir maliye politikası uygulanmış ve aynı zamanda Merkez Bankası'nın faiz oranları üzerindeki etkisi arttırılmıştır.⁴⁶⁹

⁴⁶⁷ TCMB, **Para Politikası Raporu**, Kasım 2001, ...ss.4-5

⁴⁶⁸ TCMB, **2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler**, basın duyurusu, Sayı. 2002-1, 2 Ocak 2002

⁴⁶⁹ TCMB, **2002 Yıllık Rapor**, <http://www.tcmb.gov.tr>, (Erişim:25.11.2014) s. 13.

3.3.1 Örtük Enflasyon Hedeflemesi ve Başlangıç Koşulları

Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi, enflasyon hedeflemesi rejimini resmi olarak ilan etmeksizin sayısal enflasyon hedeflerinin açıklanması ve bu hedeflere ulaşmak için merkez bankasının politika araçlarını kullanması olarak tanımlanmaktadır. Bu uygulamada merkez bankası hesap verme mekanizmasını devreye sokmamakta ancak beklenti yönetimi konusunda enflasyon hedeflemesine benzer bir strateji izlemektedir. Örtük enflasyon hedeflemesi, açık enflasyon hedeflemesinden farklı olarak enflasyon hedefinin yanı sıra gösterge niteliğinde parasal büyüklükler gibi ara hedefler de kullanılabilir. ⁴⁷⁰ Temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinde, para programında çapa olarak belirlenen para tabanının enflasyon hedefi ve büyüme tahmini ile tutarlı olarak arttırılması söz konusudur. Döviz kuru piyasa arz ve talep koşullarına göre serbestçe belirlenmekte, döviz kuruna müdahaleler en alt düzeyde tutularak aşırı ve geçici dalgalamaları engellemeye yönelik müdahaleler yapılabilmektedir.

Türkiye’de kriz sonrasında enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasına karar verilmiş olsa da, hüküm süren belirsizlik ortamı nedeniyle tam donanımlı bir enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması için gerekli ön koşullardan önemli bir kısmının mevcut olmamasından dolayı enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı bir şekilde geçilmesine karar verilmiş ve öncelikle ‘örtük enflasyon hedeflemesi rejimi’ olarak ifade edilebilen bir ara rejim uygulamasına geçilmiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin tercih edilmesinin temel nedeni açık enflasyon hedeflemesine geçişte gerekli ön koşulların iyileştirilmesi ve bu anlamda güvenilir bir ortamın oluşturulmasıdır. Zira güvenilirlik her tür iktisat politikasının başarısı için gerekli olsa da, enflasyon hedeflemesinin başarısı için güvenilirliğin önemi daha fazladır. Enflasyon hedeflemesi ön koşullarının ayrıntılı bir şekilde incelendiği ikinci bölümde de görüldüğü gibi, ön koşulların tam anlamıyla yerine getirilmemiş olması enflasyon hedeflemesine geçişte bir

engel olmasa da, enflasyon hedeflemesinin daha kısa bir süre içinde başarılı olabilmesi için temel ön koşullarının en azından makul bir düzeyde gerçekleşmesi gerekir. Bu bağlamda özellikle gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesi ön koşullarının yerine getirilmesinde aşamalı bir yaklaşımla hareket ettikleri görülmektedir.

TCMB, 2002 yılından itibaren üzerinde önemli ölçüde bilgi birikimi sağladığı enflasyon hedeflemesine ön koşullar oluşmadan geçilmesinin güvenilir olamayacağı saptamasından hareketle, dalgalı kur rejimine geçiş sonrasında açık enflasyon hedeflemesine kademeli olarak yakınsama stratejisi benimsemiş, para politikasının etkinliğini kısıtlayan ve aktarım mekanizmalarının işlemesine engel teşkil eden unsurların ortadan kalkmasını beklemiştir.

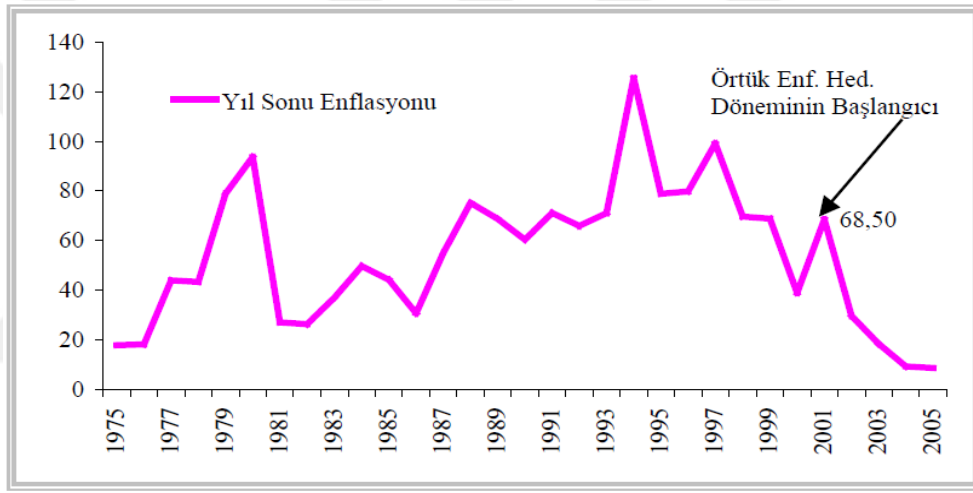
2001 krizinden sonra para politikasının etkinliğini sınırlayan ve bu anlamda açık enflasyon hedeflemesine geçişte engel teşkil eden temel unsurlar içinde başlangıç enflasyon oranının yüksek olması, mali baskınlık, dolarizasyon ile teknik ve kurumsal alt yapının yetersiz olmasıdır. Şimdi Türkiye’de örtük enflasyon hedeflemesine geçerken bu tür olumsuz şartların hangi düzeyde olduklarına daha yakından baktığımızda açık enflasyon hedeflemesine geçişte neden aşamalı bir yaklaşımın benimsendiği açık bir şekilde anlaşılacaktır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için başlangıç enflasyon oranlarının çok yüksek olmaması gerekmektedir. Enflasyonu Düşürme Programı çerçevesinde Türkiye’de 2000 yılının ardından enflasyon oranının 2001 yılı Ocak ve Şubat aylarında da düşerek yıllık bazda Tüketici Fiyatları Endeksinde(TÜFE) %33,6’ya, Toptan Eşya Fiyatları Endeksinde (TEFE) ise %26,5’e kadar inmiştir. Ancak Şubat ayı sonunda meydana gelen gelişmeler sonucu mevcut kur sisteminin terk edilmesi ve Türk lirasının yüksek oranda değer kaybetmesinin ardından enflasyon yeniden yükseliş eğilimine girmiştir. Döviz kurlarındaki dalgalanmanın 2001 yılının genelinde Türk lirasının değer kaybetmesi yönünde olması ve yıl boyunca devam eden kamu fiyat

⁴⁷⁰ Kara ve Orak, ‘Enflasyon Hedeflemesi’ ... s.37)

ayarlamaları sonucunda 2001 yıl sonu enflasyon oranları TÜFE’de %68,5 ve TEFE’de %88,6 olarak gerçekleşmiştir⁴⁷¹(Şekil 3.4).

Türkiye’de uzun dönemli bir enflasyon geçmişinin varlığı da göz önüne alındığında, bu oranlar Merkez Bankasının enflasyon beklentilerini kontrol edebilmesi için bir geçiş süreci uygunlamasını gerekli kılmıştır. Zira Türkiye’de yüksek enflasyon geçmişinden dolayı ekonomik ajanlar genellikle geçmiş enflasyonuna dayalı fiyatlama alışkanlığını kolayca terk etmeleri zaman alacaktır.



Şekil 3.4. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Başlangıç Enflasyonu

Kaynak: Kara ve Orak, s.38

Enflasyon hedeflemesi rejiminin önemli ön koşullarından biri de ekonomide mali baskınlığın olmamasıdır. 2001 krizi sonrasında para politikasının etkinliğini kısıtlayan temel faktörlerin başında ‘mali baskınlık’ veya ‘kamu borcu baskınlığı’ olarak ifade edilebilen hassas kamu borcu dinamikleri gelmektedir. Güvenirlik kaybına uğramış, yüksek borç yükü taşıyan, vadelerin kısa ve borcun büyük bir bölümünün değişken veya döviz endeksli ekonomilerde merkez bankalarının kısa vadeli faizler gibi para politikası araçlarının faizlerin genel düzeyi üzerindeki etkisi sınırlı olmaktadır. Zira bu tip ekonomilerde faizlerin genel düzeyi ve döviz kurları çeşitli içsel ve dışsal şoklara karşı

⁴⁷¹ TCMB, “2001 Yıllık Rapor”, (<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor>), (Erişim:25.11.2014), s.65

son derece yüksek duyarlılık gösterebilmektedir. Söz konusu değişkenlerin oynaklığı, gerek bu tür şokların yarattığı etkilerin öngörülebilme kalitesini, gerekse para politikası aktarım mekanizmalarının etkinliğine zarar verebilmektedir.

Şubat 2001 krizinden sonra kamu bankalarına ve TMSF kapsamındaki bankalara mali yapılarının düzeltilmesi amacıyla hazine tarafından verilen iç borçlanma senetleri 2000 yılında GSMH'ye oranı %29 olan toplam iç borç stokunu 2001 yılında %69.2'ye yükseltmiştir. Konsolide bütçe faiz ödemelerindeki artıştan ötürü Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin (KKBG) GSMH'ye oranı 2000 yılında %11.9 iken 2001 yılında bu oran %16.5'e yükselmiştir. Diğer taraftan dış borç stokunun da 2000 yılına göre önemli ölçüde arttığı görülmektedir. 2000 yılında GSMH'ye oranı %59.4 olan dış borç stoku 2001 yılında %80'e ulaşmıştır. Böylece, toplam kamu borç stokunun GSMH'ye oranı %53.2'den %101.3 gibi çok yüksek boyutlara varmıştır (Tablo 3.2).⁴⁷²

Türkiye ekonomisinde yaşanan bu gelişmeler borcun sürdürülebilirliğine yönelik kaygıların artmasına ve para politikasının etkinliğini sınırlandırmasına neden olmuştur. Bu şüphelerin yaygınlaşması kısa vadeli faiz oranlarının enflasyonist gelişmelere karşı kullanılmasını zorlaştırmıştır.

Tablo 3.2 Örtük Enflasyon Hedeflemesinde Mali Baskınlık Derecesi

| | 1999 | 2000 | 2002 |
|--|------|------|-------|
| Dış Borç Stoku/GSMH(yüzde) | 55.4 | 59.4 | 80.0 |
| Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/GSMH(yüzde) | 15.6 | 11.9 | 16.5 |
| İç Borç Stoku/GSMH(yüzde) | 29.3 | 29.0 | 69.2 |
| Toplam Kamu Borç Stoku ^(*) /GSMH(yüzde) | 52.0 | 53.2 | 101.3 |

Kaynak: TCMB 2002 Yıllık Rapor, s.18 Tablo II.1.1'den yararlanarak düzenlenmiştir.

*Toplam kamu borç stoku iç borç stoku ile kamunun dış borç stoku toplamından oluşmaktadır. Kamunun kısa vadeli dış borçları hesaplamaya dahil edilmemiştir.

⁴⁷² TCMB, "2001 Yıllık Rapor", s.15 ve TCMB, "2002 Yıllık Rapor", s.18

Tam donanımlı veya açık enflasyon hedeflemesine geçişi zorlaştıran diğer bir engel dolarizasyonun çok yüksek seviyelere ulaşmış olmasıdır. 2001 yılına gelindiğinde Türkiye’de dolarizasyonun ağırlıklı olarak ilk aşamasının yaşandığı yani, ulusal paranın değer biriktirme işlevini yitirmiş olduğunu görmekteyiz. Diğer bir ifade ile yabancı paranın ülkemizde en çok değer biriktirme aracı olarak kullanıldığı görülmektedir. Bu durum, literatürde ‘Gresham Kanunu’ olarak adlandırılan kavramla yakından ilişkilidir. Buna göre ekonomik birimler iyi parayı, yani yabancı parayı saklamakta; kötü parayı, yani ulusal parayı ise ödeme ve benzeri işlemlerde kullanarak elinden çıkarmaktadır.⁴⁷³

Türkiye 2001 yılı itibariyle gelişmekte olan ekonomiler arasında dolarizasyonun en yüksek olduğu ülkelerden biri haline gelmiştir. Dolarizasyondaki bu yükselme eğilimi hem varlık, hem yükümlülük dolarizasyonu için geçerlidir. Zira 1996’dan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’nın uygulandığı Mayıs 2001 yılına kadar Türkiye’de yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklara bağlı olarak yerleşiklerin daha güvenli olarak gördükleri döviz cinsi yatırım araçlarını tercih ettikleri gözlenmektedir. Bu ise varlık dolarizasyonunu yükseltmiştir (Şekil 3.5) Bununla birlikte; yabancı para veya yabancı para endekli iç borçların toplam iç borç stoku içindeki payı, banka dışı kesimin yabancı para cinsinden kredilerinin toplam kredilere oranı ve toplam dış borç stokunun GSYİH içindeki payı artmış ve yükümlülük dolarizasyonu derecesinin de 2001 kriz döneminde oldukça yükseldiği görülmektedir.⁴⁷⁴

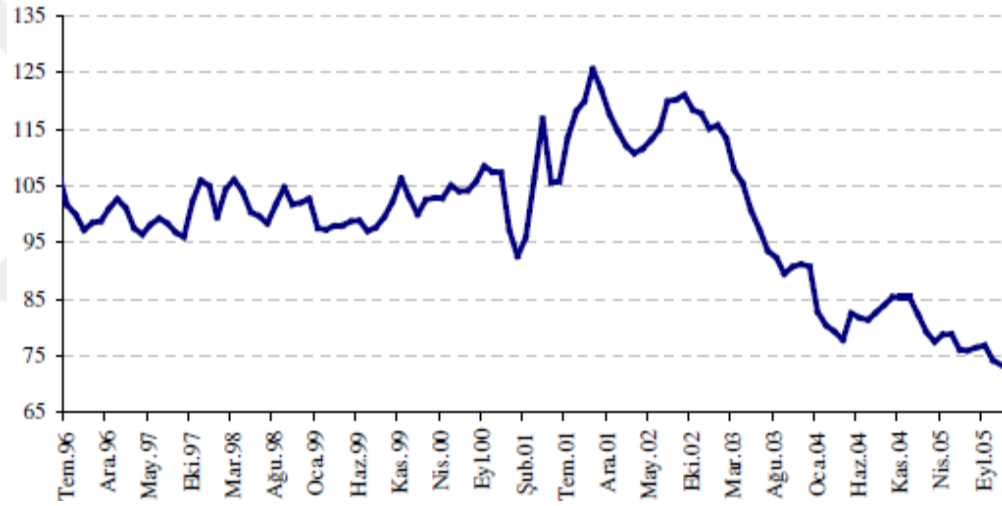
Kişî ve firmaların borçlarının büyük bir kısmının yabancı para cinsinden veya döviz kuruna endekli olması ve döviz kurundaki değişmelerle fiyat arasındaki yakın bir ilişkinin dalgalanma korkusu (fear of floating) Türkiye’de enflasyon hedeflemesi uygulamasına yönelik endişelerin kaynağını oluşturan önemli unsurlardandır. Burada önemli olan husus dalgalanma korkusunun genellikle önerildiği gibi ‘para kurulu’ veya ‘ülke parasından vazgeçip tamamen dolarizasyonu kabul ederek’ kurumsallaştırmak yerine dalgalanma korkusuna neden olan problemleri hafifletmektir. Bu problemlerin

⁴⁷³ Süreyya Serdengeçti, Dolarizasyon/Ters Dolarizasyon, TCMB, Eskişehir, 3 Ekim 2005, s.16

⁴⁷⁴ Özgür Akıncı, Yasemin Barlas Özer ve Bülent Usta, Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye’deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler, **TCMB Çalışma Tebliği** No. 05/17.2005, ss.9-10

hafifletilmesi ve ortadan kaldırılması Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesine geçiş süreci ve sonrasında fiyat istikrarının sağlanması ana amaçları arasında yer almaktadır.⁴⁷⁵

2001 sonu itibariyle hane halkı, bankacılık sektörü, reel sektör ve kamu sektörünün birbirlerine olan yükümlülüklerinin yarısına yakın bir bölümü döviz cinsinden meydana gelmiştir. Döviz kuru hedeflemesinden vazgeçip TL'yi dalgalanmaya bırakan Türkiye, 2002 yılı başında dolarizasyon olgusunun güçlü olduğu bir ortamda örtük enflasyon hedeflemesine geçmişti



Şekil 3.5. Örtük Enflasyon Hedeflemesine Geçerken Varlık Dolarizasyonu Endeksi(1997=100)

Kaynak: Akıncı vd.,s.12

2001 sonu itibariyle hane halkı, bankacılık sektörü, reel sektör ve kamu sektörünün birbirlerine olan yükümlülüklerinin yarısına yakın bir bölümü döviz cinsinden meydana gelmiştir. Döviz kuru hedeflemesinden vazgeçip TL'yi dalgalanmaya bırakan Türkiye, 2002 yılı başında dolarizasyon olgusunun güçlü olduğu bir ortamda örtük enflasyon hedeflemesine geçmiştir

⁴⁷⁵ TCMB, **Para Politikası Raporu**, Kasım 2001, s.78

Açık enflasyon hedeflemesine geçişte önemli ön koşullardan biri de teknik ve kurumsal alt yapının rejimin uygulanmasına uygun olmasıdır Türkiye’de 2001 yılına kadar uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejilerine uygun hazırlanan teknik ve kurumsal alt yapı enflasyon hedeflemesi için gerekli olan donanımdan yoksun olduğu görülmüştür. Dolayısıyla zaman içinde kurumsal ve teknik alt yapının enflasyon hedeflemesi rejiminin gereklerine göre uyarlanması söz konusu olmuştur. Ayrıca kriz sonrasında ekonominin genelinde ciddi bir yapısal dönüşümün yaşanması, enflasyon dinamikleri ve aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikleri artırmıştır. Bu durum, Merkez Bankası’nın enflasyon tahmini üretme kapasitesini önemli ölçüde sınırlayarak para politikası uygulamalarını zorlaştırmıştır.⁴⁷⁶

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için merkez bankasının bağımsızlığı temel ön koşullardan biridir. Türkiye’de merkez bankasının bağımsızlığı konusunda atılan en önemli adımlardan biri 2001 krizinden sonra Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı çerçevesinde değiştirilen Merkez Bankası Kanunu’dur. Bu kanunla birlikte para politikasının nihai amacı fiyat istikrarı olarak belirlenmiş ve bu amaca ulaşmak için Merkez Bankası dışarıdan herhangi bir siyasi müdahale olmaksızın kullanacağı araçları özgür bir şekilde seçebilmenin önündeki engeller kaldırılmıştır. Böylece Merkez Bankası için para politikası amaçlarını gerçekleştirmede merkezi bir rolü olan araç bağımsızlığı yasal bir zeminde kabul edilmiştir.

Sonuç olarak Türkiye’de yaşanan krizlerin ardından döviz kurunun dalgalanmaya bırakılıp enflasyon hedeflemesine geçme yönünde ilk adımları atarken, diğer ön koşulların yerine getirilebilmesi için öncelikle Merkez Bankası bağımsızlığının bir zorunluluk olduğunun anlaşıldığı görülmektedir. Bu anlamda merkez bankası bağımsızlığı diğer ön koşulların sağlanmasında bir ön koşul olarak görmek gerekir. Merkez bankasının bağımsız olmadığı bir ülkede fiyat istikrarının öncelikli amaç olarak sağlanması ve mali baskınlığın yok edilmesi oldukça zordur. Türkiye’de örtük

⁴⁷⁶ Kara ve Orak, s. 38

enflasyon hedeflemesine geçerken enflasyon hedeflemesi ön koşullarından sadece merkez bankası bağımsızlığının yasal anlamda sağlandığı görülmektedir. Diğer ön koşullar örtük enflasyon hedeflemesi döneminde Türkiye koşulları çerçevesinde makul bir düzeye getirilmiştir.

3.3.2 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Gerçekleşen Yapısal Reformlar ve Düzenlemeler

Temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak olan TCMB, 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesini uygulamaya koymakla bu dönemde açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için ön koşulların tesisini amaçlamış, para politikasının kurumsal alt yapısının iyileştirilmesi konusunda önemli adımlar atmıştır. Bu süreç içinde TCMB kurumsal çerçevesini etkinleştirmiş, iletişim politikasını daha net bir şekilde ortaya koymuş, bilgi setini genişletmiş ve enflasyon öngörü yöntemlerini geliştirmiştir.

Amaçları, ortaya koyduğu mali ve parasal disiplin ile yapısal değişim programı itibariyle daha önce uygulanan programla örtüşmekle birlikte, 2001 krizi sonrasında uygulanan yeni ekonomik programın en önemli ayırd edici özelliklerinden biri dalgalı döviz kuru rejimini benimsemiş olması, bir diğeri ise fiyat istikrarına yönelik olarak gerçekleştirdiği yapısal reformlardır. Yapısal reformlar arasında orta ve uzun dönemde makroekonomik politikaların şekillenmesinde çok önemli bir yere sahip olan yeni Merkez Bankası Kanunu kabul edilmiştir. Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişikliğin en sonuncusu 5 Mayıs 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4651 sayılı kanundur. Bu kanun ile birlikte 1211 sayılı Kanun'un on dört maddesinde değişiklik yapılmış, yedi maddesi yürürlükten kaldırılmış ve yeni bir madde eklenmiştir. Kanun ile yapılan değişiklikler şöyledir:

1. Fiyat istikrarı Merkez Bankası'nın temel amacı olarak belirlenmiş ve Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyeceği kabul edilmiştir. Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak bankanın görevleri arasında sayılmıştır.

2. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirlermesi hükme bağlanarak araç bağımsızlığı verilmiştir.

3. Para politikasının etkinliğini ve şeffaflığını artırmak TCMB'nin ana hedefleri içinde yer almıştır. Bu bağlamda TCMB Kanunu çerçevesinde Merkez Bankası'nın; bağımsız denetime açıklığı, Periyodik olarak hükümeti para politikası uygulamaları hakkında bilgilendirmesi, yeni kurulan Para Politikası Kurulu'nun kararlarını açıklaması, kamuoyunu ve piyasaları dönemsel olarak çıkaracağı raporlarla bilgilendirmesi, enflasyon hedeflemesi geçiş döneminin temel öğelerini oluşturacağı belirtilmektedir.⁴⁷⁷

4. Para politikasının temel amacı olan fiyat istikrarının etkin bir şekilde sağlanması amacıyla faiz ile ilgili kararların alınmasında yetkili kılınan Para Politikası Kurulu (PPK) oluşturulmuş ve böylece para politikası kararlarının daha kurumsal bir yapı içinde alınması yönünde önemli bir adım atılmıştır.

5. Sebep olduğu parasal genişlemeye bağlı olarak fiyat istikrarı üzerindeki olumsuz etkilerine izin vermemek ve Merkez Bankası bağımsızlığını sağlamak açısından, Hazine ve kamu kurum ve kuruluşlarına avans ve kredi açılması yasaklanmıştır. Merkez bankası Yasası'nda yapılan bu değişiklik, para politikası stratejisinin ilk defa bu kadar enflasyona odaklı hale gelmesi ve fiyat istikrarını vurgulaması açısından oldukça önemlidir.

6. Yeni kanun ile birlikte Başkanın görev süresine paralel olarak, Başkan yardımcılarının da görev süreleri üç yıldan beş yıla çıkarılmıştır. Bununla birlikte Başkan'da olduğu gibi Başkan yardımcılarının sürelerinin bitiminden evvel değiştirilmesinin mümkün olmadığı hükmü getirilerek, görev güvencesi sağlanmıştır. Başkan yardımcılarının görev sürelerinin beş yıla çıkarılması ile birlikte üst yönetimin görevlerini yerine getirirken siyasi etkiden bağımsız olmaları güvence altına alınmak istenmiş ve görev süresi beş yıl olan başkan ile uyum içinde görev yapmaları amaçlanmıştır.

Enflasyonla mücadelede çok önemli bir payı olan yeni Merkez Bankası Kanunu yanında mali sistemdeki sağlıksız yapının giderilmesi ve mali sektörün yeniden yapılandırılması konusunda da önemli adımlar atılmıştır. Bu bağlamda kamu bankalarının görev zararları tasfiye edilmiş, görev zararları oluşumuna yol açan kanun ve kararname iptal edilmiş, Emlak Bankası'nın bankacılık yapma izni kaldırılmıştır. TMSF bankalarına sermaye ve mevduat desteği sağlanmış ve bu bankaların yabancı para açık kompozisyonları düşürülürken mevduatları da diğer bankalara devredilmiştir. Bununla birlikte, Kamu Bankaları ve TMSF Bankalarının Merkez Bankası dışındaki kaynaklardan gecelik borçlanmaları sıfırlanmış, şube ve personel sayıları rasyonalize edilmiştir. Özel bankaların sermaye artışı gerçekleştirmeleri sağlanmış, bilanço içi açık pozisyonları indirilmiş, öz kaynakları yetersiz hale gelen bankalar ise sistemden çıkarılmışlardır.⁴⁷⁸

Bununla birlikte daha önce dile getirilmesine rağmen ekonomik şartların oluşmamasına bağlı olarak bir türlü hayata geçirilemeyen Yeni Türk Lirası(YTL)'ye geçiş, tek haneli enflasyona geçiş sürecinde enflasyonist beklentilerde kırılma eğilimlerinin ortaya çıkması ile birlikte 2005 yılı başında Türk lirasından altı sıfır atılmak suretiyle açık enflasyon hedefine geçiş anlamında bir başka destekleyici adım atılmıştır. Böylece enflasyonla mücadele programı ile yakalanan fiyat istikrarının parasal otoritelerin ve para politikasının güvenilirliğine yaptığı pozitif katkı, YTL'ye geçilerek daha da güçlenmiştir.⁴⁷⁹

3.3.3 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Makroekonomik Gelişmeler

3.3.3.1 Enflasyon Oranı İle İlgili Gelişmeler

Örtük enflasyon hedeflemesinin yürürlüğe geçtiği 2002 yılı başına kadar Türkiye'de uzun bir süre yüksek, kronik ve oynak bir enflasyon süreci yaşanmış,

⁴⁷⁷ TCMB, 'Para Politikası Raporu' Kasım 2001, s.77

⁴⁷⁸ Ergun Ermişoğlu, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye'deki Başarısının Değerlendirilmesi**, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, 2011), s.16

⁴⁷⁹ TCMB, **Yıllık Rapor 2005**, 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor>, (Erişim:29.11.2014), ss.78-79

uygulanan enflasyonu düşürme programları enflasyon oranını düşürmede başarısız kalmışlardır. Merkez Bankası enflasyon ataletini kırmak, belirsizlikleri azaltmak ve ileriye yönelik beklentileri şekillendirmek için para tabanındaki artışları nominal çapa olarak belirlediği yeni rejimde enflasyon hedefi ve büyüme öngörüsü ile tutarlı olacak şekilde parasal taban hedefindeki artışı %40 olarak belirlemiştir. Gelecek enflasyon oranlarına odaklanan Merkez Bankası, parasal hedeflerini tutturmasına rağmen olası enflasyonist baskıların önüne geçmek amacıyla, enflasyonun gelecekte alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidebileceğini belirtmiştir. Bu bağlamda Merkez Bankası hedeflenen enflasyon oranlarını gerçekleştirmek için her türlü ek önlemleri alacağını taahhüt ederek fiyat istikrarına odaklanan bir para politikası izleyeceğini ortaya koymuştur.

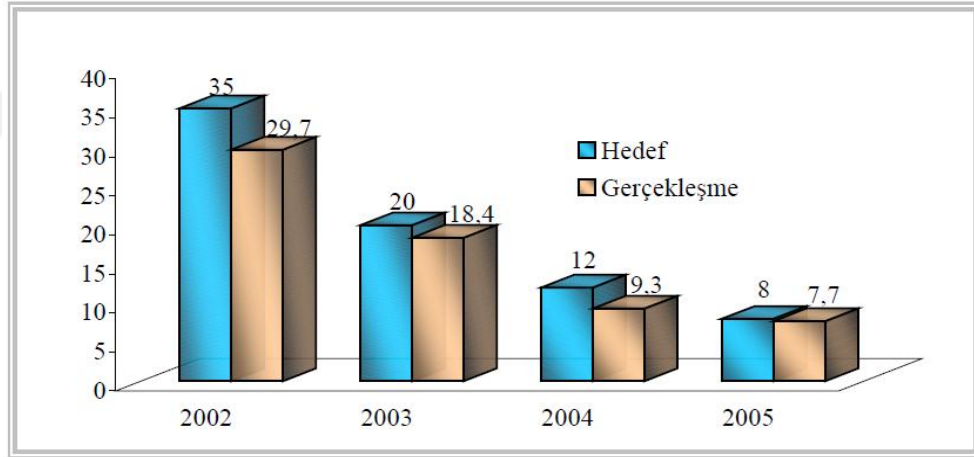
Merkez Bankası'nın sergilemiş olduğu bu yaklaşım çerçevesinde 2002 yılında yılsonu TÜFE enflasyonu %29,7 oranı ile %35'lik enflasyon hedefinin altında kalmış ve böylece son 20 yılın en düşük enflasyon oranı gerçekleşmiştir. Diğer taraftan bu oran %31 olan TCMB Beklenti Anketi'nin de altında kalmıştır. Enflasyon ile mücadelede 2002 yılında sağlanan başarı 2003, 2004 ve 2005 yıllarında da devam etmiş ve enflasyon yılsonu hedeflerinin altında kalacak şekilde gerçekleşmiştir. TÜFE enflasyonu 2004 yılında %12'lik hedefin yaklaşık 2.7 puan altında kalarak, % 9,32 seviyesine inmiş ve 30 yıllık bir sürecin ardında ilk kez tek haneli sayılara gerilemiştir.⁴⁸⁰

Enflasyondaki bu düşüşte rol oynayan temel faktörlerin içinde özellikle parasal ve mali disiplinin sağlamış olduğu güven ortamı ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin dezenflasyon süreci için oluşturmuş olduğu uygun ortam en başta gelmektedir. Güven ortamı ve beklentilerdeki iyileşmenin yanı sıra bazı dışsal faktörlerin de enflasyondaki düşüşte etkili olduğu gözlenmiştir. Enflasyondaki düşüşe katkı sağlayan olumlu gelişmelerden biri önceki yıllarda olduğu gibi kurdaki hareketlenmelerin fiyat üzerindeki etkisinin veya endeksleme mekanizmasının zayıflamış olmasıdır. Nitekim 2005 yılı Nisan-Mayıs döneminde döviz kurunda yaşanan

⁴⁸⁰ TCMB, 2002 Yıllık Rapor, s.78

yükselmeye rağmen dalgalı döviz kuru rejiminde görülen döviz kuru ile enflasyon arasındaki yeni ilişkiye bağlı olarak TÜFE enflasyonu söz konusu yükselişten fazla etkilenmemiştir.⁴⁸¹

Sonuç olarak örtük enflasyon hedeflemesi dönemi olarak ifade edilen 2002-2005 yıllarında enflasyon ile mücadelede önemli başarıların elde edildiği görülmektedir. Söz konusu dönemde enflasyon hedefleri nokta hedeften ziyade bir üst sınır olarak tasarlanmış ve enflasyonun yüksek düzeylerden aşağı indirilmesinde böyle bir stratejinin daha etkin olacağı düşünülmüştür. Gerçekleşen enflasyon oranları her bir yılda hedef enflasyonun altında kalmıştır (Şekil 3.6). Böylece istikrarlı bir şekilde düşüş trendini devam ettiren enflasyon oranları ile açık enflasyon hedeflemesine geçişte ‘başlangıç enflasyonunun düşük olması’ önkoşulunun da yerine getirildiği söylenebilir



Şekil 3.6. Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2002-2005)

Kaynak: Kara ve Orak, s.45

Enflasyondaki bu güçlü düşüş trendi, kamuoyunun uygulanan para politikası ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesine olan güveni arttırmıştır. Buna bağlı olarak ‘güvenirlilik açığı’ olarak da ifade edilen, iktisadi ajanların bekleyişleri ile enflasyon hedefi arasındaki fark giderek azalmıştır. Zira 2002 yılında 14,5 olan güvenirlilik açığının istikrarlı bir şekilde azaldığı ve 2005 yılı sonunda 0,7’ye kadar düştüğü görülmektedir. Güvenirlilik açığının giderek azalması ve yapılan ampirik çalışmalar, 2002’de

⁴⁸¹ TCMB, **Yıllık Rapor 2005**’, s.59

uygulanmaya başlanan örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde dezenflasyon programının kredibilitesinin arttığını ve bu sonuçların Türkiye’de dezenflasyonun ve enflasyon hedeflemesi uygulamasının gelecekteki başarısı için iyi bir gösterge olduğunu göstermektedir.⁴⁸²

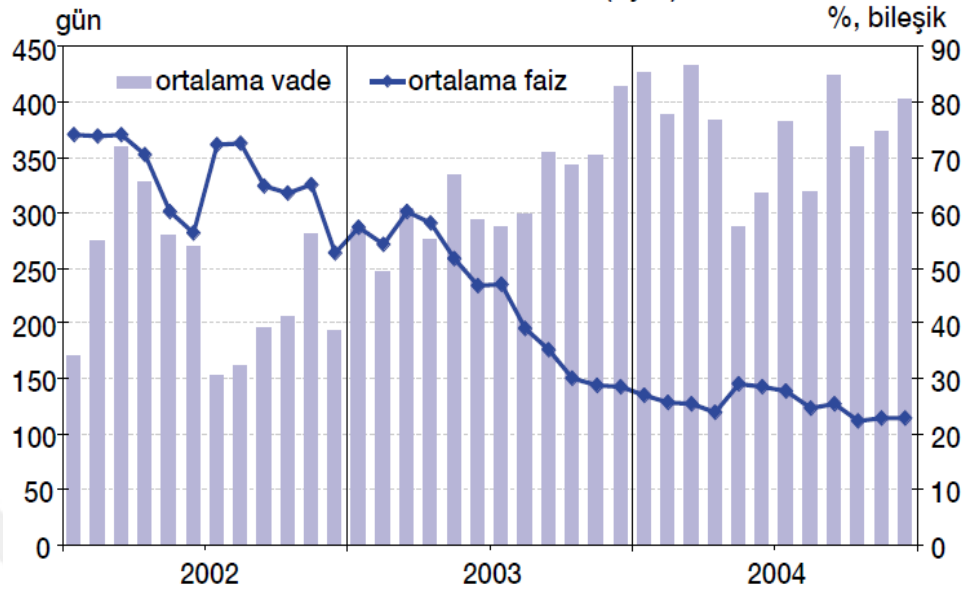
Enflasyon dinamiklerinde gözlenen diğer bir gelişme, enflasyondaki düşmeye bağlı olarak enflasyon oynaklığını da azalmasıdır 2001 yılında 1,99 olan enflasyon oynaklığı 2004’te 0,71 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon tahmininde ve öngörülebilirliğinde önemli bir engel oluşturan oynaklığın azalması ile birlikte fiyatların tekrar sinyal işlevi görmeye başladığı gözlenmiştir.

3.3.3.2 Faiz Oranındaki Gelişmeler

Ekonomideki oynaklığın azalmasına bağlı olarak belirsizliğin azalması risk priminde ve dolayısıyla nominal ve reel faiz oranlarının düşmesinde etkili olmuş, tüketiciler açısından borçlanma maliyetinin, üreticiler açısından da yatırımın fırsat maliyetinin düşmesine katkıda bulunmuştur. Zira bu dönemde gerek reel faizler gerekse faizler genel düzeyindeki gerilemenin yanında borçlanma vadelerinde de uzama görülmektedir (Şekil 3.7). 2002 -2005 yılları boyunca reel faizler 20 puan, nominal faizler ise 50 puanın üzerinde düşmüştür. Bu dönemde Hazine, tarihinde ilk defa yurtiçi piyasada 5 yıllık vadede borçlanmıştır. Bu durum, ekonomide yeterli güvenin oluştuğunu, enflasyondaki oynaklığın azalmasına bağlı olarak belirsizliklerin azaldığını ve ekonomik birimlerin daha uzun vadeleri öngörebildiklerinin mümkün olduğunu ve dolayısıyla risk priminin düştüğünün en açık kanıtıdır.⁴⁸³

⁴⁸² Marco Rossi and Alessandro Rebucci, Measuring Disinflation Creibility in Emerging Markets: A Bayesian Approach with an Application to Turkey, **IMF Working Paper** No. 208, November 2004, p. 11

⁴⁸³ Süreyya Serdengeçti, **73. Hissedarlar Genel Kurulu Olgan Toplantısı Açıs Konusması**, Ankara, 12. 04. 2005, s. 10



Şekil 3.7. Ortalama Vade ve Faiz (Aylık)

Kaynak: TUSİAD, 'Türkiye Ekonomisi 2004',

3.3.3.3 Döviz Kuru Geçişkenliğindeki Değişim

Enflasyonun değişen dinamikleri çerçevesinde üzerinde durulması gereken hususlardan biri de üretici ve tüketici davranışlarında görülen değişimdir. Ekonomik ajanların fiyat istikrarının devam edeceği yönündeki beklentilerinin güçlenmesi ile birlikte üreticiler fiyatlama politikasını maliyetler ve verimlilik artışına göre belirlerken, tüketiciler ise daha rekabetçi bir piyasanın getirdiği avantajlara bağlı olarak fiyat ve kalite kontrolünü gözetmek suretiyle tüketim harcamalarında bulunmaya başlamışlardır. Bu bağlamda dalgalı kur rejimine geçiş, rekabetin artması, güvenilir ekonomi politikalarına bağlı olarak enflasyon hedeflerinin giderek artan bir şekilde çapa rolünü üstlenmesi ve ekonomik ajanların fiyatlama davranışlarındaki değişikliklerin bir sonucu olarak döviz kurlarının enflasyona geçiş etkisinin 2001 yılı öncesi döneme göre giderek zayıfladığı gözlenmiştir. Ayrıca, ekonomide sağlanan görece istikrar ortamına bağlı olarak, Türk lirasına olan güven artmış ve dolarizasyon oranında azalma süreci başlamıştır.⁴⁸⁴

⁴⁸⁴ Kara ve Orak, ss.47-48, ve Serdengeçti, **73. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açıs Konusması**, s.12

Vurgulanması gereken bir nokta, bu dönemde bazı çevrelerin enflasyondaki düşüşü sadece Türk lirasının değer kazanmasına bağlamasının önemli bir yanığı olduğudur. Zira geçmiş dönemlere bakıldığında Türk lirasının bugünkü gibi değer kazandığı dönemler olmuş, ancak enflasyonun bugünkü seviyelere düştüğü bir döneme rastlanmamıştır. Bu dönemi önceki dönemlerden ayıran temel özelliği, bu dönemde enflasyon ile döviz kuru arasındaki geçişgenliğin aşamalı bir şekilde azalmaya başlamış olmasıdır.⁴⁸⁵

3.3.3.4 Büyüme Oranlarındaki Gelişmeler

Örtük enflasyon hedeflemesine geçiş ile birlikte uygulanan makroekonomik politikalar bir taraftan enflasyon oranlarında önemli bir düşüş sağlanırken, diğer taraftan 2001 yılında GSMH'nin %9.5 küçüldüğü Türkiye ekonomisinde 2002 yılından itibaren büyüme hızının da istikrarlı bir şekilde devam ettiği görülmektedir. 2002-2005 yılları arasında gerçekleşen büyüme hızı dört yıl art arda hedeflenen düzeylerin üzerinde gerçekleşerek uzun bir süredir görülmeyen istikrarlı bir büyüme süreci yakalanmıştır.

2001 yılında yaşanan ciddi daralmanın ardından Türkiye ekonomisi 2002 yılında GSMH'daki %7,9'luk bir artış hızıyla yeniden bir büyüme sürecinin içine girmiştir. 2003 yılına gelindiğinde Mart ayında Irak Savaşı'nın yarattığı belirsizlik ortamının etkisiyle ekonominin gidişatına ilişkin endişeler artmıştır. Bu dönemde mali piyasalarda çıkan dalgalanmalar üretici, tüketici ve yatırımcı güvenini olumsuz etkilemiş ve dolayısıyla harcamaların ertelenmesine neden olmuştur. Ancak gerek Irak Savaşı'nın kısa sürmesi, gerekse uygulanan politikalarla ekonomik programdan taviz verilmeyeceğinin ekonomik birimlerce anlaşılması bu dönem sonrasında mali piyasalarda istikrarın oluşmasını ve ekonomiye duyulan güvenin artmasını sağlamıştır. Yıl sonuna gelindiğinde 2002 yılına göre büyüme hızında bir yavaşlama görülsede 2003 yılında ekonomi %5,9'luk bir büyüme hızıyla %5 olan yıl sonu hedefini aşmıştır.⁴⁸⁶

⁴⁸⁵ Serdengeçti, **72. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açıs Konusması**,... s.25

⁴⁸⁶ TCMB, **2003 Yıllık Rapor** s.18 ve TCMB, **Yıllık Rapor 2004**, s.19

Türkiye ekonomisinin 2002 yılında girdiği büyüme sürecinin 2003 yılında Irak Savaşı gibi olumsuz dışsal faktörlere rağmen devam etmiş olması uygulanan ekonomik programa olan güveni artırmış ve Türkiye ekonomisinin sağlam temeller üzerine oturtulduğu inancı pekiştirmiştir. Oluşan bu güven ortamına bağlı olarak, Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında güçlenmesi, faiz oranlarındaki gerileme ve makroekonomik hedeflere ulaşılacağına ilişkin olumlu beklentiler neticesinde Türkiye ekonomisinde %9,9'la örtük enflasyon hedeflemesi döneminin en yüksek oranlı büyümesi 2004 yılında gerçekleşmiştir.⁴⁸⁷

Açık enflasyon hedeflemesi için geçiş yılı olarak kabul edilen 2005 yılında büyümedeki artış 2004 yılına göre azalarak devam etmiş ve yılsonu itibari ile %7,6 olarak gerçekleşmiştir. Ancak, büyüme hızındaki bu yavaşlama ekonomik bir durgunluk olarak algılanmayıp, daha çok, potansiyel seviyenin çok üzerinde seyreden büyüme oranlarının uzun dönemli büyüme eğilimine yakınsaması olarak değerlendirilmiştir.⁴⁸⁸

Yukarıda yıllar bazında incelediğimiz ekonomik büyüme oranlarında da gözlenebildiği gibi, kararlı bir şekilde uygulanan istikrar programı ve özel sektörün ekonomide giderek artan rolü sayesinde üretim oynaklığı giderek azalmış ve istikrarlı bir büyüme sürecine girilmiştir. Burada vurgulanması gereken husus 2002 öncesi dönemdeki yüksek enflasyon ve belirsizlik ortamında Türkiye ekonomisinin oldukça istikrarsız bir büyüme performansı sergilemiş olmasıdır. Zira, 1980'li yıllarda gözlemlenen yüksek enflasyon ile birlikte yakalanan büyüme hızı sürekli olmamış, bir süre sonra yerini daha yüksek enflasyon oranlarına ve ekonomik durgunluğa bırakmıştır. Diğer taraftan, 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde enflasyon düşerken aynı zamanda yüksek büyüme oranlarına da ulaşılmıştır (Tablo 3.3). Bu noktada para politikasının ekonomideki rolü konusunda geçmişten gelen bir yanılmanın da açık bir şekilde ortaya konulduğu görülmektedir. Zira Keynesyen ekolün öne sürdüğü Phillips Eğrisi yaklaşımına göre enflasyon ile büyüme arasında aynı yönlü (pozitif) bir

⁴⁸⁷ TCMB, **Yıllık Rapor 2004**, s.15 ve TCMB, **Yıllık Rapor 2005**, s.16

⁴⁸⁸ TUSİAD, **2006 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi: İstikrardan Sürdürülebilir Büyümeye**, Yayın No.TUSİAD-T/2005-12-414, Aralık 2005, s.22

ilişki mevcuttur. Buna göre büyümenin hızlanabilmesi için para politikasının gevşetilmesi gerekir. Ne var ki daha sonra geliştirilen parasalcı literatür bu durumun ancak kısa dönemde ve düşük enflasyon oranlarında geçerli olabileceğini ortaya koymaktadır. Uzun dönemde genişletici para politikasının sadece enflasyonu artıracığı ve yüksek enflasyon oranından kaynaklanan belirsizlik ortamına bağlı olarak büyümenin de düşeceği ortaya konulan bir başka husustur.

Bu konuda Serdengeçti (2004) şunları ifade etmektedir: ‘...30 yıldır yaşamış olduğumuz yüksek enflasyon tecrübesinden ve diğer ülke örneklerinden biliyoruz ki, enflasyon yükseldikçe ortalama büyüme düşmekte ve enflasyon düştükçe ortalama büyüme artmaktadır. Son üç yıldır uygulanmakta olan istikrar programı çerçevesinde enflasyon düşerken ulaştığımız yüksek büyüme oranları bunun bir örneğidir. Fiyat istikrarının sağlanması sürdürülebilir bir büyüme için ön şarttır.’⁴⁸⁹

Tablo 3.3: Ortalama Büyüme ve Enflasyon Oranları(1981-2006)

| Dönemler | Ortalama enflasyon | Ortalama Büyüme |
|-----------|--------------------|-----------------|
| 1981-1989 | %43,4 | %4,8 |
| 1990-2001 | %74,0 | %3,0 |
| 2002-2006 | %14,9 | %7,5 |

Kaynak: Durmuş Yılmaz, **Bakanlar Kurulu Sunumu**, TCMB,12 Kasım 2007, (<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/baskanin+konusmalari>) (Erişim:05.12.2014), s.9

3.3.3.5 Kamu Borçlarındaki Gelişmeler

Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel ön koşullarından biri mali baskınlığın olmamasıdır. Bütçe açıklarının merkez bankası kaynaklarınca finanse edilmesi durumunda, karşılıksız olarak artan para arzı enflasyonist baskılara neden olabilmektedir. Türkiye’de uzun süre devam eden bütçe açıkları ve yüksek iç borçlanma mali baskınlık tanımıyla örtüşmekte ve para politikasının fiyat istikrarına yönelik bağımsız para uygulamalarını zorlaştırmaktadır. Bu yüzden, fiyat istikrarını sağlamayı amaçlayan bir programda mali disiplini artırmaya yönelik önlemleri almak ve orta

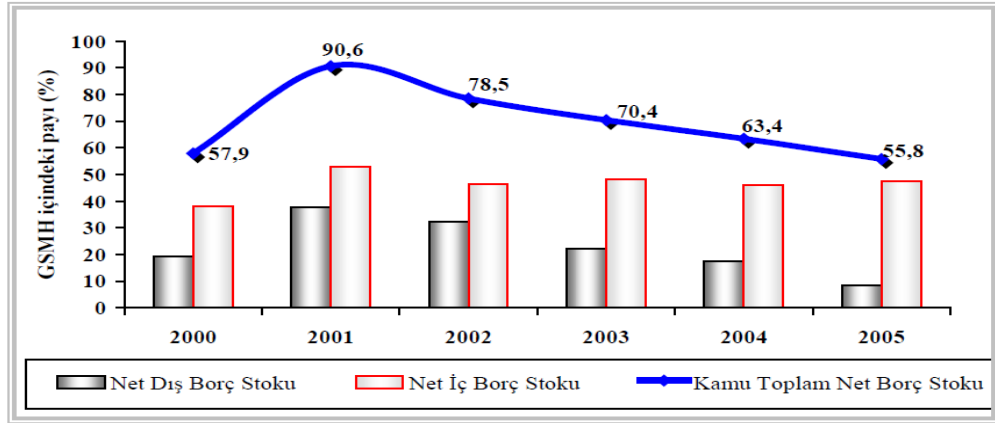
⁴⁸⁹Süreyya Serdengeçti, **Düşen Enflasyon**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9bf7accf-a211-457e-92a6-f8ed61ef2896/sunum29092004.pdf> (Erişim: 20.11.2014)

vadede ekonomiyi ağır borç yükünün getirdiği olumsuzluklardan kurtarmak için, 2001 krizinden sonra uygulamaya konan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın amaçları arasında, bir taraftan reel faizleri düşürerek borçlanmanın kısa dönemde sorunsuz sürdürülmesini sağlamak, diğer taraftan ise sıkı maliye politikası ile faiz dışı bütçe fazlası vererek kamu borç yükünü azaltılmak ve böylece mali baskınlığı ortadan kaldırmaktır.⁴⁹⁰

Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminde uygulanan program çerçevesinde Merkez Bankası mali disiplinin enflasyon beklentilerini kontrol etme, ekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını sağlama yolundaki önemini sıkça vurgulayarak önemini devamlı olarak gündemde tutmuştur. Hedeflerin hükümet ile birlikte belirlenmiş olması, para politikası ile maliye politikasının koordineli bir şekilde çalışmasına olanak sağlamıştır. Sonuç olarak bu dönemde, uluslar arası standartlara göre oldukça yüksek kabul edilen faiz dışı fazla hedefleri büyük bir ölçüde tutturulmuş, kamu borç stoku zamanla makul seviyelere indirilmiş, Hazine ilk defa beş yıllık bir vade ile borçlanabilmiş ve dolayısıyla borç yükünün çevrilebilirliğine dair kaygılar giderek azalmıştır. Böylece uzun yıllar para politikasının etkinliği önündeki en önemli engellerden birisi olarak görülen mali baskınlığın Türkiye gündemindeki önemi giderek azalmıştır. Nitekim 2005 yılı itibariyle Kamu Toplam Net Borç Stoku'nun GSMH içindeki payı %55,8'e gerilemiştir. (Şekil 3.8) Böylece örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin amaçlarından biri daha gerçekleşmiş ve açık enflasyon hedeflemesine geçiş için daha uygun bir ortam hazırlamıştır.⁴⁹¹

⁴⁹⁰ Serdengeçti, **72. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açıs Konusması**...ss.3-4

⁴⁹¹ Kara ve Orak, s.45



Şekil 3.8: Kamu Sektörü Toplam Borç Stoku Gelişmeleri(2002-2005)

Kaynak: Kara ve Orak, s.46

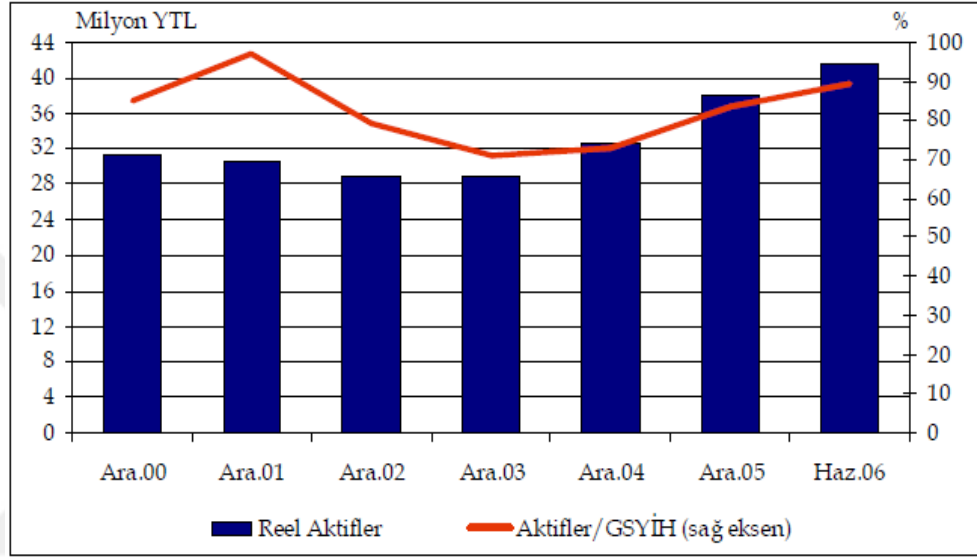
Mali baskınlığın azalmasında etkili olan faktörlerden biri de faiz oranlarında yaşanan gelişmelerdir. Zira söz konusu dönemde bütçe açığının azalması ve borç dinamiklerinin iyileşmesine katkı sağlayan temel faktörlerin başında giderek azalan faiz oranları gelmektedir.

3.3.3.6 Finansal Sistemdeki Gelişmeler

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için diğer bir ön koşul finansal sistemin temellerinin sağlam olmasıdır. Bu ise sağlam bir bankacılık sektörü ile gelişmiş para, sermaye ve döviz kuru piyasalarının varlığına, yani finansal derinliğe bağlıdır. Gelişmiş finansal piyasalar merkez bankası manevra alanını genişleterek aktarım mekanizmasının daha etkili bir şekilde çalışmasını sağlarlar. Finansal piyasaların gelişmişliği ve finansal derinlik göstergeleri olarak bankacılık sektörünün toplam finansal sistem içindeki büyüklüğü, bankacılık sektörünün toplam aktiflerinin GSYİH'ya oranı ile Geniş Tabanlı Para Stokunun GSYİH'ya oranı sayılabilmektedir.

Bankacılık sisteminin gelişmişlik derecesinin ölçülmesinde kullanılan kriterlerden biri bankacılık sektörü toplam aktiflerinin GSYİH'ya oranıdır. Şubat 2001 kriziyle birlikte düşme eğilimine giren Aktifler/GSMH oranı 2003 Aralık ayı itibariyle yükseliş trendine girmiş ve bu oran 2005 yılı sonunda %85,5 iken 2006 yılı Haziran

ayında %89,5'e yükselerek bir önceki yıla göre %16 daha fazla artmıştır (Şekil 3.9). GSYİH'de 18 çeyrektir süren kesintisiz yüksek büyümeye rağmen bankacılık sektörünün bilanço büyüklüğünün GSYİH'ye oranının artması, sektörün daha hızlı büyüdüğünün açık bir göstergesidir.⁴⁹²



Şekil 3.9: Bankacılık Sektörünün Gelişimi

Kaynak: TCMB, 'Finansal İstikrar Raporu' Sayı: 3, Aralık 2006, s.42

Bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyini gösteren bir diğer gösterge mevduatların krediye dönüşüm oranlarıdır. Haziran 2006 itibariyle mevduat ve kredilerin GSYİH'ye oranları ile mevduatın krediye dönüşüm oranı, AB ortalamalarının ve birçok AB ülkesinin gerisinde kalmakla birlikte,⁴⁹³ artmaya devam etmiştir. Bu durum finansal hizmetlere ulaşımın ve bankaların aracılık fonksiyonunun arttığını göstermektedir (Tablo 3.4)⁴⁹⁴

⁴⁹² TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı: 3, Aralık 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Finansal+Istikrar+Raporu>, s.42, (erişim:20.03.2015)

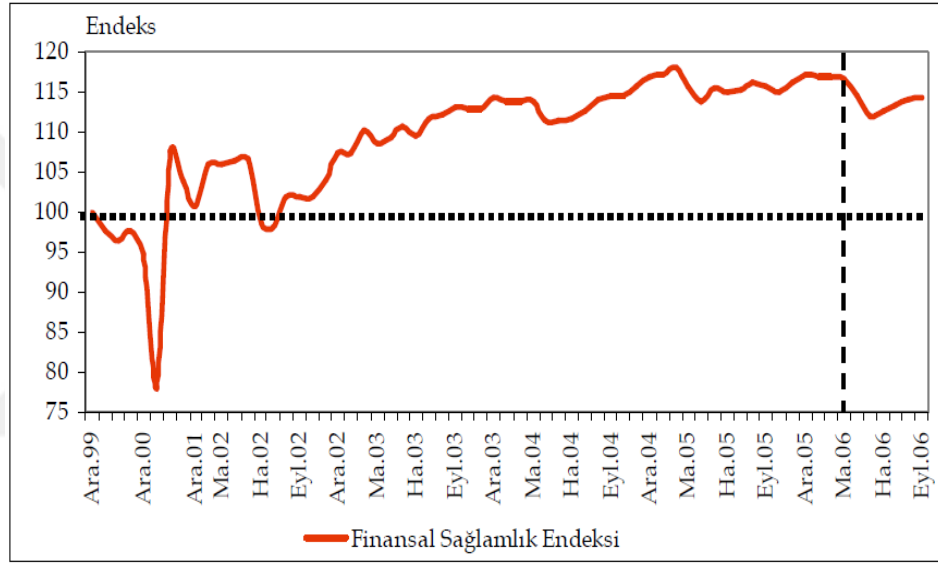
⁴⁹³ TCMB, Finansal İstikrar Raporu Sayı: 2, Haziran 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Finansal+Istikrar+Raporu>, s.40, (erişim:19.03.2015)

⁴⁹⁴ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı:3...s.42

Tablo 3.4 Bankacılık sektörünün Derinlik ve Aracılık Fonksiyonları

| Yıllar | Mevduat/GSYİH | Kredi/GSYİH | Kredi/Mevduat |
|--------|---------------|-------------|---------------|
| 2002 | 51,6 | 22,6 | 43,9 |
| 2003 | 44,3 | 21,8 | 49,1 |
| 2004 | 45,8 | 25,8 | 56,3 |
| 2005 | 51,5 | 33,6 | 65,3 |
| 2006/6 | 55,8 | 40,5 | 72,5 |

Kaynak: TCMB, 'Finansal İstikrar Raporu' Sayı:3...s.43



Şekil 3.10 Finansal Sağlamlık Endeksi

Kaynak: TCMB, 'Finansal İstikrar Raporu' Sayı:3...s.88

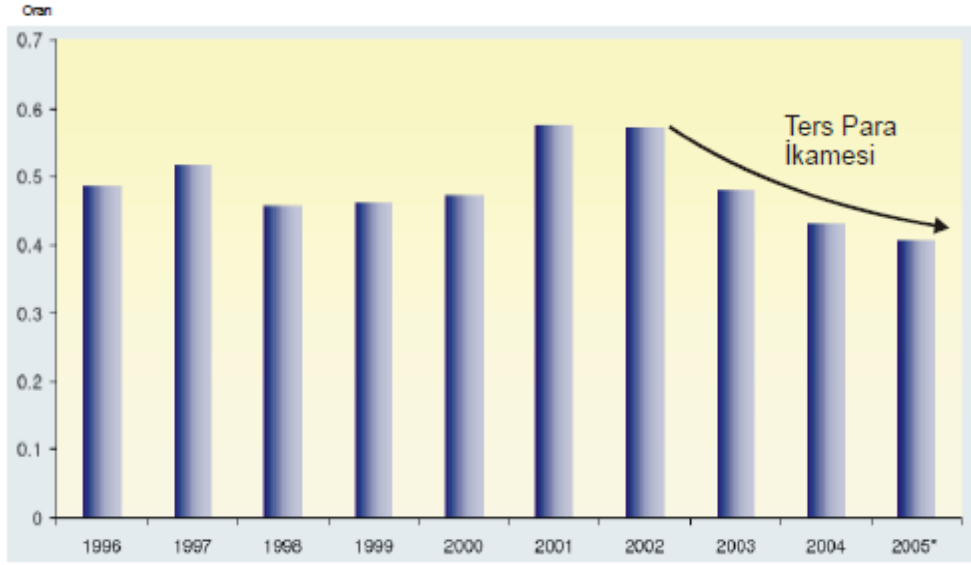
Bankacılık sektörünün gelişmesi ve sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasına bağlı olarak bankacılık sektörünün kırılganlıklarını ve risklerini yansıtan 'Finansal Sağlamlık Endeksi'(FSE)⁴⁹⁵'nin Şubat 2001 krizinden sonra devamlı bir şekilde yükseldiği görülmektedir. Başlangıç seviyesinin 100 olarak kabul edildiği FSE Şubat 2001 krizinde 80 seviyesinin altına düşerken 2005 yılı sonu itibariyle 117,2 seviyesine yükselmiştir. Dönem itibariyle görülen bazı dalgalanmalara rağmen genel olarak FSE'deki yükseliş

⁴⁹⁵ Finansal Sağlamlık Endeksi (FSE); aktif kalitesi, likidite, kur riski, faiz riski, karlılık ve sermaye yeterliliği gibi altı alt endeksten yararlanarak oluşturulan bir 'bileşik gösterge' niteliği taşımaktadır.

trendinin devam etmesi bankacılık sektörünün kırılmalara karşı daha dayanıklı bir hale geldiğini göstermektedir (Şekil 3.10).⁴⁹⁶

Örtük enflasyon hedeflemesi dönemi açısından vurgulanması gereken konulardan biri de dolarizasyonda yaşanan gelişmelerdir. 2001 krizinde zirve yapan dolarizasyonun, örtük enflasyon hedeflemesi sürecinde tersine döndüğü görülmektedir (Şekil 3.11). Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi koşullarında bakıldığında dolarizasyon sürecinin tersine dönmesinde etkili olan iki faktörün öne çıkmaktadır. Birincisi; enflasyonu doğrudan hedefleyen bir para politikası uygulaması ile beklentiler önemli ölçüde yönetilmiş, enflasyon hedefi ile beklenen enflasyon arasındaki farkı ifade eden güvenilirlik açığı giderek azalmış ve uygulanan politikalara güven büyük ölçüde artmıştır. Bu durum uzun yıllar enflasyonla yaşamının hafızalarda oluşturduğu etkilerin, yani enflasyon ataletinin giderek azalmakta olduğunu açık bir göstergesidir. Dolarizasyon düzeyinin azalmasında etkili olan diğer bir faktör ise fiyatlardaki oynaklığın görece olarak döviz kurundaki oynaklıktan daha düşük olmasıdır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan pek çok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin azalması, enflasyon hedeflemesi rejiminin dalgalı döviz kuru rejimi ile birlikte enflasyondaki oynaklığı artırmadan döviz kurundaki oynaklığı artırarak, dolarizasyonu kısıtlayan bir politika olarak uygulanabileceğini göstermektedir.

⁴⁹⁶ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı:3...s.88



Şekil 3.11: Döviz Mevduatının Toplam Mevduat İçindeki Payı

Kaynak: TCMB, **Ekonomik Görünüm**, Nisan 2005, s.46

Sonuç olarak açık enflasyon hedeflemesine başlarken ideal anlamda tüm ön koşulların sağlandığını söylemek zor olsa da bu konuda önemli ilerlemelerin sağlandığı da bir gerçektir. Türkiye’de ön koşulların yerine getirilmesi sürecinde yaşanan gelişmelerin enflasyon hedeflemesini kabul eden diğer gelişmekte olan ülkeler ile benzer yönlerinin olduğu ve diğer ülkelerde de enflasyon hedeflemesi rejiminin teorik olarak öngördüğü tüm koşulların tam anlamı ile aynı anda sağlanmasının söz konusu olmadığı görülmektedir. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesi rejimine başlarken her ülke için her kategoride ideal duruma yakınsama oranları, ülkelerin kendilerine has karakteristikleri nedeniyle farklılıklar gösterebilmektedir.

3.4 AÇIK ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİ

2001 krizinden sonra döviz kuru hedeflemesinin terk edilip Türk lirasının dalgalanmaya bırakılması sonrasında 2002 yılında uygulamaya konulan örtük enflasyon hedeflemesinin temel amacı yukarıda da ifade edildiği üzere tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçebilmek için uygun bir ortam hazırlamak olmuştur. Bu bağlamda TCMB uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan

kendisi belirleyerek ve kamu kesimine kredi verme yükünden kurtularak daha otonom bir yapıya kavuşmuştur. Bununla birlikte dalgalı kur rejimi benimsenmiş, Türk lirasından altı sıfır atılarak para reformu gerçekleştirilmiş, enflasyon hedeflerine ulaşılmış ve TCMB'nin güvenilirliği artmıştır. Para politikasına karşı oluşan güvene bağlı olarak ters dolarizasyon süreci başlamış ve böylece TCMB'nin para politikası üzerindeki kontrolü daha da artmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2006 yılları arasında, bu anlamda enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşullarının büyük ölçüde gerçekleşmesi ve gerekli güven ortamının oluşmasında önemli mesafeler alınması sonucu açık enflasyon hedeflemesine yakınsama sağlanmış ve böylece daha önce planlandığı üzere Türkiye, 2006 yılı başında parasal büyüklükleri nominal çapa olmaktan çıkarıp sadece enflasyon oranının nominal çapa olduğu veya enflasyonun doğrudan hedeflendiği bir para politikası rejimi olan enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamıştır.

3.4.1 Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi

Enflasyon hedeflemesi bir katı kurallar rejimi olmaktan çok para politikası ile ilgili bir çerçeve sunan rejimdir. Bu anlamda her ülkenin içinde bulunduğu koşullardan dolayı, enflasyon hedeflemesi uygulaması farklılıklar gösterebilmektedir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesi oluşturulurken, bu rejimi uygulayan ülkeler TCMB tarafından ayrıntılı bir şekilde incelenmiş ve ülke deneyimleri doğrultusunda rejimin genel çerçevesi Türkiye’ye özgü bir şekilde oluşturulmuştur. İkinci bölümde enflasyon hedeflemesi rejiminin operasyonel çerçevesi ayrıntıları ile incelendiği için bu bölümde sadece Türkiye’deki uygulamalara kısa bir şekilde değinilecektir.

3.4.1.1 Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi

Enflasyon hedefine ulaşılmasında para politikasının yanında diğer ekonomi politikalarının hangi yönde uygulandığı ve para politikası ile arasındaki işbirliği oldukça önemlidir. Bu çerçevede hükümetin uyguladığı politikaları enflasyon hedefi doğrultusunda para politikası ile uyumlaştırması enflasyonun düşürülmesinde önemli rol

oyunmaktadır. Bununla birlikte uygulanan para politikası stratejisinin hükümet tarafından desteklenmesi, ekonomik birimlerin uygulanan para politikasına ve enflasyon hedeflerine duyduğu güveni artırmaktadır. Tüm bunlar göz önüne alınarak, 2001 yılında TCMB Kanunu'nda yapılan değişiklik ile rakamsal enflasyon hedefinin ne olacağını Hükümet ve TCMB'nin birlikte belirlenmesi hükme bağlanmıştır.

Hükümetin Merkez Bankası ile birlikte enflasyon hedefini belirlemede yetkili taraflardan biri olmasının bir sonucu olarak hedefleri sahiplenmesi fiyat istikrarı açısından bir avantaj iken diğer taraftan hükümetin Merkez bankasına göre daha kısa vadeli bir bakış açısına sahip olmaları enflasyon hedefinin arzulanan oranın üstünde belirlenmesine yol açabilir. Bu ise fiyat istikrarı amacının gerçekleşmesini zora sokabilir.⁴⁹⁷

3.4.1.2 Hedefin Niteliği

Diğer enflasyon hedefleyici ülkelerin tamamında olduğu gibi operasyonel hedef olarak Türkiye'de de toplumun her kesimi tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için, enflasyon hedefinin Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir.

TÜFE enflasyonu hane halkının tüketim sepeti kısmındaki tüm ürünlerin fiyatlarındaki değişimleri yansıtan bir endekstir. Tüketim sepetinin homojen olmayan yapısının bir gereği olarak fiyat endeksi birbirinden farklı fiyat dinamiklerini göstermekte ve buna bağlı olarak mal ve hizmetlerin fiyat değişim sıklığı, zamanlaması ve büyüklüğü de farklılaşmaktadır. Dolayısıyla bazı mal ve hizmetlerin fiyatları aşırı oynaklık gösterebilmekte veya geçici şoklara maruz kalabilmektedir. Bu tarz fiyat değişimleri kendi başlarına anlamlı ve belirgin olup TÜFE üzerinde etkili olsa da, tüketici fiyatlarının genel eğilimi hakkında sınırlı bilgi ihtiva etmektedirler.

TÜFE'nin gıda ve enerji fiyatları gibi para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan etkilenmesinden dolayı enflasyonun temel eğiliminin daha iyi

anlaşılabilmesi ve para politikalarının denetiminde olmayan unsurlardan arındırılması için Merkez Bankası TÜFE yanında enflasyon analizi ve iletişim politikasının bir parçası olarak Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (ÖKTG)'ni de kullanmaktadır. Politika çerçevesinde bu bakış açısı, geçici şokların ve dalgalanmaların etkisinin bir süre sonra ortadan kalkacağı, orta vadede ise genel enflasyonun yönü ve seyri açısından belirleyici olan enflasyonun kalıcı kısmı olduğu görüşüne dayanmaktadır. Bu sebeple politika yapıcılarının açısından orta vadeli öngörülerin sağlıklı yapılabilmesi için güncel enflasyon sürecinin daha iyi anlaşılabilmesi ve ana eğilimin doğru tespit edilmesi gerekir. Dolayısıyla genel tüketici enflasyonuna göre daha homojen olan çekirdek kısmı da takip edilmektedir. Bu göstergeler, temel görevi fiyat istikrarı olan merkez bankalarının enflasyonun ana eğilimini takip edebilmek amacıyla sıklıkla kullandıkları serilerdir.⁴⁹⁸

ÖKTG serilerinin yüzde değişimi iktisat literatüründe karşılığını 'çekirdek enflasyon' olarak bulmaktadır. Enflasyona yönelik şoklar dönemler itibarıyla farklı nitelikte olabileceği için tek bir 'çekirdek enflasyon' göstergesinin para politikası denetiminde olmayan bütün unsurları dışlaması zordur. Bu yüzden çekirdek olarak nitelenebilecek tek bir gösterge yerine farklı dışsal şokların ayrıştırılmasına yardımcı olabilecek birden fazla göstergenin bir arada değerlendirilmesi yaklaşımı benimsenmiştir.⁴⁹⁹ Bununla birlikte tek bir göstergenin çekirdek enflasyon olarak tanımlanması mümkün olmasa da, göstergelerden bazıları zaman zaman ön plana çıkabilmektedir. Örneğin petrol fiyatlarının çok yüksek artışlar gösterdiği bir dönemde enerji kalemini dışlayan endeks, ya da tarım fiyatlarının aşırı dalgalandığı dönemlerde

⁴⁹⁷ Kara ve Orak, s.11

⁴⁹⁸ Oğuz Atuk, M. Utku Özmen ve Necati Tekatlı, "Çekirdek Enflasyon Göstergelerinin Kullanımı Üzerine Bir Değerlendirme" **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 2011-01/ 24 Ocak 2011, s.2

⁴⁹⁹ Uygulamada yedi farklı özel kapsamlı gösterge, dolayısıyla yedi farklı çekirdek enflasyon söz konusudur. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri(ÖKTG): Mevsimlik ürünler hariç TÜFE (A), İşlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE(B), Enerji hariç TÜFE(C), İşlenmemiş gıda ürünleri ve enerji hariç TÜFE(D), Enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri hariç TÜFE(E), Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç TÜFE(F), Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler, dolaylı vergiler ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE(G) ve bunlara ek olarak ekonomik analizlerde ve tartışmalarda en yaygın olarak kullanılan ÖKTG; işlenmemiş gıda, enerji, alkol ve tütün ürünleri ile altın hariç TÜFE(H) ve gıda, enerji, alkol ve tütün ürünleri ile altın hariç TÜFE(I) şeklinde iki farklı gösterge daha kullanılmaktadır.

işlenmemiş gıda grubunu dışlayan endeks enflasyonun ana eğilimi konusunda daha zengin bilgi içerebilmektedir. Ancak başka dönemlerde bu göstergelerin içerdiği bilgiler yeterli olmayabilir.⁵⁰⁰

ÖKTG ile ilgili olarak iki önemli hususun göz ardı edilmemesi gerekir. Bunlardan biri özel kapsamlı göstergelerin para otoritesi tarafından değil de, TÜİK tarafından hesaplanıyor ve açıklanıyor olmasıdır. Bu ise para politikası çerçevesinin şeffaflığına hizmet eden önemli bir uygulama biçimidir. ÖKTG ile ilgili diğer bir husus ise, göstergelerin para politikasının oluşumuna ve performansının değerlendirmesine yardımcı olacak şekilde tasarlanmış olmalarıdır. Diğer bir ifadeyle, göstergeler TÜFE'ye alternatif teşkil etmemekte olup, tersine TÜFE ve ÖKTG bilgi kümeleri birbirini tamamlamaktadır. Göstergeler birbirinden keskin çizgilerle ayrılmamakta, bir arada ve TÜFE ile birlikte kullanıldığında anlamsal bütünlüğe kavuşmaktadır. Bu nedenle, enflasyon analizi yapılırken özel göstergelerin süreklilik arz eden bir bütün olarak ele alınması yaklaşımı benimsenmiştir.⁵⁰¹

3.4.1.3 Enflasyon Hedefinin Şekli

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkeler incelendiğinde enflasyon hedefinin seçiminde farklılıkların olduğu görülmektedir. Enflasyon hedefi nokta hedef, nokta hedef ile birlikte bir tolerans aralığı veya bir nokta hedef olmaksızın bir bant olarak hedeflendiği görülmektedir. Bu bağlamda enflasyon hedefleyici 27 ülkeden 5'i bir tolerans veya belirsizlik aralığı olmaksızın nokta hedef, Türkiye'nin de içinde olduğu 17 ülkenin nokta hedef etrafında tolerans aralığı ve 5'inin ise bant hedefi tercih etmişlerdir.⁵⁰²

Türkiye, kolay anlaşılabilir olması ve buna bağlı olarak iletişim açısından önemli avantajlar sağlaması ve bekleyişleri yönlendirmede daha etkili olmasından dolayı

⁵⁰⁰ TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası...**, s.9

⁵⁰¹TCMB, **Enflasyon Raporu 2006-I**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/enflasyon+raporu>, (Erişim:12.12.2014), s.14

⁵⁰² Hammond, *The State of the Art of Inflation Targeting...* p.9

enflasyon hedefini belirsizlik aralığı her iki yönde iki puan olacak şekilde nokta hedef olarak seçmiştir.⁵⁰³

Enflasyon hedeflemesinin operasyonel yönünün incelendiği ikinci bölümde belirtildiği üzere bir nokta etrafında belirsizlik aralığının geniş olması hedefin bazı eleştirilere maruz kalmasına neden olabilmektedir. Belirsizlik aralığının varlığı durumunda, öncelikle enflasyon bekleyişleri nokta hedef yerine belirsizlik aralığına odaklanma eğilimi içinde olabilirler. Böylece ekonomik ajanlar zamanla nokta hedef yerine belirsizlik aralığının üst sınırını referans olarak kabul edecekleri için enflasyon hedefinin çapa olma niteliğini kaybetme tehlikesi oluşabilir. Buna bağlı olarak nokta hedefin tutturulması daha da zorlaşacaktır. Diğer taraftan belirsizlik aralığının geniş tutulması merkez bankasının fiyat istikrarı konusundaki kararlılığında ekonomik ajanlar arasında şüpheye neden olmak suretiyle para politikasına olan güveni zayıflatabilir.

3.4.1.4 Hedeften Sapma ve Hesap Verme

Enflasyon hedefi daha önce belirtildiği üzere TÜFE gibi son derece geniş kapsamlı bir gösterge üzerinden tanımlanmaktadır. Söz konusu endekste, gıda, enerji ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar gibi, para politikasının etki alanı dışında kalan çok sayıda kalem yer almaktadır. Ayrıca, Türkiye gibi gelişmekte olan açık ekonomilerde döviz kurundaki kısa vadeli hareketler enflasyon üzerinde öngörülemeyen geçici dalgalanmalara yol açabilmektedir. Para politikasının kendi kontrolü dışındaki unsurlara ani tepki vermesi makroekonomik değişkenlerdeki oynaklığı artıracığından, enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları orta vadeli bir yaklaşımla hareket etmekte ve beklentiler kontrol altında olduğu sürece enflasyondaki geçici dalgalanmalara izin vermektedir. Bu bağlamda, belirsizlik aralığının oluşturulmasındaki temel amaç,

⁵⁰³ TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**...s.20

enflasyonun nokta hedef etrafındaki sapmalara hesap verebilirlik ilkesi açısından ne ölçüde tolerans gösterileceğine dair ölçülebilir bir kriter oluşturmaktır.⁵⁰⁴

Türkiye’de nokta hedef etrafında tanımlanan belirsizlik aralığının nokta hedef etrafında her iki yöne ± 2 puan olacak şekilde geniş tutulmuştur. Belirsizlik aralığının bu şekilde geniş tutulmasının nedeni, enflasyonun TÜFE gibi bir gösterge ile ölçülüyor olmasından dolayı özellikle para politikasının kontrolü dışında olan bazı unsurlardan etkilenerek hedeften kolayca sapabilmesi ve bununla birlikte ekonomide veri ve model belirsizliğinin var olması olarak ifade edilmektedir.⁵⁰⁵

Merkez Bankası’nın nokta hedef etrafında bir aralık oluşturması, para politikasının normalin üzerinde gevşetileceği anlamına gelmemelidir. Enflasyonun belirsizlik aralığı içinde belirlenen nokta hedeften sapması, diğer bir ifadeyle, gerçekleşen enflasyon ile hedef enflasyon arasındaki farkın mutlak değeri 2 puanı aştığı takdirde hesap verme yükümlülüğü devreye girmektedir. Bu bağlamda enflasyonun hedeften belirgin bir şekilde sapması durumunda Merkez bankası söz konusu gelişmenin nedenlerini yayımladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna açıklayarak hesap verme durumunda olacaktır.⁵⁰⁶

Belirtilmesi gereken diğer bir nokta, Merkez Bankasının hedeften aşağı ve yukarı yönlü sapmaları aynı şekilde değerlendirmesidir. Oysa örtük enflasyon hedeflemesi döneminde farklı bir uygulama görülmektedir. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde kronik enflasyonist ortamdan tek haneli rakamlara giderken temel amaç yüksek enflasyonu düşürmek olduğundan, enflasyonun hedeflerin altında kalması bekleyişleri olumsuz etkilememiş, tersine enflasyondaki düşüşün süreceğine dair algıları kuvvetlendirmiştir. Dolayısıyla, söz konusu dönemde enflasyonun hedeflerin altında kalması, üzerinde kalmasına oranla daha kabul edilebilir bir durum olarak

⁵⁰⁴TCMB, **2008 Yılında Para ve Kur Politikası**, Ankara, 18 Aralık 2007, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Temel+Politika+Metinleri/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri>, (Erişim:12.12.2014)

⁵⁰⁵ Kara ve Orak, s.49

⁵⁰⁶ TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası...s.6

değerlendirilmiştir. Bu bağlamda Merkez Bankası'nın ilan ettiği hedefler, örtük bir şekilde 'üst sınır' olarak algılanmıştır. Açık enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon belli bir istikrara kavuştuğu için Merkez Bankası mevcut yaklaşımı terk ederek hedeften aşağı veya yukarı yönlü sapmaları aynı şekilde değerlendireceğini ve sapmanın nedenlerini açıklanması gereken bir durum olduğunu ifade etmiştir.⁵⁰⁷ Ancak, Açık enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyondaki sapmaların alt ve üst sınır için aynı şekilde değerlendirilmesi genel bir politika yaklaşımı olsa da Merkez Bankası gerekli gördüğü durumlarda bunun aksine davranılabilmektedir

Merkez Bankası Kanunu'nun 42. Maddesinde 'Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar' hükmü yer almaktadır. Bu bağlamda Merkez Bankası herhangi bir dönemde, enflasyon gerçekleştirmelerinin ya da tahminlerinin hedeflerden sapma gösterdiği durumları iki şekilde değerlendirecektir. Öncelikle üçer aylık dönemler sonu itibarıyla enflasyonun yıl içinde belirsizlik aralığının dışında kalması durumunda bunun nedenlerinin ve hedefe tekrar ulaşılması için alınması gereken önlemlerin üç ayda bir yayımlanmakta olan Enflasyon Raporu aracılığıyla açıklanacağı belirtilmiştir. Böylece enflasyon hedeflemesinin temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu aynı zamanda hesap verebilirlik mekanizmasının da temel araçlarından biri olma işlevini üstlenmiştir. Enflasyonun yılsonunda hedeften her iki yönde iki puandan daha fazla 'aşırı sapma' durumunda ise farklı bir hesap verebilirlik mekanizması devreye girecektir. Bu durumda Merkez Bankası Hükümete ayrıntılı bir mektup yazacak ve bu metni kamuoyu ile paylaşacaktır.⁵⁰⁸ Bu bağlamda hükümet; 2006, 2007, 2008, 2011,2013 ve 2014 yıllarında yılsonu enflasyonunun belirsizlik aralığının üst sınırını aşması, diğer bir ifade ile gerçekleşen enflasyonun hedef enflasyonu 2 puanın üzerinde aşması üzerine, Merkez Bankası, Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesi gereğince sapmanın nedenlerini ve

⁵⁰⁷ TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası...s.5

tekrar hedefe yakınsanabilmesi için alınması gereken tedbirleri/politika kararlarını Hükümet'e yazdığı "Açık Mektup"lar ile açıklamıştır.

Ayrıca, enflasyon Raporu, Başkan tarafından Banka faaliyetleri ve para politikası uygulamaları hakkında Bakanlar Kurulu'na ve TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'na yılda iki defa yapılan sunumlar, Yıllık Rapor, her ay açıklanan Para Politikası Kurulu toplantı özetleri, her ay enflasyon verilerinin açıklanmasını takip eden iş günü içinde yayımlanan Fiyat Gelişmeleri Raporu, yılda iki kez yayımlanan Finansal istikrar Raporu, Merkez Bankası yetkililerinin yurt içi ve yurt dışı toplantılarda yaptıkları sunum ve konuşmalar da kamuoyunun bilgilendirilmesinde önemli rol oynamakta ve hesap verebilirlik ilkesine hizmet etmektedir.⁵⁰⁹

3.4.1.5 Zaman Ufku

Türkiye'de orta vadeli bir yaklaşım çerçevesinde üç yıllık bütçe uygulamasına başlanması, enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığı ve enflasyon hedeflerinin diğer makroekonomik değişkenler ile uyumunun sağlanması amacıyla hedefler üç yıllık bir süre için belirlenmiştir. Bu uygulamada orta vadeli enflasyon hedefinin ön plana çıktığı görülmektedir. Merkez Bankası açısından orta vadede önemli olan enflasyondaki geçici dalgalanmalardan ziyade enflasyonun aşamalı bir şekilde aşağı inerek üçüncü yılın sonunda belirli bir istikrara kavuşması ve sonrasında bu istikrarın devam etmesidir. Bu bağlamda büyük dışsal şokların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine anında tepki verilmemekte, orta vadeli hedeflere vurgu yapılarak politika tepkisi zamana yayılmaktadır. Bu yaklaşımın bir gereği olarak Merkez Bankası'nın enflasyonu hedeften uzaklaştıran bir şokun hangi oranda kalıcı, hangi oranda geçici nitelik taşıdığını

⁵⁰⁸ TCMB, **2009 Yılında Para ve Kur Politikası**, 16 Aralık 2008, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Temel+Politika+Metinleri/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri>, (Erişim:15.12.2014), ss.8-9

⁵⁰⁹ Olcay Yücel Çulha ve Neslihan Kaya, Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hesap Verme Araçları, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı:09-01/23 Kasım 2009, s.4

kamuoyuna açık bir şekilde anlatması, hedefe tekrar yakınsamaya yönelik politikalar uygulaması ve 42. Maddede belirlenen hususları yerine getirmesi gerekmektedir.⁵¹⁰

Zaman ile ilgili bir diğer kavram olan 'kontrol ufku' para politikasının enflasyonu etkileme süresi olarak ifade edilmektedir. Daha öncede ifade edildiği gibi para politikasının enflasyon üzerindeki etkisi gecikmeli olduğu gibi bu gecikmeye ilişkin süre de belirsizdir. Bununla birlikte son dönemdeki normalleşme süreci çerçevesinde para politikasının enflasyonu etkileme süresi ile ilgili gözlemler sonucunda para politikası tedbirlerinin iç talebi etkileme süresinin yaklaşık 3 ile 9 ay arasında değiştiği; talepteki değişimin enflasyona etkisinin ise 1 ile 3 yıl arasında gerçekleştiği görülmüştür. Buradan hareketle, para politikasının enflasyon üzerindeki etkilerinin ortalama olarak bir buçuk yıllık bir zaman dilimine yayıldığı söylenebilir. Para politikasının enflasyon üzerindeki gecikmeli etkilerini göz önüne alan Merkez Bankası 2006 yılında yayımlanan temel politika metninde politika ufkunu ortalama bir buçuk yıl olarak belirtmiş ve ekonomi normalleştikçe para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin daha gecikmeli ortaya çıkacağı ve kontrol ufkunun uzayabileceği değerlendirmesi yapılmıştır.⁵¹¹

Enflasyon hedeflemesi rejiminde zaman ile ilgili diğer bir kavram ise tahmin ufkudur. Tahmin ufku, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerde bir yıl ila dört yıl arasında değişiklik göstermekle birlikte genel olarak ülkelerin büyük bir kısmında iki yıl olarak belirlenmiştir. Türkiye'de açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilen 2006 yılında enflasyon tahminleri bir buçuk yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde açıklanmıştır. 2007 yılından itibaren Merkez Bankası da ekonomik birimlerin önlerini daha iyi görebilmeleri amacıyla diğer birçok ülkede olduğu gibi tahminlerin iki yıl için

⁵¹⁰ TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**...s.8

⁵¹¹TCMB, **2007 Yılında Para ve Kur Politikası**, 13 Aralık 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Temel+Politika+Metinleri/Para+ve+Kur+Politikası+Metinleri>, (Erişim:23.12.2014), s.4

verilmesini kararlaştırılırken⁵¹² 2008 yılı Nisan ayı itibariyle bu süreyi üç yıla çıkarmıştır.⁵¹³

3.4.1.6 Hedeflerin Değiştirilme Koşulları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı, temel olarak, merkez bankasının kamuoyu nezdinde güvenilirlik kazanarak, iktisadi birimlerin kararlarını para politikasının hedefleri doğrultusunda şekillendirebilme yeteneğine bağlıdır. Bu bağlamda, çapa olmalarından dolayı enflasyon hedeflerine, piyasaların beklentilerini şekillendirmede önemli bir rol düşmektedir. Enflasyon hedefinin güçlü bir nominal çapa olabilme ve buna bağlı olarak da bekleyişleri yönlendirebilmesi için merkez bankasının taahhütlerine sıkı bir şekilde bağlı olması gerekir. Merkez bankasının yerine getirmekle kendisini yükümlü kıldığı taahhütlerin başında ise enflasyon hedefleri gelmektedir. Dolayısıyla merkez bankasının güvenilirliği bir anlamda ilan etmiş olduğu hedeflerin güvenilirliğine bağlıdır. Kredibilitesi yüksek olan enflasyon hedeflerinin, enflasyon beklentilerini yönlendirebilme gücü de yüksek olacaktır. Merkez bankasının önceden ilan ettiği hedefleri sık sık değiştirmesi kamuoyunun merkez bankasına olan güvenin azalmasına ve enflasyon hedeflerinin çapa olma niteliğini yitirmesine neden olacaktır. Sonuç olarak enflasyon hedeflerinin bekleyişleri yönlendirme fonksiyonunu yerine getirmesi güçleşecektir.

Enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen ülkelerde genel kabul gören uygulama, enflasyon beklentilerinde bir bozulmaya neden olmadığı sürece para politikasının geçici arz şoklarına tepki vermemesi ve enflasyon oranlarında kısa vadede geçici yükselişlere izin verilmesidir. Merkez bankalarının, arz yönlü şokların kendi kendine geçmesini beklemekten başka yapacakları bir şey olmadığı standart bir söylem olmuştur. Ancak merkez bankasının kontrolü dışında olan gıda ve enerji gibi kalemlerin fiyatlarındaki yüksek oranlı artışların uzun bir süre sürmesi ve bu artışın süreceğine dair öngörülebilir gelecekte devam edebileceği yönünde kanaatlerin oluşması durumunda

⁵¹² TCMK, 2007 Yılında Para ve Kur Politikası...s.4

⁵¹³ TCMB, 2009 Yılında Para ve Kur Politikası...s.9

bu söylemin geçerliliği sorgulanır hale gelir. Merkez bankalarının bir noktada enflasyondaki artışa nereye kadar tahammül edecekleri konusunda bir karar vermeleri gerekir. Bu şartlar altında merkez bankası ya hedefleri değiştirmeden hedeflere uygun bir politika takip edecek, ya da enflasyon hedeflerinin ulaşılabilir bir düzeye revize edilmesi ve yeni hedeflerin gerektirdiği bir para politikasının taviz verilmeden uygulayacaktır. Bu seçeneğin tercih edilmesi durumunda ekonomideki belirsizlikler kontrol altına alınarak karar alıcıların kullanabilecekleri yeni bir çapa oluşturulacaktır.⁵¹⁴

Bu noktada, enflasyon hedeflemesi rejiminin temel ilkeleri çerçevesinde, hedef revizyonu ancak para politikası denetimi dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve buna bağlı olarak, hedeflerin iktisadi birimler açısından anlamını yitirmesi ve bu durumun merkez bankalarının kredibilite kaybına düşerek, enflasyonla mücadele sürecinin maliyetini artırması durumunda gündeme geleceğini ifade etmektedir. Bu şartlar altında TCMB yeni hedefin yasa gereği olarak hükümet ile birlikte saptanacağını açıklamıştır.⁵¹⁵

Esas itibariyle para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklanmış olsa da rejimin ilk iki yılında yılsonu enflasyon hedeflerinin belirgin olarak aşılması ve 2008 yılında da enflasyon görünümünü etkileyen unsurlara dair yapılan değerlendirmeler sonucunda para politikasının temkinli duruşu altında dahi %4 hedefine ulaşmanın oldukça uzun bir süre alacağını ve yılın yarısına gelindiğinde bu hedefin aşılabileceğini öngörülebilmiş olması, enflasyon hedeflerinin beklentiler için referans teşkil etme işlevinin zamanla zayıflamasına neden olmuştur. TCMB, beklentilerin oluşturulmasına ilişkin davranış biçimlerindeki bozulmanın kalıcı olması halinde enflasyonla mücadelenin daha da yükseleceğini öngörerek, enflasyon beklentilerini tekrar kontrol altına almak ve enflasyon hedeflemesi rejimine güvenilirliği yeniden tesis etmek için enflasyon hedeflerinin 2009 ve sonrası için yukarı yönlü olarak güncellenmesinin gerekliliği vurgulamıştır. Bu doğrultuda Merkez Bankası Haziran

⁵¹⁴ Durmuş Yılmaz, Küresel Zorluklar Karşısında Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği, TCMB, İstanbul 25 Haziran 2008, ss. 5-8

⁵¹⁵ TCMB, **2007 Yılında Para ve Kur Politikası**...s.10

2008’de Hükümete göndermiş olduğu Açık Mektup’ta hedef revizyonlarının gerekliliğini ayrıntıları ile açıklayarak daha önce belirlenen %4 hedefine doğru daha yavaş ve kademeli olarak ulaşmayı sağlayacak yeni bir hedef patikasını ortaya koymuştur.. Böylece, iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken referans alabilecekleri daha gerçekçi enflasyon hedefleri belirlenerek, enflasyon beklentilerinin kontrol edilmesi ve enflasyonla mücadelenin maliyetinin azaltılması amaçlanmıştır.⁵¹⁶

Merkez bankası güncellenen hedeflerin enflasyon beklentilerindeki bozulmayı sınırlamak amacıyla, söz konusu hedeflerden sapmalara karşı simetrik olmayan bir yaklaşım sergileyeceği ve bu bağlamda enflasyonun hedeflerin altında kalması, üzerinde kalmasına tercih edileceği ifade edilmiştir.⁵¹⁷

Hedef revizyonu merkez bankalarının karşı karşıya kaldıkları sınır koyma probleminde Merkez Bankası’nın getirdiği bir çözüm olarak görülmektedir. Bununla birlikte hedef revizyonu ancak gerekli politika duruşu ile desteklendiği takdirde sonuç verebilecektir. Bu nedenle para politikasının açıklanan yukarı yönlü enflasyon hedeflerindeki değişim ile uyumlu bir parasal sıkılaştırma oluşturmaktadır. Belirlenen yeni hedefler, politika tepkisinin neye göre verildiğini, neden parasal sıkılaştırma yapıldığını ve gerektiği takdirde nereye kadar sıkılaştırmaya devam edeceğini gösteren bir referans niteliğindedir. Bir başka ifade ile, Merkez Bankası hedef revizyonu ile arz yönlü şokların birincil etkilerine ne dereceye kadar müsaade edebileceğini ilan etmiş sayılmaktadır.⁵¹⁸

Enflasyon oranlarının revize edilmesi şokların niteliğine ve süresine bağlı olarak değişmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken husus değişen koşullar çerçevesinde enflasyon hedefinin mi yoksa enflasyon tahmininin mi revize edileceğidir. Yukarıda da belirtildiği gibi para politikasının denetimi dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden

⁵¹⁶ Yusuf Soner Başkaya, Eda Gülşen ve Musa Orak, 2008 Hedef Revizyonu Öncesi ve Sonrasında Enflasyon Beklentileri, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 2010-1/25 Ocak 2010, ss.1-2,

⁵¹⁷ TCMB, **Hükümete Gönderilen Açık Mektup**, Sayı:2008-24, ([http:// www. tcmb .gov. tr/yeni/duyuru/2008/DUY2008-24.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/DUY2008-24.pdf), (25.12.2014)

⁵¹⁸ Yılmaz, Küresel Zorluklar Karşısında Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği...s.9

çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumunda enflasyon ‘hedefinin’ revize edileceği belirtilmektedir. Tersine şokların geçici olması durumunda, enflasyon hedefleri değil, enflasyon ‘tahminleri’ revize edilecektir.⁵¹⁹

3.4.1.7 Karar Alma Süreci ve İletişim

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı açısından önemli faktörlerden biri de etkili bir iletişim politikası ve şeffaflık ilkesine yönelik uygulamalardır. Diğer para politikası rejimlerinden farklı olarak, enflasyon hedeflemesi rejimi altında geleceğe yönelik enflasyon hedefleri konulması ve bu hedeflere ulaşacağıın merkez bankası tarafından taahhüt edilmesi, ekonomik birimlere geçmiş enflasyon dışında referans alabilecekleri bir başka enflasyon oranı daha sunmaktadır. Toplumun bu hedefe ve uygulanan politikalara güvenin sağlanması ve enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefi ile uyumlu olması için merkez bankasının etkili bir iletişim politikası yürütmesi gerekir.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş yılı olan 2006’dan günümüze kadar ki süreçte para politikasının temel iletişim araçları Enflasyon Raporları ve Para Politikası Kurulu duyurularıdır. Para Politikası Kurul’u önceden açıklanan bir takvim çerçevesinde aylık olarak toplanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde temel iletişim araçlarından bir diğeri ise enflasyon raporudur. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi ile birlikte daha önce üç ayda bir yayımlanan Para Politikası Raporu yerine para politikası temel iletişim aracı olarak yine üç ayda bir yayımlanan Enflasyon Raporu geçmiştir. Rapor’un yayım tarihleri Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarının son haftası olarak belirlenmiştir.. Rapor’daki en büyük yenilik, Merkez Bankası’nın enflasyon öngörülerini yayımlamış olmasıdır. Geçmiş raporda yer alan öngörülerde bir değişiklik olması durumunda ise güncel öngörülerin bir önceki döneme oranla neden farklılaştığına

⁵¹⁹ TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası...s.9

ilişkin bilgiler vermek suretiyle bir anlamda şeffaflık ve hesap verebilirliğin de bir aracı konumuna gelmiştir.⁵²⁰

Enflasyon Raporu ve para Politikası Kurulu duyuruları dışında TCMB'nin diğer iletişim araçları şunlardır:⁵²¹ Yılda iki defa yayınlanan Finansal İstikrar Raporu, konuşmalar, basın duyuruları, hükümete açık mektuplar, aylık fiyat gelişmeleri, yıllık paraq ve kur metinleri, TCMB Stratejik Planı, kitapçıklar, yayınlar ve veriler iletişim araçları arasında sayılmaktadır

3.4.2 Döviz Kuru Politikası

Merkez Bankası'nın örtük enflasyon hedeflemesine geçtiği 2002 yılından sonra yaşanan iktisadi dönüşüm ve makroekonomik istikrar sürecinde daha önce de ifade edildiği gibi “dolarizasyon” olgusu önemini yitirmiş ve ekonomik ajanlar portföylerinde daha çok Türk lirası cinsinden mali varlık bulundurmaya tercih etmiştir. Böylece dolarizasyon yerini “ters dolarizasyon”a bırakmıştır. Bir taraftan ödemeler dengesindeki olumlu gelişmeler, diğer taraftan yaşanan ters dolarizasyon sürecine bağlı olarak ekonomide döviz arzı artarken, döviz talebinde ise azalma olmuştur. İlke olarak dalgalı döviz kuru rejiminde Merkez Bankası'nın bu duruma müdahale etmemesi gerekmektedir.

Dalgalı döviz kuru rejiminde döviz kuru ne bir hedef, ne de bir politika aracıdır. Merkez Bankası'nın hedef olarak aldığı tek değişken enflasyon iken, hedeflerine ulaşmak için kullandığı temel politika aracı ise kısa vadeli faizlerdir. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın döviz kuru, büyüme veya cari açık gibi bir değişkeni hedeflemesi söz konusu değildir. Temel ilke olarak döviz kuru seviyesinin arz ve talep koşullarına bağlı olarak belirlenmesi, döviz kurunun bir para politikası aracı olarak kullanılmaması ve Merkez Bankası'nın bir kur hedefinin bulunmaması, kısacası Merkez Bankası'nın döviz kuru seviyesine müdahale etmemesi, Merkez Bankası açısından döviz rezervleri

⁵²⁰ TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası,...s.14

düzeının sabit ya da öngörülebilir kur rejimlerindekine göre daha önemsiz olduğunu göstermektedir. Oysa gelişmekte olan ekonomilerde, karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesi ve ülkeye duyulan güvenin artırılması açısından, Türkiye'nin de içinde bulunduğu bu tür ülkelerde, dalgalı kur rejimi uygulanıyor olsa da döviz rezervlerinin düzeyi önemlidir. Güçlü döviz rezervine sahip olmanın uygulanan programa ilişkin güvenin artmasına sağlayacağı katkı, Hazine'nin dış borç ödemeleri, ülkemize özgü bir durum olan ve Merkez Bankası bilançounda yükümlülükler içinde önemli bir yer tutan yüksek maliyetli işçi dövizini hesaplarının uzun vadede aşamalı olarak azaltılması gerekliliği dikkate alınarak, döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemlerde Merkez Bankası'na döviz alım ihaleleri gerçekleştirilmesi imkanı sağlanmıştır. Bu bağlamda, Merkez Bankası herhangi bir kur hedefinin bulunmaması ve döviz kurunu para politikasının temel bir aracı olarak görmemesinden dolayı, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını, dolayısıyla kur seviyesini mümkün olduğunca düşük düzeyde etkilemek ve dalgalı kur rejiminin işleyişine sadık kalmak için döviz likiditesinde olağanüstü farklılaşmalar görülmedikçe döviz alımlarını kuralları önceden belirlenen ihaleler yoluyla yaparak ılımlı bir rezerv politikası yürütmektedir. Diğer taraftan kurlarda her iki yönde oluşabilecek aşırı oynaklık durumunda piyasaya doğrudan müdahale edilebileceği, müdahale kararlarının sadece geçmiş verilere bakılarak mekanik bir şekilde değil, oluşan ve oluşabilecek potansiyel oynaklıkların nedenlerinin bütün yönleri ile değerlendirilerek alınacağı vurgulanmaktadır.⁵²²

Eenflasyon hedeflemesi rejimi altında TCMB kur politikasının şu ilkeler etrafında şekillendiği görülmektedir:

➤ Döviz kurları ilke olarak piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmekte ve Merkez Bankası'nın herhangi bir kur hedefi bulunmamaktadır.

⁵²¹ TCMB, Merkez Bankaları ve İletişim, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında İletişim Politikalarının Gelişimi, ...ss.15-18

⁵²² TCMB, 2005 Yılı Para ve Kur Politikası, ss.8-10 <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor>, (erişim: 20.01.2015), ve TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, ...ss.17-18

- Kurlarda aşırı bir oynaklık olması durumunda Merkez Bankası doğrudan alım veya satım müdahaleleri yapabilmektedir.
- Merkez Bankası rezerv amaçlı döviz alım ihalesi yapabilir
- Döviz piyasasının sağlıklı çalışmasını sağlamak amacıyla döviz satım ihaleleri düzenleyebilir.
- Arz ve talep koşullarının en düşük düzeyde etkilenmesi için ihaleler önceden açıklanan programlar ve limitler çerçevesinde yapılır.
- Döviz arzına ilişkin beklenmeyen bir gelişme olduğunda ihale programlarında önceden duyurularak değişiklikler yapılabilir.
- TCMB, finansal istikrara yönelik riskleri sınırlamak amacıyla Türk lirasının aşırı değerlenmesi veya aşırı değer kaybına karşı kayıtsız kalmamaktadır.

3.4.3 2006-2010 Dönemi: Küresel Finansal Kriz

3.4.3.1 2006-2009 Dönemi Gelişmeleri ve Para Politikasının Duruşu

Aşamalı bir yaklaşım çerçevesinde 2002-2006 yılları arasında uygulanan örtük enflasyon hedeflemesiyle, enflasyon hedeflemesinin temel ön koşullarının büyük bir kısmının sağlanmasının ardından 2006 yılı başında açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Ne var ki, enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılının ilk aylarından itibaren Türkiye ekonomisi uluslar arası konjonktürden kaynaklanan bir dizi şokla karşılaşmıştır. Bu bağlamda Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimi de ilk kez ciddi bir sınavla karşı karşıya kalmıştır. Büyük ölçüde para politikasının denetimi dışındaki unsurlardan kaynaklanan ve uzun süre kalıcı olan bu şoklar rejimin ilk üç yılında enflasyon hedeflerinin aşılmasına neden olmuştur.

İlk olarak, 2006 yılının Mayıs-Haziran döneminde küresel likidite koşullarının gelişmiş ülkeler lehine değişmesi ve risk algılamalarındaki değişimin etkisi ile Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Zira 2006 yılının başlarından itibaren gelişmiş ülkeler artan enflasyon kaygıları nedeniyle faiz oranlarını artırmışlardır. Küresel piyasalarda riskten kaçınma eğilimindeki yükselişin yanı sıra, gelişmiş ülkelerdeki faiz artışları, 2006 yılının Mayıs ve Haziran aylarında

gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının ciddi oranlarda tersine dönmesine neden olmuştur. Uluslar arası likidite koşullarında ortaya çıkan bu olumsuz gelişmeler gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi, Türkiye'nin mali piyasalarında da dalgalanmalara neden olmuştur.⁵²³

Bu dönemde Yeni Türk Lirası'nın bir ay içinde yaklaşık %30 civarında değer kaybetmesi, döviz kuru geçişgenliğinin geçmiş dönemlere kıyasla daha düşük seviyede olmasına rağmen, enflasyondaki artışa katkıda bulunan önemli bir unsur olarak ortaya çıkmıştır. Bozulan enflasyon beklentilerinin fiyat davranışları üzerinde kalıcı etkiler bırakmasını önlemek amacıyla Merkez Bankası Haziran 2006'da politika faiz oranlarını 175 baz puan artırarak parasal sıkılaştırmaya gitmiştir.⁵²⁴ Para politikasındaki sıkılaştırmanın yanında Merkez Bankası döviz alım ihalelerine ara vermek ve YTL ve döviz likiditesine ilişkin çeşitli düzenlemeler yapmak gibi bazı ek önlemleri de devreye sokmuştur. Sonuç olarak enflasyon oranı 2006 yılının Nisan ayından itibaren hedefle uyumlu patikadan gittikçe uzaklaşmış ve yılsonu enflasyon oranı %9,7 oranında gerçekleşerek yılı %5'lik hedefin oldukça üzerinde bir seviyede tamamlamıştır. 2007 yılında ise enflasyon belirsizlik aralığının üst sınırı olan %6 oranını geçerek %8.4 olarak gerçekleşmiştir..⁵²⁵

Açık enflasyon hedeflemesi döneminin ilk iki yılında enflasyonun hedefler üzerinde gerçekleşmesi TCMB'nin farklı ve daha etkin bir iletişim stratejisi izlemesini gerektirmiştir. Bu bağlamda TCMB'nin iki aşamalı bir iletişim stratejisi izlediği görülmektedir.⁵²⁶ Birinci aşama çekirdek enflasyon oranlarını ön plana çıkarmak, ikinci aşama ise hedef değişikliğine gitmektir. Özellikle arz şoklarının iyice hissedildiği 2007 yılından itibaren Merkez Bankası enflasyonun temel eğilimlerini belirlemek için, enerji ve gıda fiyatlarını dışlayan temel enflasyon göstergelerine daha fazla atıfta bulunmaya başlamış ve bu bağlamda ortalama enflasyondaki yükselişe rağmen temel enflasyon

⁵²³ TCMB, **2006 Yıllık Rapor**,...s.34

⁵²⁴ Kara ve Orak, s.54

⁵²⁵ TCMB, **Enflasyon Raporu 2008-I**, (<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/enflasyon+raporu>), (Erişim: 10.01.2015), ss.1-2

⁵²⁶ Kara ve Orak, ss.56-58

göstergeleri üzerinde bir baskı görülmediği ifade edilerek arz şoklarından doğrudan etkilenmeyen fiyatların makul seviyelerde gerçekleştiğine dikkat çekilmiştir. Böylece para politikasının denetimi dışında kalan gıda ve enerji gibi kalemlerin fiyatlarındaki artışın geçici olacağı varsayımı altında fiyatlarının tekrar düşmeye başlamasıyla enflasyon oranının da düşme eğilimi içine gireceği öngörülmüş ve bu yüzden iktisadi faaliyette arzu edilmeyen dalgalanmalara yol açmamak için iktisadi birimlerin orta vadeye odaklanmasının sağlanması amaçlanmıştır. Diğer taraftan para politikasının kontrolü dışındaki fiyat artışlarının sık sık gündeme getirilmesi, enflasyondaki artışın uygulanan para politikasından kaynaklanmadığının kamuoyu tarafından bilinmesinin sağlanması da iletişim politikasının bir parçası olarak düşünülmüştür. 2007 yılının ortalarından itibaren piyasalarda gözlenen çalkantıya 2008 yılının başında yurt içi siyasi belirsizlikler de eklenince Türk lirasında değer kayıpları ortaya çıkmış ve enflasyon beklentileri daha önceden %4 düzeyinde belirlenmiş olan hedefle uyumlu düzeylere indirmek zorlaşmıştır. Enflasyon beklentilerini bu şekilde kontrol etmek zorlaşınca iletişim stratejisinin ikinci aşması ön plana çıkmış, Merkez Bankası hükümet ile birlikte hedefleri yukarı yönlü revize etmiştir.

2008 yılı ortalarında küresel kriz etkisinin derinleşmesi ile Türkiye'nin karşı karşıya kaldığı yüksek enflasyon riskinin diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde de fiyat istikrarı olarak nitelendirilebilecek seviyelerin üstüne çıkarak ekonomik istikrarı tehdit edecek boyutlara ulaştığı görülmektedir. 2008'de enflasyon hedefleyici gelişmekte olan ülkelerde sadece Brezilya hedefaralığının içinde kalabilmiştir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmiş ülkelerde de durumun pek farklı olmadığı görülmektedir. Zira enflasyon hedeflemesi uygulayan sekiz gelişmiş ülkeden sadece Kanada'da enflasyon 2008 yılı Mayıs ayı itibarıyla hedef aralığı içinde gerçekleşmiştir.⁵²⁷ Enflasyon hedefleyici ülkelerde gerçekleşen enflasyonun hedefleri aşması ve dünyanın diğer ülkelerinde de enflasyonun yükselişe geçmesi 2007-2008 yıllarında ülkemizde yaşanan görece yüksek enflasyonun iç dinamiklerden çok küresel

⁵²⁷ Yılmaz, Küresel Zorluklar Karşısında Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği,...s.3

faktörlerin bir yansıması olarak değerlendirilmesi gerektiği argümanını desteklemektedir.

Finansal krizin derinleştiği dönemin geçmişte yaşanan finansal çalkantılardan farklı olan özelliği, hem Türk lirası hem de yabancı para cinsi fonlama ihtiyacının birlikte ortaya çıkmasıdır. Bu ortamda finansal sistemdeki akışkanlığın ve kredi piyasalarının etkin bir şekilde çalışmasını sağlamak için Türk lirası ve döviz likiditesinin öneminin farkında olan Merkez Bankası dönemi en az sorunla atlatabilmek için gerekli tedbirleri uygulamaya koymuştur. Bu kapsamda Merkez Bankası YTL likiditesini doğrudan kontrol edebildiği için piyasanın ihtiyaç duyduğu gerekli likiditeyi zamanında ve gerekli miktarda sağlayarak, finans ve kredi piyasalarının akışkanlığını kolaylaştırmıştır. Bununla birlikte gecelik faiz oranlarının Merkez Bankası borçlanma faizine yakın seviyelerde oluşmasına özen gösterilerek para piyasasında ortaya çıkabilecek faiz oynaklıklarına izin vermemiştir. Döviz likiditesine ilişkin gelişmeler para politikasının kontrolünden çok küresel koşullara bağlı olduğu için Merkez Bankası küresel ekonomideki belirsizliklerin yüksek olduğu bir dönemde döviz rezervlerini öncelikli olarak bankacılık sisteminin döviz likiditesini desteklemek amacıyla kullanmayı bir strateji olarak benimsemiştir. Bu amaçla yabancı para zorunlu karşılık oranları düşürülmüş ve yabancı para zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir. Diğer taraftan, döviz piyasasında sağlıklı fiyat oluşumlarının görüldüğü dönemlerde piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlanmıştır. Tüm bu önlemler uluslararası piyasalardaki sorunların Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerinin sınırlandırılmasına destek vermiştir. Merkez Bankası, fiyat istikrarı ile çelişmediği sürece bundan sonraki dönemlerde de bu konudaki kararlılığını devam ettireceğini vurgulamıştır.⁵²⁸

2006-2008 dönemi incelendiğinde Merkez Bankası para politikasının 2008 yılı son çeyreğinde alışlagelmiş davranış kalıplarının dışına çıktığı görülmektedir. Yaşanan krizin küresel boyutta olması ve son dönemde deflasyon ve resesyon riski taşımasının

⁵²⁸ TCMB, 2009 Yılı Para ve Kur Politikası, ...s.5

yanında, enflasyon hedefleyici bir merkez bankası olarak para politikasının belirlenmesinde enflasyon beklentileri, tasarruf ve yatırım eğilimleri ile ithalat girdi fiyatları gibi maliyet unsurları etkili olması Merkez Bankası'nın bu şekilde davranmasını gerekli kılabilmektedir. Dolayısıyla Merkez Bankası'nın almış olduğu para politikası kararlarının anlaşılabilmesi için öncelikle ekonominin maruz kaldığı şokların niteliğinin ve ekonomi üzerindeki olası etkisinin doğru analiz edilmesi gerekir. Bu açıdan değerlendirildiğinde döviz kurlarında sert yükselişlere neden olan 2006 Mayıs-Haziran dönemindeki sermaye çıkışına karşı beklenmeyen ve güçlü bir parasal sıkılaştırma tepkisi verilirken, 2008 yılının son çeyreğinde yaşanan sermaye çıkışları sonrasında neden genişletici bir para politikasının uygulandığı daha kolay anlaşılacaktır. Dönemin Merkez Bankası Başkanı Durmuş Yılmaz bu durumu her iki dönemde yaşanan şokların ekonomi üzerindeki etkileri açısından değerlendirmektedir. Buna göre, 2006 yılında güçlü iç ve dış talep koşulları altında döviz kurlarındaki yükseliş, enflasyon beklentilerini ve enflasyonun orta vadede görünümünü olumsuz yönde etkileme potansiyeli taşıdığı için Merkez Bankası kuvvetli bir parasal sıkılaştırmayı gerekli görmüştür. 2008'in sonlarında ise zayıf iç ve dış talep koşulları altında döviz kuru geçişkenliğinin düşük seviyede seyretmesi, reel kesim için finansman koşullarının sıkılaşması, ithalat fiyatlarının düşüş eğilimi göstermesi ve enflasyon beklentilerinin iyileşmesi kontrollü ancak oldukça hızlı bir faiz indirim sürecini mümkün ve gerekli kılmıştır. Politika tepkilerindeki bu farklılık enflasyon hedeflemesi rejiminin doğal bir sonucu olarak görmek gerekir. Bu durum "yüksek faiz, düşük kur" olarak özetlenen döviz kurunu düşürmek için faiz oranlarının yüksek tutulması gibi bir uygulama olmadığını açık bir şekilde göstermektedir.⁵²⁹

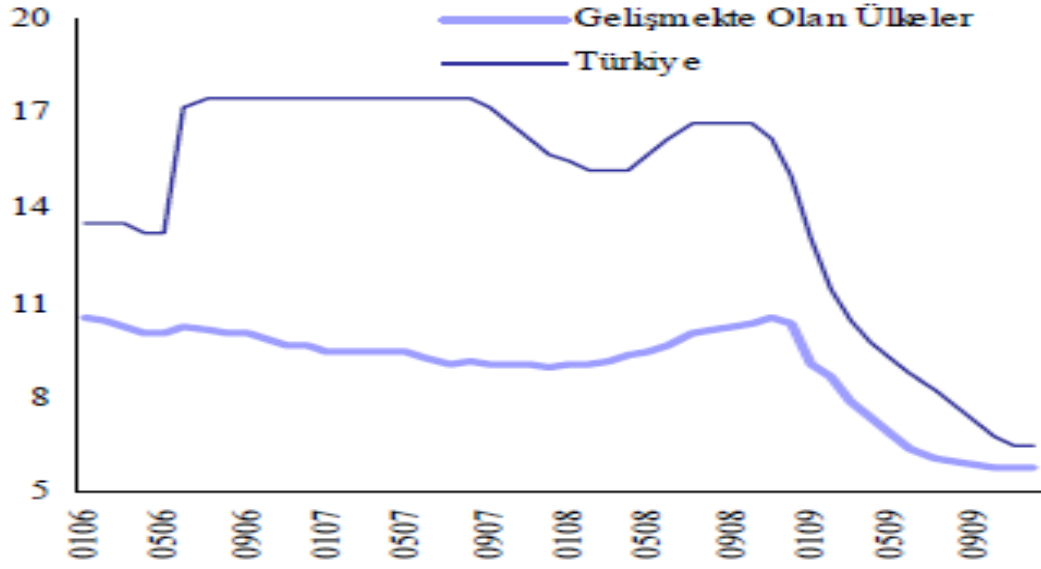
2009 yılının ilk aylarında küresel finans krizinin reel ekonomi üzerindeki etkisinin derinleşmesi üzerine gelişmiş ülkeler sorunlu varlıkları da kapsayacak şekilde likidite ve kurtarma operasyonlarını genişleterek mali destek paketlerini tarihsel olarak görülmemiş boyutlara ulaştırmıştır. Alınan bu önlemler sonrasında küresel risk

⁵²⁹Durmuş Yılmaz, Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları, **TCMB**, İstanbul, 4 Mart 2009, s.13

algılarında kısmi iyileşmeye bağlı olarak krizin yansımaları 2009 yılının üçüncü çeyreğinde azalarak da olsa hissedilmeye devam etmiştir.

Merkez Bankası, krizin derinleşmesinin ardından uluslar arası kredi piyasalarındaki ve küresel ekonomideki sorunların iç ve dış talebi uzunca bir müddet sınırlamaya devam edeceği öngörüsünden hareketle, kriz sürecinde iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek tahribatı sınırlamaya yönelik bir para politikası yürütmeye çalışmıştır. Bu dönemde Türkiye'nin finansal sisteminin görece olarak sağlam durumda olması ve risk primindeki bozulmanın sınırlı kalması, iktisadi faaliyetteki daralmayı yumuşatmak ve enflasyonun hedeflerden aşağı yönde belirgin olarak sapmasını sınırlama konusunda Merkez Bankası'nın hareket alanını genişletmiştir. Bu süreçte bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını süratli bir şekilde aşağı çeken Merkez Bankası diğer yandan dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasasındaki tıkanıklığı gidermeyi hedeflemiştir. Bu çerçevede Merkez Bankası 2008 yılı Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatmış ve gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimine en erken başlayan merkez bankaları arasında yer almıştır. 2009 yılında enflasyonun hedefin altında kalma ihtimalinin arttığını öngören Merkez Bankası, önden yüklemeli bir strateji izleyerek politika faizlerini indirmiştir. Diğer taraftan kısa vadeli iktisadi gelişmelerden çok orta vadeli eğilimlere odaklanan Merkez Bankası, 2009 yılının ikinci yarısından sonra iktisadi faaliyetlerde bir toparlanma olmasına rağmen talepteki canlanmanın belirsizliğinden dolayı politika faizini indirmeye devam etmiştir. Böylece Türkiye kriz sürecinde gelişmekte olan ülkeler içinde en yüksek oranda politika faizini indiren ülke olarak gelişmekte olan ülke sınıfında yer alan ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin ortalamasına yaklaşmıştır (Şekil 3.12)⁵³⁰

⁵³⁰ TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-I**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/enflasyon+raporu>, (Erişim:22.01.2014), s.3



Şekil 3.12 Enflasyon Hedefleyici G.O Ülkelerin Politika Faiz Oranları(Yüzde)*

*Aralık sonu itibarıyla

Kaynak: TCMB

Faiz indiriminin başladığı 2008 Kasım ayından 2009'un son çeyreğine kadar yaşanan gelişmeler, Merkez Bankası'nın krizin boyutuna ve iktisadi faaliyet ile enflasyon görünümü üzerindeki etkilerine ilişkin öngörülerini teyid eder nitelikte olmuş ve alınan politika kararlarının haklılığını ortaya koymuştur. Böylece para politikası kararlarının finansal değişkenler ve beklentiler üzerindeki etkinliği artmıştır. Buna bağlı olarak Merkez Bankası'nın piyasa faizleri üzerindeki belirleyiciliği güçlenmiştir. Türkiye'de geçmiş küresel oynaklıklar döneminde piyasa faizlerinin temel belirleyicisi risk algılamaları olmuş ve piyasa faizlerinde hızlı yükselişler gözlenmiştir. Son krizde ise, küresel risk algılamalarının yüksek seviyelerde seyrettiği dönemler de dahil olmak üzere, piyasa faizlerini iktisadi konjonktür ve para politikası durumu şekillendirmiştir. Bunun sonucunda piyasa faizleri tarihsel olarak en düşük seviyelerine inmiştir. Tüm dünyada kamunun artan borçluluk oranlarının orta ve uzun vadeli faizler üzerinde yukarı yönlü baskı yapmasının beklendiği, piyasaların risk iştahına olan duyarlılığının yüksek seyrettiği bir dönemde, Türkiye'de piyasa faizlerinin temel belirleyicisinin TCMB'nin

politika faizleri olmaya devam etmesi, para politikasının etkinliğinin arttığını göstermesi açısından oldukça önemlidir.⁵³¹

Türkiye’de para politikasının artan etkinliğinin bir diğer göstergesi de reel faizlerin kriz sürecindeki seyridir. Kriz döneminde piyasa faizlerinin reel seviyesi, Merkez Bankası’nın faiz indirimleri sonucunda istikrarlı bir şekilde azalmış ve tarihsel olarak en düşük seviyesine inmiştir. Reel faizin durgunluk dönemlerinde düşmesi, sağlıklı işleyen ekonomilerde beklenen bir gelişme olmakla birlikte, Türkiye ekonomisinde daha önce gözlenmemiş bir durumdur. Bu açıdan bakıldığında reel faizlerin düşük düzeyi para politikasının etkinliğini artıran ve Türkiye ekonomisinin normalleştiğini ortaya koyan olumlu bir gösterge olarak değerlendirmek gerekir.⁵³²

3.4.3.2 Krizden Çıkış Sürecinde Yaşanan Gelişmeler ve Para Politikası

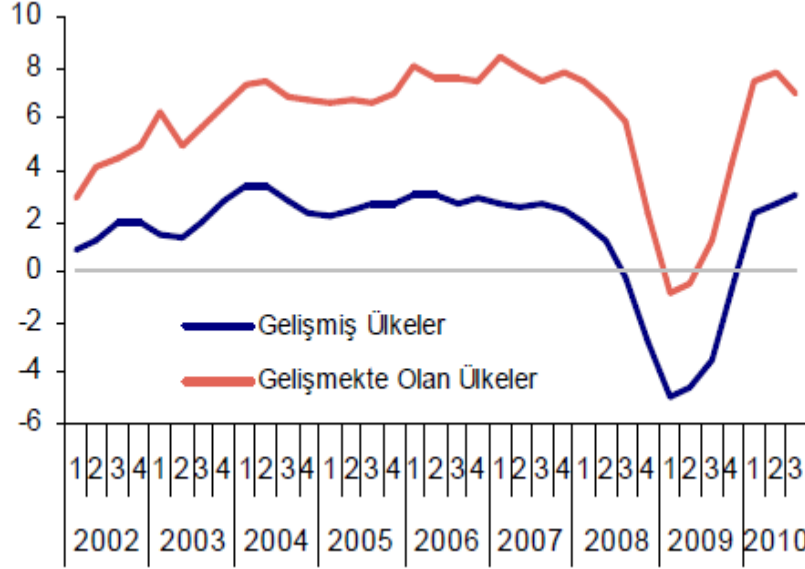
Duruşu

2008 yılının son çeyreğinde derinleşerek 2009 yılı ortalarında toparlanmaya başlayan küresel ekonomide krizin yansımaları 2010 yılında azalarak kendini hissettirse de aynı zamanda toparlanma süreci de kademeli bir şekilde devam etmiştir. Bununla birlikte, 2008’in son çeyreğine negatif büyümeyle başlayan ve krizin kaynağı olan gelişmiş ekonomilerde toparlanma süreci daha yavaş ve kırılğan bir şekilde ilerlemiştir (Şekil 3.13) Bu ülkelerde bütçe açıklarının yüksek seviyesini koruması, kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin devam etmesi, işgücü piyasasında belirgin bir düzelmenin yaşanmaması, finansal kuruluşların bilançolarındaki hasarın henüz giderilememesi ve hane halkının ihtiyati tasarruf eğilimini artırması neticesinde özel tüketim ve yatırım harcamalarının iç talebe verdiği destek sınırlı kalmıştır. Aralarında ülkemizin de bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde ise, iç talep kaynaklı, görece olarak daha hızlı ve daha istikrarlı bir toparlanma sürecinin yaşandığı

⁵³¹ TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-I**, s.57

⁵³² TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-I**, s.57

görülmüştür. Zira gelişmekte olan ülkelerde üretim 2010 yılında kriz öncesi seviyelerinin üzerine çıkmıştır.⁵³³



Şekil 3.13: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Yıllık Büyüme Oranları
Kaynak:TCMB

Küresel iktisadi gelişmeler Türkiye ekonomisi üzerinde de önemli etkiler yapmış ve bu anlamda Türkiye'deki gelişmeler de diğer gelişmekte olan ülkelere benzer bir trend izlemiştir. Zira krizin derinleştiği 2008 yılında GSYİH'nin büyüme hızı yavaşlamış ve ancak %0,7'lik bir büyüme gerçekleşmiştir. Krizin 2008'deki yıkıcı etkileri toparlanma sürecinin başladığı 2009 yılında kendisini hissettirmiş ve GSYİH'de % -4,7'lik bir negatif büyüme gerçekleşmiştir. Nitekim, 2010 yılında küresel etkilerin hafiflemesiyle GSYİH 2010 yılının ilk çeyreğinde pozitif büyümeye geçmiş, yıl sonu itibarıyla ise %8,9 olarak gerçekleşmiş ve OECD ülkeleri arasında en hızlı büyüyen ülke olmuştur.. Alınan parasal ve mali önlemler sayesinde büyümeyi sürükleyen temel bileşen nihai yurtiçi talep olmuştur. Diğer taraftan küresel ekonomide devam eden

⁵³³ TCMB, **Yıllık Rapor 2010**, Ankara, 2011, s.8, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor>, (Erişim: 23.01.2014)

sorunlara bağılı olarak dış talepteki zayıflama büyüme hızını sınırlandırmıştır. Bu dönemde ihracat zayıf seyrini sürdürmüş olsa da yurt içi talep mevcut para politikası duruşunun desteğiyle hızlı bir toparlanma eğilimine girmiş ve GSYİH yılın ikinci çeyreğinde kriz öncesi seviyesine ulaşmıştır. Krizden çıkış sürecinde iç ve dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışma cari dengenin sürdürülebilirliğine ve finansal istikrarın gözetilmesine ilişkin kaygıları artırmış ve neticede para politikası oluşturulurken gecelik faiz oranları dışındaki diğer araçların da aktif olarak kullanımını gerekli kılmıştır.⁵³⁴

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri arasındaki ayrışma, bu ülkelerin para politikası uygulamalarına da yansımıştır. Gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyetlerdeki aşağı yönlü riskleri bertaraf etmek amacıyla izlenen gevşek para politikaları ve parasal genişleme süreci, küresel likiditeyi artırmış ve yatırımcıların getiri arayışlarını hızlandırmıştır. Böylece gelişmiş ülkelerle olan faiz ve büyüme farklarının genişlemesi ve artan risk iştahı gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını güçlendirmiştir. Diğer taraftan, ihracatımızın ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelere yönelik olması ve bu ülkelerin ekonomilerindeki toparlanmanın yavaş gerçekleşmesi dış talepteki toparlanmayı sınırlandıran temel faktörlerden biri olmuştur. Küresel ölçekte gözlenen düşük faizler, güçlenen kısa vadeli sermaye akımları sonucunda hızlanan kredi büyümesi ile artan ithalat ve zayıf seyreden dış talep 2010 yılında Türkiye’de cari açığın hızla genişlemesine neden olmuştur. Bütün bu gelişmeler para politikasının makro finansal riskleri azaltıcı yönde önlem almasını gerektirmiş. Bu bağlamda enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflere uyumlu seyretmesi de göz önüne alınarak, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarın da belli bir ağırlıkta gözetilmesini gündeme getirmiş ve TCMB “yeni normal” olarak da adlandırılan bu yeni küresel konjoktüre uygun bir “çıkış stratejisini” 14 Nisan 2010 tarihinde açıklamıştır. Bu çerçevede TCMB araç çeşitliliğine giderek, temel politika aracı olan bir haftalık repo ihale faiz oranının yanı sıra zorunlu karşılık ve likidite yöntemi gibi araçları daha aktif olarak kullanmaya başlamıştır.⁵³⁵ Böylece TCMB, kriz döneminde devreye sokulan geçici likidite

⁵³⁴ TCMB, **Yıllık Rapor 2010**, ... ss.35-36

⁵³⁵ TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-I**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/enflasyon+raporu>, (Erişim:23.01.2015),s.1

desteklerini geri çekmiş; bu çerçevede, piyasaya ihtiyacından fazla sağlanan likiditeyi kademeli olarak azaltırken, zorunlu karşılık oranlarını artırmıştır.

Küresel parasal sıkılaştırma sürecine yaklaşıldığına dair algılamaların 2010 yılının ilk çeyreğinde belirgileşmesine ve enflasyon beklentilerinde gözlenen artışa karşın Türkiye’de piyasa faizleri tarihsel olarak en düşük seviyelerinde istikrarlı bir seyir izlemeye devam etmiştir. Piyasa faizlerinin istikrarlı seyrinde etkili unsurların başında Türkiye’ye dair risklilik algılamalarındaki iyileşmenin devam ediyor olmasıdır. Zira ülke ekonomilerinin küresel şoklar karşısında dayanıklılığının sınındığı kriz sürecinde Türkiye ekonomisi ve finansal sistemi başarılı bir sınav vererek yerel ve küresel yatırımcıların Türkiye’ye dair risklilik algılamalarında, birçok ülkenin aksine, iyileşmeye neden olmuştur.⁵³⁶

Ülkelerin mali disiplinine dair algılamaları 2010 yılının üçüncü çeyreğinde finansal piyasalar üzerinde temel belirleyici bir unsur olmuştur. Bazı Avrupa ülkelerinin borçlarının sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin artması, küresel risk iştahının dalgalı ve aşağı yönlü bir seyir izlemesine neden olmuştur. Buna bağlı olarak riskli varlıklardan daha az riskli varlıklara yönelme eğilimi portföy çıkışlarına yol açarak bu ülkelerin risk primlerinde artışa neden olmuştur. Avrupa ülkelerinin risk primi göstergeleri yüksek oranlarda artarken, birçok gelişmekte olan ülkenin risk primi göstergelerindeki artış görece olarak sınırlı kalmış ve kriz öncesindeki seviyelerinin altında seyretmiştir. Bu ülkelerin başında ise Türkiye gelmektedir. Ülke borcu kaynaklı endişelerin Türkiye’nin risk primine yansımalarının birçok ülkeye göre sınırlı kalmasındaki en önemli etken Türkiye’nin görece olarak düşük borçluluğa sahip olması ve borcun sürdürülebilirliğine dair riskinin düşük olmasıdır. Nitekim mali disiplinin güçlendirilmesine yönelik atılan adımlar Türkiye’ye dair risk algılamalarını daha da iyileştirmiş ve Türkiye’nin borç kaynaklı riski düşük riskli ülkeler arasında yer almasını sağlamıştır. Diğer taraftan, borç dinamiklerinin ülke riski değerlendirmelerinde daha belirleyici olmasıyla birlikte yüksek

⁵³⁶ TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-II**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/enflasyon+raporu>, (Erişim:23.01.2015), s.61

borçluluğa sahip Avrupa ülkelerinin risk primlerinde yüksek oranlı artışlar görülmüştür.⁵³⁷

Tarihsel olarak oynaklığı en yüksek ve küresel risk iştahına en duyarlı para birimlerinden olan Türk lirası gerek kriz döneminde gerekse kriz sonrasında görece istikrarını sürdürmüştür. Bundan sonraki dönemlerde, ülkelerin ayrıştırıcı özelliklerinin ön plana çıkacağı, bu bağlamda riskliliği düşük, borç dinamikleri olumlu, iktisadi temelleri sağlam ve yüksek büyüme potansiyeline sahip ülkelerin para birimlerinin daha istikrarlı bir performans sergileyeceği ifade edilmiştir. Türk lirasının düşük oynaklığının aynı zamanda kriz sonrası süreçte Türkiye'ye yönelik algılamalardaki olumlu dönüşümün bir yansıması olarak görülmektedir.⁵³⁸

3.4.3.3 Krizin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkisinin Para Politikası Açısından Değerlendirilmesi

Dünya ekonomilerinin birbirine artan oranda bağımlı hale gelmesi, küresel finans piyasalarında ortaya çıkan krizden gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ekonomiler kuşkusuz çok ciddi boyutlarda etkilenmişlerdir. Ancak ülkelerin krize karşı dayanıklılık derecesi farklı olduğu için, krizinden etkilenme derecesi de ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmiştir. Ülkelerin krize dayanıklılığının artmasında temelde beş yapısal unsurun etkili olduğu görülmektedir.⁵³⁹

- Dış ticarete ihracatın GSYİH içindeki payının görece olarak düşük olması
- Dalgalı kur rejimi
- Bankacılık sisteminin sağlamlığı
- Dengeleyici para politikası
- Kriz öncesi izlenen mali disiplinin vermiş olduğu hareket alanı

⁵³⁷TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-III**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/enflasyon+raporu>, (Erişim:25.01.2015),

⁵³⁸TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-IV**, s TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-IV**, (<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/enflasyon+raporu>), (Erişim:25.01.2015),s.71

⁵³⁹Durmuş Yılmaz, Küresel Kriz ve Ekonomik Yönetişim, TCMB, Malatya, 15 Nisan 2010, s.2, ve Yılmaz, Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları...s.4

Öncelikle, dünyada toplam dış ticaretin daralmasından en çok etkilenen ekonomiler, ihracatın toplam GSYİH içindeki payı yüksek olan ve özellikle yatırım ve dayanaklı mal ihracatçısı olan ülkeler olduğu görülmektedir. Bu bağlamda 2008'in son çeyreğinde krizin kaynağı olan ABD ekonomisi %6,4 ve Japonya ekonomisi ise %12,4 oranında küçülmesi; Almanya'nın Fransa'ya göre daha sert bir durgunluk yaşaması bu kapsamda değerlendirilebilir.

Öte yandan ülkelerin krizden etkilenme dereceleri uygulanan kur rejimine göre de farklılaşabilmektedir. Kriz sırasında sabit kur rejimi uygulayan ülkeler, dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelere göre krizden daha çok etkilenmişlerdir. Bu bağlamda sabit veya yönetilen kur rejimi uygulayan ülkelerde hem iktisadi faaliyette hem de enflasyon hızında dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelere göre daha sert bir düşüş yaşanmıştır. Bu farklılığın temel nedeni sabit veya yönetimli kur rejimi uygulayan merkez bankalarının, sermaye çıkışı karşısında kurun seviyesini korumak için döviz satarak karşılığında yerli parayı piyasadan çekmesi, buna bağlı olarak faizlerin yükselmesi ve likidite koşullarının öngörülenin de ötesinde sıkılaşmasıdır. Başka bir ifade ile dalgalı kur rejimi, sermaye akışının serbest olduğu bir ülkede, hızla kötüleşen uluslararası likidite koşulları altında aşırı düzeyde daralmasını önleyen bir emniyet subabı görevi görmektedir. Diğer taraftan dalgalı kur uygulayan ülkelerde iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmanın da, sabit kur uygulayan ülkelere kıyasla daha güçlü olduğu görülmektedir.

Ülkelerin krize dayanıklılığını belirleyen diğer bir unsur ise bankacılık sisteminin yapısıdır. Bu dönemde bankacılık sektörünün aktif yapısının kalitesi, kaldıraç oranlarının yönetilebilir bir seviyede tutulması ve düzenleme-denetleme faaliyetlerinin tavizsiz uygulanması gibi etkenler, mali piyasalarda yaşanan tahribatın ve ortaya çıkan kredi tıkanıklığının boyutunun sınırlanmasında önemli bir rol oynamıştır.

Ülkelerin krize dayanıklılık derecelerini belirleyen diğer iki unsur ise ekonomideki devresel hareketleri gözetken para ve maliye politikası uygulamalarıdır. Kriz öncesi dengeleyici bir para politikası uygulayan, özel kesimin borçluluk uygulamalarında aşırı artışlara izin verilmeyen ve mali disipline özen gösterilen

ülkelerde, merkez bankaları ve hükümetler talep şoklarını telafi edici para ve maliye politikaları uygulayacak hareket alanına sahip olabilmışlerdir.

Kriz dönemi ve krizden çıkış sürecinde yaşanan gelişmeler Türkiye ekonomisinin uluslar arası şoklar karşısında önceki dönemlere göre daha esnek ve dayanıklı bir yapı kazandığını göstermektedir. Zira yukarda krize karşı ülkelerin dayanıklılığını belirleyen temel unsurların birçoğuna Türkiye'nin görel olarak yüksek düzeylerde sahip olduğu görülmektedir. Küresel kriz karşısında Türkiye ekonomisinin dayanıklılığını artıran temel faktör finansal sisteme ilişkin sağlanmış olan istikrardır. Türkiye diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla güçlü ve iyi denetlenen bir bankacılık sisteminin yanı sıra geçmiş krizlerde edindiği deneyimler doğrultusunda oluşturduğu esnek ve etkin likidite yönetimiyle küresel kriz dönemine oldukça hazırlıklı girmiştir. Küresel kriz sürecinde dünyadaki diğer örneklerin aksine, bankacılık sistemine yönelik herhangi bir nakit önlem paketine ihtiyaç duyulmamıştır. Zira bu dönemde birçok ülkenin finans piyasalarına yönelik kurtarma paketlerinin ve düzenlemelerin birçoğunu Türkiye 2001 yılındaki krizin ardından kamu maliyesine getirdiği ağır yükler pahasına zaten uygulanmaktaydı. Dolayısıyla krize karşı alınan önlemler bankaların bilanço yapısında aşırı bozulmaları önlemiş ve kriz sürecinde radikal önlemlerin alınmasına gerek duyulmamıştır. Bu anlamda çıkış stratejisi birçok merkez bankasınıninkine göre daha sade ve kolay olmuştur. Küresel kriz öncesinde, bankaların sermaye yeterliliği ve özellikle yabancı para cinsi likidite rasyolarına getirilen düzenlemeler gibi bankacılık sistemine ilişkin yeniden yapılandırma ve reformlar, diğer birçok gelişmekte olan ülkelerin bankacılık sistemine göre Türk bankacılık sektörünün şoklar karşısındaki dayanıklılığı artmıştır. Banka bilançolarında toksik varlıkların bulunmaması, sermaye yeterlilik rasyolarının güçlü olması, mevduatların krediye dönüşme oranlarının ve kaldıraç oranlarının gelişmiş ülke örneklerine göre daha kabul edilebilir düzeyde olması ve yabancı para pozisyonlarının oldukça düşük bir düzeyde olması finansal sistemin dayanıklılığını artıran unsurlar olmuştur.

Küresel finans krizinin dış finansman koşullarını sıkılaştırması ve iç ve dış talepteki daralmaya bağlı olarak firmaların bilançoları da etkilenmiştir. Küçük ve orta

ölçekli firmaların borçlarının ağırlıklı olarak Türk lirası cinsi olması kur riskini azaltan bir unsur olmuştur. Zira Merkez Bankası verilerine göre Türkiye’de küçük ve orta büyüklükteki firmaların bu dönemde yabancı para borcu bulunmamaktadır. Açık döviz pozisyonu bulunan ve daha çok büyük ölçekli ve ihracata yönelik üretim yapan firmaların yabancı para borçlarının vadesinin uzun olması firmaların kırılma riskini azaltmıştır.⁵⁴⁰

Merkez Bankası enflasyondaki gelişmelere bağlı olarak, fiyat istikrarını sağlama temel amacı ile çelişmeksizin, küresel krizin iktisadi faaliyet üzerinde oluşturacağı tahribatı sınırlamaya odaklı bir para politikası uygulamıştır. Bu süreçte bir yandan kısa vadeli faiz oranları hızlı bir şekilde aşağı çekilirken, diğer yandan dengeleyici bir likidite politikası izlenerek kredi piyasasındaki tıkanıklığın giderilmesini hedeflemiştir.

Geçmiş dönemde Türkiye’nin kamu maliyesinde sağladığı disiplin, kamunun dış şoklara karşı direncini ve borcun sürdürülebilirliğine dair güveni önemli ölçüde artırmıştır. Kamu mali yapısında ve borcun sürdürülebilirliğindeki bu gelişmeler, küresel krizin etkilerini hafifletmek üzere sınırlı da olsa genişletici mali tedbirlerin alınmasına ve böylece Merkez Bankası ve Hükümete geniş bir hareket alanının oluşmasına imkan vermiştir. Bu bağlamda hükümet dayanıklı tüketim mallarında ve otomotivde vergi indirimlerine giderek daralan iç talebi canlı tutmaya çalışmıştır. 2009 yılının ilk çeyreğinde dip yaparak % 14,74 oranında daralan ekonomi uygulanan gevşek para ve maliye politikası uygulamaları sonrasında görece olarak daha kısa bir süre içerisinde tekrar toparlanarak dördüncü çeyrekte %5,58 oranında büyüebilmiştir.

Türkiye’nin kriz karşısında dayanıklılığını artıran unsurların ve buna bağlı olarak küresel finansal krizden göreceli olarak daha az etkilenmiş olmasının temelinde uygulamakta olduğu para politikası rejiminin olduğu kabul edilmektedir. Merkez Bankası bünyesinde yapılan çalışmalar kriz döneminde Türkiye’nin ekonomik performansında enflasyon hedeflemesi ve bu çerçevede uygulanan dalgalı döviz kurunun

⁵⁴⁰ Durmuş Yılmaz, **77. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması**, TCMB, 14 Nisan 2009, Ankara, s.7

önemli rolü olduğunu ortaya koymaktadır. Alp ve Elekdağ (2011)'ın çalışmasına göre, Merkez Bankası Kasım 2008-Kasım 2009 arasında faiz indirimlerine gitmemiş olsaydı 2009'daki negatif büyüme % -4.8 yerine % -6.2, eğer enflasyon hedeflemesi rejimi yerine sabit döviz kuru rejimi uygulanmış olsaydı büyüme oranı % -8.0 olarak gerçekleşecekti. Yani enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmadığı bir senaryo çerçevesinde Türkiye ekonomisi aynı dönemde % 3,2 daha küçülmüş olacaktı. Diğer bir ifadeyle Türkiye'de dalgalı döviz kuru rejimi ile birlikte uygulanan enflasyon hedeflemesi kabul edilmemiş olsaydı küresel finansal krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri daha yıkıcı olacaktı.⁵⁴¹

3.5 TCMB'NİN YENİ PARA POLİTİKASI YAKLAŞIMI

3.5.1 Yeni Bir Politika Yaklaşımı İçin Temel Gereçekler

Küresel mali kriz öncesinde merkez bankalarınca uygulanan para politikasının temel amacı fiyat istikrarının sağlanması olmuştur. Fiyat istikrarı odaklı para politikası 1980'lerin sonunda başta gelişmiş ülkelerde uygulanmaya başlanan ve sonrasında 1990'larda gelişmekte olan ülkeler arasında popüler olmaya başlayan enflasyon hedeflemesi rejiminin de temel amacı olarak kabul edilmektedir. Karar alma mekanizmalarında kural odaklılığı, basitliği ve öngörülebilirliği temel alan enflasyon hedeflemesi rejiminde fiyat istikrarı ile çelişmediği müddetçe, para politikası kararları alınırken finansal sistemdeki gelişmelerin göz ardı edilmemesi gerektiği vurgulanmıştır. Bu bağlamda finansal istikrarın önemli olduğu kabul edilmekle birlikte para politikasının öncelikli amacı arasında olmadığı ve bu anlamda politika araçlarının temelde finansal riskleri önlemeye yönelik kullanılmasının söz konusu olmadığı örtük olarak ifade edilmiştir.

Finansal risklerin birçok sebebi olmasına rağmen, yakın tarihte ortaya çıkan küreselleşme ile birlikte, Türkiye gibi dışa açık ekonomilerde makroekonomik ve finansal istikrara dair risklerin dah çok küresel gelişmelerden kaynaklandığı

⁵⁴¹ Harun Alp and Selim Elekdag, The Role of Monetary Policy in Turkey during the Global Financial

görülmektedir. Özellikle kriz döneminde kırılgan küresel iktisadi görünüme bağlı olarak süregelen genişleyici para politikaları, risk algılamalarındaki ani değişimler ve aşırı oynak sermaye akımları makro finansal riskleri besleyen temel unsurlar olmuştur.

Küresel kriz döneminde yaşanan deneyimler fiyat istikrarının finansal istikrarın sağlanması için gerekli ancak yeterli olmayan bir koşul olduğunu ortaya koymuştur. Örneğin küresel kriz öncesi dönemde özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan politikalar enflasyonu düşük düzeylerde tutmayı başaramışsa da borçluluk oranları ve varlık fiyatlarındaki aşırı artışa engel olamamış, sonuç olarak finansal istikrar bozulmuş ve tarihin en derin finansal krizlerinden biri yaşanmıştır. Bu gelişmeler para politikası kararlarında finansal piyasalardaki dengesizliklerin arttığı, merkez bankalarının finansal istikrara yönelik misyonlarının yeniden gözden geçirildiği ve para politikası yaklaşımında değişimlerin yaşandığı bir süreci beraberinde getirmiştir.

Fiyat istikrarının tek başına yeterli olmadığının anlaşılması para politikası açısından krizden çıkarılan en temel ders olarak görülmektedir. Böylece gelişmiş finansal piyasaların daima ve müdahale olmaksızın iktisadi temellerle uyumlu bir dengeye ulaşabileceği savı önemli ölçüde zayıflamıştır. İktisadi temellerden kopuk dinamiklerin baskın olduğu bir finansal sistem, eğer gerektiği gibi düzenlenemez ve denetlenemez ise, yalnızca finans sektörünün sağlığı için değil ekonominin geneli için de önemli bir istikrarsızlık kaynağı olabilmektedir. Yakın döneme kadar temel yaklaşım merkez bankalarının kriz dönemleri dışında piyasaya müdahale etmemesi yönündeyken, bugün gelinen noktada, merkez bankalarının normal zamanlarda uyguladığı politikalarla piyasaların büyük şoklarla karşı karşıya kalacağını göstermiştir. Olağanüstü güçlü kredi büyümesi, yüksek varlık fiyatları, düşük risk primi ve düşük oynaklıklar risk alma davranışının tehlikeli boyutlara ulaştığına dair bir gösterge niteliği taşıyabilir. Böyle dönemlerde finansal sistemdeki kırılganlıklara dengeleyici yönde müdahale etmek zor olmakla birlikte son derece gereklidir. Zira para politikasının finansal piyasalara sadece kriz dönemlerinde müdahale edip diğer dönemlerde müdahale etmemesi krizlerin

boyutunu artırabilmektedir. Tersine, ekonomi literatüründe “rüzgara karşı durma” (leaning against the wind) olarak ifade edilen bu dönemdeki müdahaleler, krizlerin etkilerini minimize edebilir ve hatta krizlerin oluşmasını engelleyebilir.⁵⁴²

Kriz döneminde finansal istikrarı bozucu yönde yaşanan gelişmeler ve buna bağlı olarak da yukarıda vurgulandığı gibi değişen para politikası yaklaşımı farklı politika araçlarını gerekli kılmıştır. Zira gelişmiş ülke merkez bankalarının krizden çıkış için piyasalara yüklü miktarda likidite vermeleriyle sonuçlanan parasal genişleme uygulaması finansal aracılık kesiminin risk iştahını artırarak kredilerin hızlı bir biçimde artmasına ve sistemik risklerin belirginleşmesine neden olmuştur. Kredilerdeki aşırı artış gerek kredi kalitesinde düşüş riskini artırması, gerekse iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açarak finansal istikrarı bozucu etkiler göstermiştir. Diğer taraftan yoğun sermaye akımlarının gelişmiş ülkelerdeki durgunluktan kaynaklanan zayıf dış taleple birleşmesi verimsiz kaynak dağılımına ve makro finansal risklerin artmasına neden olmuştur. Bu durum, yapısal cari açığı bulunan gelişmekte olan ülke ekonomilerini dış ticaret kanalıyla olumsuz etkileyerek finansal dengesizliklerin artmasına yol açmıştır. Bu durumu aşağıdaki diagram üzerinde şöyle gösterebiliriz.⁵⁴³

Parasal Genişleme ⇒ Küresel Likidite Artışı ⇒ Yoğun Sermeye Akımları ⇒
(Kredi Genişlemesi + Cari İşlemler Açığı) ⇒ Finansal İstikrarsızlık

Gelişmiş ülkelerin krizden çıkış uygulamalarının zararlı sonuçlarıyla mücadele etmek için gelişmekte olan ülke merkez bankaları para politikası çerçevelerini tekrar gözden geçirmişlerdir. Bu bağlamda kriz öncesinde uygulanan geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminin tek aracı olan kısa vadeli faiz oranları ile hem enflasyon hedeflerinin tutturulmasının, hem de kriz ile birlikte ortaya çıkan finansal riskler ile mücadele edilmesinin mümkün olamayacağı yönünde bir yaklaşımın ağırlık kazandığı görülmektedir. Böylece diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi Türkiye’de de geleneksel para politikası uygulamalarının dışında, fiyat istikrarı ile birlikte finansal

⁵⁴² TCMB, **Enflasyon Raporu 2012-I**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/enflasyon+raporu>, (Erişim:27.05.2015), 95

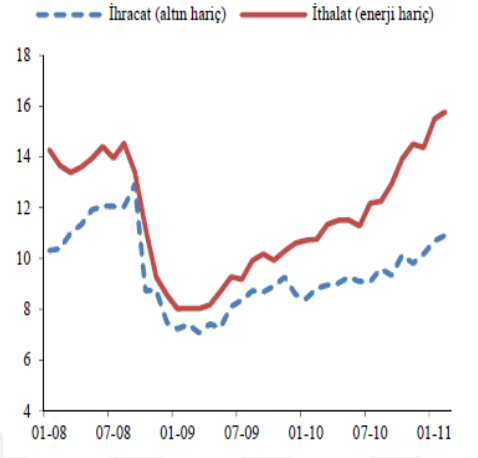
istikrarı da gözeten, şoklara karşı daha hızlı bir şekilde tepki verilmesine olanak tanıyan ve aynı zamanda daha esnek olabilen politika arayışları gündeme gelmiştir.

Bu dönemde uygulanan dengeleyici para ve maliye politikalarının yanında, hane halkının düşük borçluluk oranı ve bankacılık sisteminin sağlam yapısı iç talebi hızlı bir şekilde artırarak Türkiye ekonomisinin güçlü bir toparlanma sürecine girmesine önemli katkı sağlamıştır. Ne var ki, dış talepteki görece zayıflık karşısında iç talepteki hızlı büyüme ve Türk lirasındaki değer artışı ithalat artışını tetikleyen temel unsurlar olmuştur. Öte yandan dış talepteki durgunluk göz önüne alındığında, Türkiye'nin ihracatının ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelere yönelik olması ihracattaki toparlanma sürecini geciktiren başka bir faktör olmuştur. Tüm bu gelişmelere bağlı olarak Türkiye'de cari denge sorunu daha da kötüleşmiştir. Diğer taraftan gelişmiş ülkelerdeki gevşek para politikaları ve parasal genişlemeye bağlı olarak artan getiri arayışı diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye akımlarını güçlendirmiştir. Kısa vadeli sermaye girişleri bir taraftan krediye erişimi kolaylaştırırken diğer taraftan Türk lirasının değerlenmesine yol açarak iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı daha da derinleştirmiştir. Bu durum cari dengede iki açıdan problem oluşturmuştur. Birincisi cari dengenin hızla bozulması, ikincisi ise cari dengedeki bozulmanın finansmanında kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının payının giderek artmasıdır. Zira 2010 yılının son çeyreği itibarıyla cari açığın finansmanının neredeyse tamamının kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarıyla sağlandığı görülmektedir. (Şekil 3.14 ve Şekil 3.15) Cari işlemler açığındaki artış ve sermaye girişlerinin kalitesindeki bozulma küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılganlığını artırarak makroekonomik ve finansal istikrara ilişkin kaygıları gündeme getirmiş ve diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de alternatif bir politika yaklaşımını gerekli kılmıştır.⁵⁴⁴

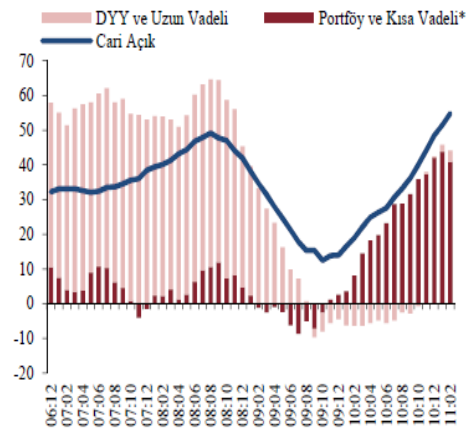
⁵⁴³ TCMB, **Bülten**, Sayı:27, Eylül 2012, s.2

⁵⁴⁴ Erdem Başçı ve Hakan Kara, Finansal İstikrar ve Para Politikası, **TCMB Çalışma Tebliği** NO: 11/08, Mayıs 2011, s.2

Şekil 3.14: Dış Ticaret Kaynakları



Şekil 3.15: Cari Açığın Finansman



*Kısa vadeli sermaye hareketleri bankacılık ve reel sektörün kısa vadeli net kredileri ve bankalardaki mevduat kaleminin toplamından oluşmaktadır. Uzun vadeli sermaye hareketleri bankalar ve reel sektörün uzun vadeli net kredileri ile bankalar ve Hazine'nin yurt dışına ihrac ettikleri tahvilleri kapsamaktadır.

Kaynak: Başçı ve Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", s.3

Yukarda sözü edilen gelişmeler para politikasının finansal istikra da ağırlık vermesinin temel bir gereklilik olduğunu ortaya koymaktadır. Merkez Bankası Kanunu TCMB'yi fiyat istikrarı temel amacına ilave olarak finansal istikrara katkıda bulunacak tedbirleri almakla da görevlendirmiştir. Bu kapsamda TCMB 2006 yılından itibaren uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimini, fiyat istikrarı önceliğinden ödün vermeden finansal istikrarı da gözeterek şekilde tasarlayarak 2010 yılının sonlarından itibaren aşamalı olarak para politikası çerçevesini geliştirmiştir. Bu kapsamda, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlayacak olan faiz oranlarının istenmeyen sonuçlar doğurabileceği, dolayısıyla kısa vadeli faiz oranlarının tek başına birden fazla değişkeni kontrol edebilecek bir politika aracı olmadığı gözlenmiştir.⁵⁴⁵

Küresel büyüme dönemlerinde artan risk iştahı gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandırmaktadır. Böyle bir ortamda sermaye akımlarının

⁵⁴⁵ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, 2013, www.tcmb.gov.tr, (Erişim:01.02.2015),s.13

yavaşlatılıp finansal risklerin azaltılması için faiz oranlarının düşük bir seviyede tutulması gerekir. Ancak faiz oranlarının uzun süre düşük tutulması iç talebi artırarak fiyat istikrarına zarar verebilir. Tersine, sermaye akımlarının arttığı bir dönemde kredilerdeki aşırı büyümeyi engellemek için politika faizinin artırılması sermaye akımlarının daha da artmasına, yerel paranın daha çok değer kazanmasına ve dışsal dengenin bozulmasına neden olabilecektir. Burada dış dengeyi sağlayan faiz oranı ile iç dengeyi sağlayan faiz oranı farklılaşabilmektedir. Bu yüzden fiyat istikrarını amaçlayan bir merkez bankasının aynı zamanda finansal riskleri gözetken politikalar uygulayabilmesi için özellikle hızlı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde, birden fazla politika aracını devreye sokması gerekir.⁵⁴⁶

Para politikası aracı olarak sadece faiz oranının kullanılması kredi ve döviz kurundaki dalgalanmaların daha da şiddetlenmesine neden olabilir. Sermaye akımlarına karşı döviz kuru piyasasına müdahaleler geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde tamamlayıcı (complementary) bir araç olarak kullanılabilse de, bu asıl problemi çözmeye yeterli gelmeyecektir. Örneğin sermaye akımlarının yoğunlaştığı ve kredilerin hızla büyüdüğü bir ortamda geleneksel tepki faiz oranlarının artırılması suretiyle parasal bir sıkışmaya gitmektir. Bunun yanında aşırı değerlenmeye karşı piyasadan döviz alımları yoluna da gidilebilir. Yalnız bu tür tepkilerin kredi ve döviz kurundaki dalgalanmaları daha da şiddetlendirme olasılığı yüksektir. Zira yüksek faiz oranları kısa dönem sermaye akımlarını artırırken, döviz alımları bankaların likidite koşullarını iyileştirerek borç verme iştahlarının artmasına ve hızlı kredi büyümesine neden olabilmektedir. Sonuç olarak, merkez bankası daha yüksek bir değerlenme baskısı ve daha büyük bir kredi genişlemesi sorunu ile mücadele etmek zorunda kalacaktır.⁵⁴⁷

Yukarıdaki örnekler, Tinberger Kuralı'nın da ifade edildiği gibi, tek bir araçla birden fazla amacı gerçekleştirmenin mümkün olmadığını göstermektedir. Zira büyük dışsal şoklar karşısında, tek politika enstrümanı olan politika faizi ile geleneksel

⁵⁴⁶ Başçı ve Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", s.3

⁵⁴⁷ Hakan Kara, Safeguarding Macroeconomic and Price Stability Amid Capital Flow Volatility, **Note prepared for the BIS Meeting of Central Bank Chief Economists**, March 2013, Basel, S.

enflasyon hedeflemesi rejiminde fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında bir ödünleşme kaçınılmazdır. Doayısıyla birden fazla amacı gerçekleştirmek için Merkez Bankası'nın faizlerin yanısıra birden fazla politika aracını kullanarak hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar için uygun bir politika bileşimi oluşturması zaruri olmuştur. Böylece, makroekonomik istikrara yönelik bu araçların etkin kullanımı, finansal istikrar ve fiyat istikrarı için gerekli olan faiz oranlarının yakınsamasına da yardımcı olacaktır.

Tüm bu nedenlerden dolayı fiyat istikrarı yanında finansal istikrara da atfettiği önemi artıran ve bu bağlamda dış denge, kredi genişlemesi ve sermaye akımlarından kaynaklanan makro finansal riskleri azaltmayı hedefleyen yeni bir para politikası tasarlanmış ve Kasım 2010'dan itibaren uygulamaya konulmuştur. Bu bağlamda, kredi politikası çerçevesinde zorunlu karşılıklar ve diğer makro ihtiyati araçlar, faiz politikası çerçevesinde haftalık repo faizleri, likidite politikası çerçevesinde ise faiz koridoru ve fonlama stratejisi tamamlayıcı nitelikteki araçlar olarak bir arada kullanılmaktadır. Bu politika araçları kullanılırken; beklentiler, kredi büyümesi ve döviz kuru fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından takip edilen göstergeler olarak yer almaktadır. TCMB, yeni araçlarını kullanırken temelde krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyerek fiyat istikrarı ve finansal istikrarı tesis etmeye çalışmaktadır.

Tablo 3.5 Para Politikasının Eski ve Yeni Çerçevesinin Karşılaştırılması

| | Eski Çerçeve | Yeni Çerçeve |
|----------------|---------------------|--|
| Araçlar | Politika Faizi | Politika faizi Likidite Yönetimi Faiz Koridoru Zorunlu Karşılıklar Rezerv Opsiyonu Mekanizması |
| Amaçlar | Fiyat İstikrarı | Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar |

Türkiye'nin 2010 Kasım'ından beri uygulanan ve "daha düşük politika faizi, daha geniş faiz koridoru ve daha yüksek zorunlu karşılık oranları" şeklinde özetlenebilen yeni para politikası, kendi dinamiklerine ve koşullarına uyan bir çerçeve sunmaktadır. Yeni para politikası bir yandan makro-ihtiyati çerçevede zorunlu karşılık oranlarını

artırarak yurtiçi kredileri ve tüketici taleplerini soğutmaya çalışırken, diğer yandan da kısa vadeli faiz oranlarını mümkün olduğunca düşük seviyede tutarak kısa vadeli sermaye girişlerini önlemeye yönelik bir politika karmasıdır..⁵⁴⁸

3.5.2 Yeni Para Politikası Araçları ve Aktarım Mekanizması

Enflasyon hedeflemesinin klasik yaklaşımında para politikasının temel amacı fiyat istikrarının sağlanması ve devam ettirilmesidir. Bu yüzden merkez bankaları politikalarını enflasyon hedefiyle uyumlu olabilecek şekilde yürütmeye çalışırlar. Merkez bankası enflasyon hedefini gerçekleştirmek için sadece kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Fiyat istikrarı öncelikli amaç olduğu için faiz oranlarının enflasyon dışında varlık fiyatları, krediler ve dış denge gibi diğer değişkenler üzerindeki etkisi fazla önemsenmez. Zira klasik enflasyon hedeflemesi modelinde merkez bankası amaç fonksiyonunda ağırlıklı olarak fiyat istikrarı olmak üzere çıktı açığı istikrarı şeklinde iki değişkeni etkilemeye çalışır. Bu yüzden fiyat istikrarına odaklanan bir parasal otoritenin kısa vadeli faiz oranındaki değişimin enflasyon üzerindeki etkisini tahmin etmesi yeterli olmaktadır. Zira enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankası, enflasyonun hedefinden sapması durumunda, örneğin hedefin üzerine çıktığında, enflasyonu tekrar hedefe geri getirebilmek için normal şartlarda kısa vadeli faiz oranını artırması yeterlidir. Artan faiz oranları bir taraftan kredilerdeki genişlemeyi yavaşlatırken diğer taraftan yerli paranın değerlenmesine yol açacaktır. Kredilerdeki yavaşlama ve yerli paradaki değer atışı enflasyonu düşürücü etki yaparken diğer taraftan makro finansal risklerin birikmesine de neden olabilmektedir. Ne var ki, fiyat istikrarına odaklanan bir merkez bankası için finansal riskler ikincil planda kalmakta ve ancak fiyat istikrarı ile çelişmediği müddetçe göz önüne alınmaktadır. Politika faizinin tek araç olduğu bir rejimde fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki trade-off da merkez bankası fiyat istikrarını tercih edecektir.

⁵⁴⁸Bülent Doğru, **Merkez Bankası Politikalarının Fiyat İstikrarı ve Diğer İktisadi Olgular Açısından Değerlendirilmesi ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Örneği**, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi,) MPRA, 2012, s.397

Gelişen modern bankacılık anlayışı ve küresel finans krizi enflasyon hedeflemesi yapan bir merkez bankasının finansal istikrarı da gözetmesini ve dolayısıyla amaç fonksiyonunda da yer vermesi gerektiğini ortaya koymuştur. Finansal istikrarı gözetilen bir merkez bankası için politika faizi tek başına yeterli değildir. Zira faiz oranı bir değişken üzerinde istenilen etkileri yaparken diğeri üzerinde istenilenin tersi bir etki yapabilir. Bu yüzden fiyat istikrarından ödün vermeden politika faizinin finansal istikrar üzerindeki etkilerini nötralize eden ve bu bağlamda krediler ile döviz kuru kanalını ayrı ayrı etkileyen politika araçlarına ihtiyaç vardır. Bu doğrultuda TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren fiyat istikrarı ve finansal istikrarı birlikte sağlamak amacıyla oluşturduğu para politikası çerçevesinde politika araçlarını çeşitlendirmiştir.⁵⁴⁹

Sermaye akımlarındaki hareketler ve küresel likidite çevrimleri Türkiye'deki yansımalarını esas olarak krediler ve döviz kurundaki dalgalanmalar şeklinde göstermektedir. Gerek hızlı kredi büyümesi gerekse döviz kurunda gözlenen aşırı değerlenme ekonomide kaynak dağılımını bozmakta ve iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açarak makroekonomik istikrarı olumsuz etkilemektedir. Tersine, kredilerdeki ani bir daralma veya yerli paradaki aşırı değer kaybı da makroekonomik ve finansal istikrar açısından arzu edilmeyen durumlardır. Dolayısıyla sermaye akımlarındaki oynaklığın etkilerinin yumuşatılması için kredilerin makul oranlarda büyümesi ve döviz kurundaki gelişmelerin iktisadi temellerle uyumlu olması oldukça önemlidir.

Bu yüzden yeni para politikası ara hedef olarak da nitelendirilebilecek iki sütun üzerine kuruludur: kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerini caydırarak döviz kurunun iktisadi temellerden kopuk hareketlerini sınırlamayı ve küresel risk iştahındaki ani değişimlerin (sudden-stop) yol açabileceği riskleri azaltmayı amaçlayan ilk sütun, makroekonomik ve finansal dengesizlikleri azaltmaya yönelik olarak kredi genişlemesini sınırlamayı hedefleyen ikinci sütun.⁵⁵⁰ Dolayısıyla Merkez Bankası eski

⁵⁴⁹ A. Hakan Kara, Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, **TCMB Çalışma Tebliği** No:12/17, Haziran 2012, s.7

⁵⁵⁰ Başçı ve Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", ss.5-6

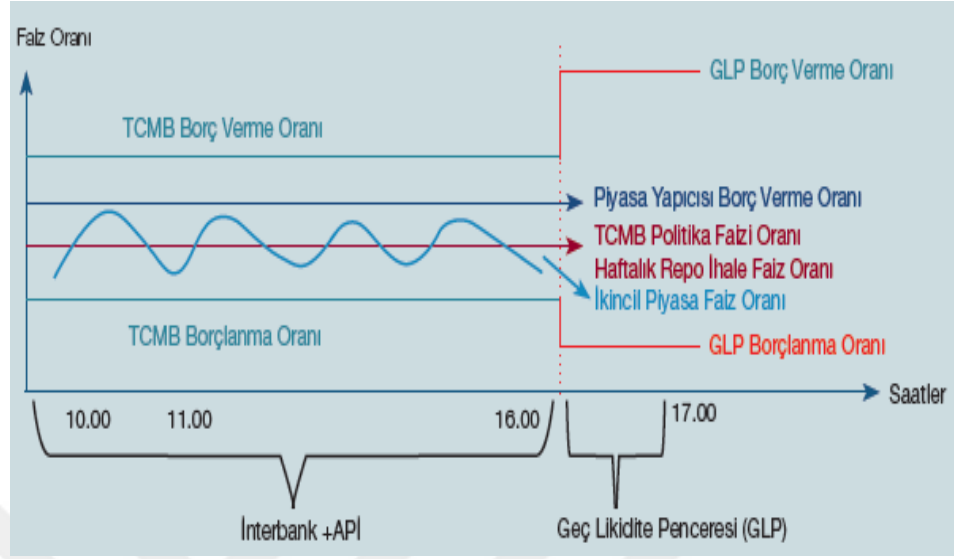
aracı olan politika faizi(haftalık repo faizi) yanında, yeni para politikası araçlarını da kullanarak kredi kanalı ve döviz kuru kanalı üzerinden fiyat istikrarı ve finansal istikrar nihai hedeflerine varmak istemektedir (Şekil 3.16).



Şekil 3.16 TCMB'nin Politika Araçları ve Amaçları

Yeni para politikası çerçevesinde aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılabilmesi için öncelikle faiz koridoru ve faiz koridorunun kredi ve döviz kuru kanalları ile olan etkileşimini incelemek gerekir. TCMB, piyasa faizlerini ve likiditesini etkilemek amacıyla piyasada ihtiyacı olanlara kısa vadeli (günlük veya haftalık) likidite sağlayabildiği gibi, fon fazlası olanlardan gecelik vadede borç alabilmektedir. TCMB'nin gecelik vadede bankalardan borçlanabileceği ve bankalara borç verebileceği faiz seviyelerinin arasında kalan alan “faiz koridoru” olarak tanımlanmaktadır. Koridorun üst sınırı Merkez Bankası'nın borç verme faiz oranı, koridorun alt sınırı ise Merkez Bankası'nın borç alma faiz oranı olmaktadır (Şekil 3.17). Borç alma ve borç verme faizi dışında bir de faiz koridoru içinde kalabilecek şekilde belirlenen piyasa faizi bulunmaktadır. Piyasa faizinin Merkez Bankası'nın belirlediği koridorun içinde kalmasını sağlayan olgu, Merkez Bankası'nın üst sınırdan borç vermeye, alt sınırdan da borç almaya razı olmasıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde, piyasa faizinin bu işlemler sonucunda politika faizi civarında oluşması gerekmektedir..⁵⁵¹

⁵⁵¹ Fatih Özatay, Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB, **TEPAV Raporu**, R201201, Ocak 2012, s.9



Şekil 3.17 TCMB Para Politikasının Operasyonel Yapısı

Kaynak: TCMB, “Aktarım Mekanizması”...s.

TCMB politika faiz oranı üzerinden miktar ihalesi ile bankalara fonlama yapabilmektedir. Yeni politika bileşiminin bir ayağı olan likidite politikası çerçevesinde gecelik piyasada oluşan faiz oranları, politika faizi olan haftalık repo faizleri değiştirilmeksizin ekonomik ve finansal gelişmelerin seyrine göre ayarlanabilir. Böylece piyasaya yapılan fonlama ayarlanarak para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden farklılaşmasına izin verilmektedir. Bu bağlamda, TCMB geçici fiyat hareketlerinin beklentiler üzerinden enflasyon görünümünü bozmasına engel olmak amacıyla gerektiğinde Ek Parasal Sıkılaştırma’ya (EPS) gitmek suretiyle piyasaya miktar ihalesi yöntemiyle yapılan fonlama miktarı azaltılarak faizlerin koridorun üst seviyelerine yakın oluşması sağlanabilir. Bu yapıda, TCMB’nin likidite operasyonlarını kullanarak kısa vadeli piyasa faizlerinde günlük olarak yapabileceği değişikliklerin boyutunu faiz koridorunun genişliği belirler.⁵⁵²

TCMB’nin tasarlamış olduğu yeni politika çerçevesinde faiz koridoru, hem kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verebilmesini sağlarken, hem de gerektiğinde kredi-mevduat faiz farkını etkileyerek bankaların kredi

⁵⁵² TCMB, Parasal Aktarım Mekanizması...s.14

verme davranışları üzerinde etkili olabilmektedir. Böylece faiz koridoru, krediler ve döviz kuru kanalını ayrı ayrı etkileyebilmektedir.

Yeni para politikası araçlarından bir diğeri ise zorunlu karşılıklardır.. Küresel kriz öncesinde bazı gelişmekte olan ülke merkez bankaları yüksek seyreden kredi büyümesi ve hedefin üstünde gerçekleşen enflasyonu kontrol altına alabilmek için faizleri artırmak yerine zorunlu karşılık oranlarını artırmayı tercih etmişlerdir. Zira faizlerin artırılması yüksek miktarlarda devam etmekte olan sermaye girişlerini daha da artırarak yerel paranın değerlenmesine ve kredi büyüme oranlarının daha da ivme kazanmasına neden olacaktır. Lehman Brothers'in iflas ettiği 2008 yılı sonbaharından sonra ise gelişmiş ülkelerde kredi büyümesi sert bir şekilde düşerken enflasyon oranları yüksek düzeylerdeki varlığını devam ettirmiştir. Bu koşullar altında fiyat istikrarının korunması ve finansal istikrarın desteklenmesi için zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür. Gelişmiş ülke merkez bankalarının 2009 yılı başlarında uyguladıkları nicel genişleme politikalarından dolayı küresel likiditedeki artış ve buna bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik artan sermaye akımlarının finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak için zorunlu karşılık oranları artırılmıştır. Böylece diğer politika araçları ile birlikte özellikle kriz sonrası dönemde zorunlu karşılıkların etkin bir şekilde kullanıldığı görülmektedir.⁵⁵³

Şimdi başta faiz koridoru olmak üzere yeni araçların kredi ve döviz kuru kanalları üzerinden fiyat istikrarı ve finansal istikrarı nasıl etkilediğini inceleyelim.

Yeni para politikasında fiyat istikrarı ve finansal istikrar nihai amaçlarının gerçekleştirilmesi için yukarıda da ifade edildiği gibi kredi genişlemesinin sınırlandırılması bir ara hedef olarak kabul edilmektedir. Kredi genişlemesinin ertelenen kredi talebini soğurucu, yatırımları ve dolayısıyla geliri artırıcı etkisi olsa da, hızlı bir kredi genişlemesi potansiyel riskleri de beraberinde getirmektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarındaki artış sonucunda kredilerdeki aşırı artış gerek kredi kalitesinde düşüş

⁵⁵³ Deren Ünalnış ve İbrahim Ünalnış, Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı:2015-01/02 Şubat 2015, s.2

riskinin artması gerekse iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açması nedeniyle sistemik risklerin artmasına neden olabilmektedir. Bu yüzden hızlı kredi genişlemesi iktisat literatüründe finansal krizleri önceleyen önemli bir değişken olarak görülmektedir. Zira ülke tecrübeleri, önemli bankacılık ve ödemeler dengesi krizlerinin hızlı kredi büyüme süreçleri tarafından öncelendiğini göstermektedir. Küresel kriz sonrasında ortaya çıkan makro finansal riskleri azaltmaya yönelik olarak TCMB'nin 2010 yılının ikinci yarısından itibaren uyguladığı yeni politika çerçevesinde finansal istikrarın önemli bir bileşeni olarak kredi büyümesinin önemine vurgu yapılmaktadır. Bu bağlamda, TCMB kredi büyümesinin iktisadi dinamiklerle uyumlu bir şekilde gerçekleşmesi için likidite, zorunlu karşılıklar ve faiz politikalarını bir arada kullanmaktadır.

Makroekonomik ve finansal dengesizlikleri azaltmaya yönelik politika bileşiminin bir sütunu olarak kredi genişlemesinin sınırlanmasında para politikasının yeni bir aracı olan faiz koridoru etkili bir şekilde kullanılmaktadır. Geleneksel enflasyon hedeflemesinde politika faizi olarak kullanılan kısa vadeli faizler piyasada oluşan getiri eğrisini şekillendirerek parasal duruşu belirlemektedir. Bankalar bu parasal duruşu göz önüne alarak kredi faizlerini ve koşullarını ayarlamakta ve böylece fonlama maliyetini artırıp azaltmak suretiyle kredilerin seviyesini etkileyebilmektedir. TCMB, yeni para politikası çerçevesinde elinde bulundurduğu çoklu araç kümesini kullanarak geleneksel enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi getiri eğrisini etkileyebilmektedir. Yalnız Merkez Bankası yeni çerçevede karar alma sürecini daha hızlı işletebilmekte ve bu bağlamda piyasaya doğrudan yaptığı fonlamanın maliyetini günlük bazda gözden geçirerek likidite açığı olan bankaların marjinal kredi maliyetlerini daha sık bir şekilde etkileyebilmektedir.⁵⁵⁴

TCMB, fonlama faizine dair belirsizliği de bir politika aracı olarak kullanabilmektedir. Belirsizliğin derecesi ise faiz koridorunun genişliğine ve kısa vadeli faizin tahmin edilebilirliğine bağlıdır. Kredilerde arzu edilenin ötesinde bir hızlanma

⁵⁵⁴ **Kara**, Küresel Kriz Sonrası Para Politikası,...s.9

gözlendiğinde Merkez Bankası fonlama miktarı ve maliyeti konusundaki belirsizliği artırarak özellikle likidite açığı olan kurumlar için kredi arzında bir sıkılaşmaya yol açabilmektedir. Bankalar böyle dönemlerde faiz riskini fiyatlarken genelde faiz koridorunun üst sınırını esas alırlar. Özellikle, faiz koridoru yukarı yönlü genişletilerek likidite operasyonları ile ek sıkılaştırma yapılması krediler üzerinde oldukça etkili olabilmektedir. Böylece Merkez Bankası net borç verici olduğu bir piyasada, kredi faizleri ve kredi büyümesi üzerinde güçlü bir etki yapabilmektedir.⁵⁵⁵

Kredi arzını etkilemek amacıyla kullanılan makro-ihtiyati araçların biri de zorunlu karşılıklardır. Sermaye girişlerinin arttığı bir dönemde, arz koşullarındaki gevşeme ve faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak artan krediler makro finansal riskleri besleyebilmektedirler. Bu durumda zorunlu karşılık oranlarının artırılması kredi arzını sınırlayabilir. Sermaye girişlerinin aniden zayıfladığı veya risk algılamasının arttığı dönemlerde ise zorunlu karşılıkların düşürülmesi kredilerde ani duruş riskini azaltabilir.

Zorunlu karşılıklar asıl etkisini, faiz koridoru ve etkin likidite yöntemi ile etkileşim halinde göstermektedir. Normal şartlarda, mevduatın ortalama vadesinin kısa olduğu ve parasal otoritenin enflasyon hedeflemesi uyguladığı bir çerçevede, merkez bankaları önceden ilan etmiş olduğu bir politika faiz oranında likidite vermeyi taahhüt ettikleri için, zorunlu karşılıklar ile piyasadaki çekilen likiditenin Merkez Bankası fonlaması ile kolaylıkla ikame edilebilmektedir. Böyle bir durumda zorunlu karşılık oranlarındaki artışın kredi davranışı üzerinde önemli bir etkisinin olmaması ve dolayısıyla likidite kanalının etkili olmaması beklenir. Ancak uygulanan koridor sistemi yanında kısa vadeli faizlerin tahmin edilebilirliğinin azaltılması, TCMB'nin likiditeyi miktar yoluyla yapması (sınırsız likidite sağlamaması) ve vadeye göre zorunlu karşılık oranlarını farklılaştırması gibi aktif likidite yöntemi stratejisi, kısa vadeli faizlerdeki oynaklığı artırarak mevduatın veya zorunlu karşılık olarak ayrılan tutarın merkez bankası fonlaması ile ikame edilebilirlik derecesi sınırlamaktadır. Böylece, özellikle likidite gereksinimi olan bankalar Merkez Bankası'nın ek sıkılaştırma dönemlerinde

⁵⁵⁵ TCMB, Parasal Aktarım Mekanizması,...s.13 ve Kara, Küresel Kriz Sonrası Para Politikası...s.10

kredi genişlemesi için daha temkinli davranmaktadırlar. Kısaca, zorunlu karşılıkların kredi arzı üzerindeki asıl etkisi faiz koridoru sistemi ile etkileşim halinde ortaya çıkmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının yüksek seviyede tutulması faiz koridoru aracının etkinliğini artırmaktadır.⁵⁵⁶

Zorunlu karşılıkların etkin bir para politikası aracı olması belirli faiz oranlarını farklı yönde etkileyebilme yeteneğinden kaynaklanmaktadır. Zira politika faiz oranı faiz oranlarını aynı yönde etkilerken, zorunlu karşılıklar kredi ve mevduat faizleri üzerindeki etkisi farklı olabilmekte ve dolayısıyla aradaki faiz farkı artmaktadır. Kredi ve mevduat faizi arasındaki fark ise iç talebin kontrol altına alınmasında yardımcı olmaktadır. Sonuç olarak zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını hızlandırmadan sıkı bir para politikasının uygulanmasına imkan tanıyabilmektedir.⁵⁵⁷

Kredi artışlarındaki aşırı oynaklık yanında finansal istikrarsızlık ve fiyat istikrarsızlığının bir diğer nedeni ise döviz kurlarındaki aşırı oynaklıktır. Çünkü döviz kurlarındaki aşırı oynaklık bir taraftan reel sektörü ve fiyatlama davranışlarını etkilerken, diğer taraftan döviz kuru aşırı değerli olduğu zamanlarda dış dengeye, aşırı değersiz olduğu zamanlarda ise fiyat istikrarına zarar verebilmektedir. Bu yüzden fiyat istikrarı ve finansal istikrarın sağlanması için gerekli koşullardan biri de döviz kurunun iktisadi temellerinden sapmaması veya aşırı bir oynaklık göstermemesidir. Türkiye’de döviz kurundaki aşırı değerlenmenin temel nedeni ise kısa vadeli sermaye akımlarıdır. Kısa vadeli sermaye akımlarının dengelenmesi amacıyla yeni para politikası araçları etkin bir şekilde kullanılmaktadır.

Yeni para politikası bileşiminin bir diğer sütunu olan “kısa vadeli sermaye girişlerinin dengelenmesi” döviz kuru kanalı üzerinden sağlanmaktadır. Bu çerçevede Merkez Bankası kısa vadeli faizleri günlük frekanslarda ayarlamak suretiyle sermaye hareketleri ve döviz kuru oynaklığını yumuşatabilmektedir. Özellikle küresel risk iştahındaki bir düşüşe bağlı olarak bir sermaye çıkışının yaşanması durumunda Merkez

⁵⁵⁶ Kara, Küresel Kriz Sonrası Para Politikası...s.13

Bankası sermaye hareketinin döviz kuru üzerinde oluşturacağı etkiyi minimize etmek için gerekli gördüğünde fonlama miktarını piyasanın ihtiyacından daha az yapabilmektedir. Bu durumda Merkez Bankası'ndan beklediklerinden daha az likidite sağlayan finansal kurumlar döviz satarak likidite ihtiyaçlarını karşılama yoluna gidebilmekte, bu ise sermaye çıkışının döviz kuru üzerinde oluşturduğu hareketi sınırlamaktadır. Diğer taraftan, bu durumda kısa vadeli faiz oranlarında yaşanan artış sermaye çıkışlarını caydırıcı bir rol oynamaktadır. Yeni sistemde sermaye akımlarının güçlü olduğu dönemlerde faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek faiz oynaklığı artırılırken, sermaye akımlarının zayıf olduğu dönemlerde koridor yukarı yönlü genişletilerek döviz kuru oynaklığı azaltılabilmektedir.⁵⁵⁸ Nitekim, Akçelik vd (2012)'in geçici fiyat hareketlerinin beklentiler üzerinden enflasyon görünümünü bozmasına engel olmak için kullanılan Ek Parasal Sıkılaştırma'nın (EPS) döviz kuru üzerindeki etkisinin analiz edildiği çalışmada EPS'nin kur oynaklığını düşürücü yönde etkili olduğu ve ayrıca TL'nin gelişmekte olan diğer ülke kurlarına göre değer kazanmasına neden olduğu tespit edilmiştir.⁵⁵⁹

Döviz kuru üzerinde etkili olan diğer bir araç ise zorunlu karşılıklardır. Yeni sistemde Türk lirası zorunlu karşılıkların belli bir oranının döviz cinsinden tutulmasına olanak tanınmaktadır. İlk olarak Eylül 2011'de uygulamaya konulan ve Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) olarak bilinen bu sistemde, Türk lirası likidite ihtiyacının daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle karşılanması, döviz rezervlerinin desteklenerek zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde kullanılması, sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz

⁵⁵⁷ Koray Alper S. ve Tolga Tiryaki, Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı:2011-08/ 13 Nisan 2011 s.7

⁵⁵⁸ TCMB, Parasal Aktarım Mekanizması" ...ss.14-15

⁵⁵⁹ Yasin Akçelik vd. Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı:2012-30/23 Ekim 2012, s.9

etkilerinin sınırlandırılması ile “yastık altı” altının ekonomiye kazandırılması amaçlanmaktadır.⁵⁶⁰

TCMB tarafından tasarlanan ve TCMB’ye özgü olan⁵⁶¹ bir para politikası aracı olarak ROM, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki etkilerini yumuşatma potansiyeli taşımaktadır. Örneğin sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemlerde döviz likiditesi arttığından, bankalar zorunlu karşılıkların büyük bir kısmını döviz cinsinden tutmayı tercih edebilecektir. Böylece, bir yandan döviz kuru üzerindeki aşırı değerlenme baskısı hafiflerken, diğer yandan bankaların döviz kredisi verme eğilimini ve dolayısıyla dövizin krediye dönüşüm oranını da azaltarak finansal istikrarı destekleyebilecektir. Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise genel olarak yabancı para (YP) kaynakların maliyeti Türk lirası kaynakların maliyetine göre artmakta ve yurt dışı fonlara erişim zorlaşmaktadır. Bankalar ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin bir kısmını rezerv opsiyonu kullanımlarını azaltarak elde edebilirler. Rezerv opsiyonunun kullanımının azaltılması bankaların zorunlu karşılıkların daha büyük bir kısmını Türk lirası kaynaklarla tesis etmesi anlamına geleceğinden Türk lirası talebini artıracaktır. Dolayısıyla ROM’un hem döviz kurunun hem de piyasa likiditesinin oynaklığını sınırlama potansiyeli taşıdığı ifade edilmektedir.⁵⁶²

Küresel krizin etkilerinin hafiflemesi ile birlikte TCMB, fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarı da gözeterek şekilde oluşturduğu yeni para politikasının ilk adımını kriz sırasında alınan önlemlerin normalleştirilmesini içeren 14 Nisan 2010 tarihli çıkış stratejisi ile atmıştır. Bu amaçla kriz döneminde alınan likidite önlemlerinin zamana yayılarak ve finansal istikrarı gözeterek aşamalı bir şekilde geri alınacağı, bu

⁵⁶⁰TCMB, **Finansal İstikrar Raporu** Kasım 2012, Sayı:15, [http:// www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar+Raporu](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar+Raporu), (Erişim: 15.02.2015), s.61

⁵⁶¹ Ergun Ermişoğlu, Arif Oduncu ve Yasin Akçelik, Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Kur Oynaklığı, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı:2013-04/31 Ocak 2013, s.2

⁵⁶²Koray Alper, Hakan Kara ve Mehmet Yörükoğlu, Rezerv Opsiyon Mekanizması, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı:2012-28/22 Ekim 2012, s.5

kapsamda piyasaya ihtiyacından fazla sağlanan likiditenin azaltılacağı ve zorunlu karşılık oranlarının da kriz öncesi seviyelere getirileceği vurgulanmıştır.⁵⁶³

.Merkez bankası sahip olmuş olduğu bu araç demetini yurt içi makro ekonomik gelişmeler ve küresel piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak farklı yönlerde kullanmıştır. Ağustos 2011'e kadar olan dönemde Merkez Bankası bir taraftan kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlanması ve döviz kurundaki aşırı değerlenmenin önlenmesini hedeflerken, diğer taraftan da yurt içinde krediler ve talebin daha kontrollü biçimde büyümesinin sağlanması ile iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı dengelemeye çalışmıştır. Bu bağlamda, yoğunlaşan kısa vadeli sermaye akımlarına karşı Merkez Bankası faiz koridorunu aşağı yönlü olarak genişletmiştir. Böylece gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faiz oranından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilerek gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklığın artırılması ve çok kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması mümkün olabilmıştır. Öte yandan faizlerin düşük düzeyinin kredi genişlemesini daha da artırmaması ve iç talebin kontrol altına alınması amacıyla zorunlu karşılık oranları belirgin bir biçimde artırılmıştır. Zorunlu karşılık oranlarındaki artış aynı zamanda bankaların Merkez Bankası'ndan borçlandıkları miktarı artırarak likidite kanalıyla para politikasının kredi davranışı üzerindeki etkisinin güçlenmesini sağlamıştır.⁵⁶⁴

2011 yılının ortalarından itibaren bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorunlarının derinleşmesi nedeniyle küresel ölçekte riskten kaçınma eğiliminin arttığı ve risk iştahındaki oynaklığın yükseldiği görülmüştür. Bu gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerde sermaye çıkışlarının hızlanması üzerine Merkez Bankası politika araçlarını sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemdeki tersi yönde kullanmaya başlamıştır. Yani, gecelik borç faizini yükseltmek suretiyle faiz koridorunu daraltarak kısa vadeli faizlerin oynaklığını azaltmıştır. Böylece, faiz belirsizliği aktif bir politika aracı olarak kullanılıp sermaye hareketlerindeki çıkışın sınırlandırılması

⁵⁶³ TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Çıkış Stratejisine İlişkin Basın Duyurusu**, Sayı:2010-19, 14 Nisan 2010,

⁵⁶⁴ Kara, **Küresel Kriz Sonrası Para Politikası**, s.16

amaçlanmıştır. Diğer taraftan, finansmanda ani duruş riskini sınırlandırmak amacıyla piyasaya yüklü miktarda döviz likiditesi sağlanmıştır. Ayrıca, küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların yurt içi iktisadi faaliyette durgunluğa yol açma riskini azaltmak için politika faizinde sınırlı bir indirimde gidilmiştir.⁵⁶⁵

3.6 TÜRKİYE’DE UYGULANAN ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN MAKRO EKONOMİK PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİNLİĞİ

Enflasyon hedeflemesinin temel amacı orta vadede para politikası için güvenilir bir çapa sunmaktır. Bu yüzden hedeften geçici sapmaların merkez bankası kredibilitésine zarar vermediği görüşünden hareketle, enflasyon hedeflemesinin başarısında, merkez bankalarının fiyat istikrarına uygun olarak enflasyon oranını düşürmede ne kadar başarılı olduklarının yanında düşürülen enflasyon oranını sürdürmeleri de oldukça önemlidir. Dünyada ve Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesi katı kurallardan oluşan bir rejim değildir. Enflasyon hedeflemesinin öncelikli amacı fiyat istikrarının sağlanması olsa da, bu rejimi uygulayan ülkelerde para politikası finansal istikrar ve reel ekonomideki gelişmeleri de gözetmektedir. Bu açıdan enflasyon oranlarının düşüklüğü ve istikrarı yanında enflasyon hedeflemesinin büyüme, faiz ve döviz kuru üzerindeki etkisi de önemlidir. Dolayısıyla Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesinin makro ekonomik performansı araştırılırken sözkonusu değişkenler üzerindeki etkileri bir bütün olarak incelenmelidir.

3.6.1 Konu İle İlgili Literatür

1990’lı yılların başından bu yana parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi gibi parasal rejimleri terk edip enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde ortalama enflasyon oranlarında bir düşüşün yaşandığı bir çok ampirik çalışma ile ortaya konulmuştur. Her ne kadar enflasyon hedefleyici olmayan bazı ülkelerde de ortalama enflasyonun düştüğü gözlenirse de enflasyon hedefleyici ülkelerin bunu yüksek ve belirsiz

⁵⁶⁵ Kara, Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, ss.16-17

enflasyon oranlarının karakterize ettiği uzun periyotlardan sonra gerçekleştirdiği gerçeğinin unutulmaması gerekir.⁵⁶⁶

Pétursson (2004), panel veri metodunu kullanarak 21 enflasyon hedefleyici ve altı enflasyon hedefleyici olmayan gelişmiş ülke (Danimarka, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya ve ABD) üzerinde yaptığı çalışmada enflasyon hedeflemesinin kabulünden beş yıl önceki, bir yıl önceki, bir yıl sonraki ve 1980 ile 1990 yılları arasındaki ortalama enflasyon oranlarını ele alarak enflasyon hedeflemesinin ortalama enflasyon üzerindeki etkisini karşılaştırmalı olarak incelemiştir. Çalışmada tüm enflasyon hedefleyici ülkelere bakıldığında, enflasyon hedeflemesinin kabulünden sonra ortalama enflasyonun ve enflasyon değişkenliğinin azaldığı görülmektedir.⁵⁶⁷ Petursson enflasyon düzeyi ile enflasyondaki dalgalanmalar arasındaki ilişki göz önüne alındığında enflasyondaki azalmanın sürpriz olmadığını ifade etmektedir. Zira ortalama enflasyon düştükçe enflasyondaki oynaklık da düşecektir. Enflasyon hedefleyici ülkelere düşen enflasyon oranının enflasyon hedeflemesi rejimiyle mi yoksa küresel bir fenomen mi olduğu konusuna açıklık getirmek için Petursson (2004) 1990'lardaki dezinflasyon trendini de analizine katmıştır. Buna rağmen enflasyon hedeflemesinin ortalama enflasyon oranlarında %2-%3 kadar bir düşüşe neden olduğu belirlenmiştir.⁵⁶⁸

Fraga, Goldfajn ve Minella (2003) çalışmasında enflasyon hedeflemesini uygulayan hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin rejim öncesi ve sonrası dönemdeki enflasyon, faiz oranı, çıktı ve döviz kuru oynaklıkları karşılaştırılmış ve her iki grubun rejimin benimsenmesinden sonra daha iyi bir performans sergiledikleri, ancak gelişmiş ülkelerin performansının gelişmekte olan ülkelere göre daha iyi olduğu ortaya konmuştur.⁵⁶⁹

⁵⁶⁶ William T. Gavin, Inflation Targeting: Why It Works and How To Make It Work Better, Federal Reserve **Bank of St. Louis Working Paper**, 2003-027B, 2003. P. 1

⁵⁶⁷ Pétursson, The Effects of Inflation Targeting On Macroeconomic Performance...p.13

⁵⁶⁸ Thórarinn G. Pétursson, The Effects of Inflation Targeting On Macroeconomic Performance' **Central Bank of Iceland Working Papers** No.23, 2004. pp. 6-13

⁵⁶⁹ Fraga vd, pp.1-2

OECD'nin gelişmiş ülkeleri üzerinde yaptığı çalışmasında Wu (2004) iki önemli sonuca varmıştır. Bunlardan birincisi, resmi olarak enflasyon hedeflemesini kabul eden ülkelerde ortalama enflasyon oranının azalması ve enflasyon üzerindeki etkilerin devamlılık göstermesidir. İkinci olarak enflasyon hedefleyici ülkeler yeni rejimi kabul ettikten sonra faiz oranlarında önemli bir artış gerçekleşmemiştir. Enflasyon üzerinde önemli ve negatif etkileri olan faiz oranları kontrol edildikten sonra enflasyon hedeflemesi ile düşük enflasyon arasındaki nedensel ilişkisinin devam ettiği görülmüştür. Bu sonuçlar enflasyon hedeflemesinin enflasyonu düşürmedeki başarısının sadece faiz oranlarını yüksek tutmak suretiyle 'agresif' bir para politikası uygulamasının bir sonucu olmadığını göstermektedir.⁵⁷⁰

Batini and Laxton (2006) enflasyon hedefleyici olmayan ülkeler ile karşılaştırıldığında enflasyon hedefleyici ülkelerde ortalama enflasyondaki düşüşün daha büyük olduğunu ortaya koymaktadırlar. Yazarlar, her şeyden önce merkez bankasının öncelikli amacı dikkate alındığında diğer rejimlere göre enflasyon hedeflemesinin enflasyon performansında bu iyileşmeyi gerçekleştirmesinin sürpriz olmadığını ifade etmektedirler.⁵⁷¹

Neuman and von Hagen (2002) çalışmasında yüksek enflasyon geçmişi olan ülkeler ile düşük ve istikrarlı enflasyon oranını yakalamış olan ülkeler arasında bir 'enflasyon yakınsaması' gerçekleştiği ve bu yakınsamaya enflasyon hedeflemesinin neden olduğu sonucuna varmışlardır.⁵⁷² Benzer şekilde Gertler(2005) yüksek enflasyon geçmişi olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin dezenflasyonu kolaylaştırdığını ifade etmektedir.⁵⁷³

⁵⁷⁰ Thomas Y. Wu, Does Inflation Targeting Reduce Inflation?An Analysis for the OECD Industrial Countries, **Banco Central do Brasil Working Paper Series** No.83, 2004, pp.15-16

⁵⁷¹ Batini and Laxton, Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted?...p.13

⁵⁷² Manfred J. M. Neumann and Jurgen von Hagen, Does Inflation Targeting Matter?, **ZEI Working Paper**, No. B 01-2002, p.17

⁵⁷³ Mark Gertler, Comment on "Does Inflation Targeting Matter?, In **The Inflation Targeting Debate**, B.S. Bernanke and M. Woodford(Ed), Chicago: University of Chicago Press, 2005, p.278

OECD'nin enflasyon hedefleyici olan ve olmayan ülkelerinin makro ekonomik performanslarının karşılaştırıldığı çalışmalardan biri olan Walsh (2009)'da da enflasyon hedeflemesinin ortalama enflasyon ile birlikte enflasyon değişkenliği üzerinde de etkili olduğu görülmektedir. Tüm ülkelerde enflasyon değişkenliğinde bir azalma gerçekleşmiş olsa da enflasyon hedefleyici ülkelerde bu azalmanın daha fazla olduğu görülmüştür.⁵⁷⁴

Kim ve Park (2006) çalışmasında enflasyon hedeflemesinin Kore'de fiyat istikrarının sürdürülmesinde etkili olduğu sonucuna varmıştır. Zira enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinin ardından Kore'de enflasyon seviyesinin ve oynaklığının düşmüş olduğu, bu düşüşün enflasyonist sokların büyüklüğünden kaynaklanmadığı, enflasyon beklentilerinin enflasyonist şoklara daha az duyarlı hale geldiği ortaya konmuştur.⁵⁷⁵

Broto(2008), GARCH modelini kullanarak yaptığı çalışmada beş enflasyon hedefleyici (Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru) ve üç enflasyon hedefleyici olmayan (Arjantin, Ekvator, Uruguay) Latin Amerika ülkelerini karşılaştırmaktadır. Çalışmada enflasyon hedeflemesinin Şili, Kolombiya, Meksika ve Peru'da enflasyon oranlarını ve enflasyon değişkenliğini düşürdüğü, yalnız aynı sonuçların Brezilya için kesin olmadığı görülmüştür. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesinden sonra Brezilya'da enflasyon ataletinin azaldığı sonucuna varılmıştır. Oysa söz konusu sonuçların Arjantin dışında enflasyon hedefleyici olmayan Ekvator ve Peru için geçerli olmadığı sonucuna varılmıştır.⁵⁷⁶

On dört ülkenin verilerini kullanarak açık enflasyon hedeflemesi ile enflasyon oranı, büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi panel veri yöntemiyle inceleyen De Mendonça (2007), enflasyon hedeflemesinin enflasyon oranlarını düşürmede etkili bir

⁵⁷⁴ Carl E. Walsh, Inflation Targeting: What Have We Learned?, **International Finance** 12:2, 2009, p. 212

⁵⁷⁵ Soyoung Kim and Yung Chul Park, **Inflation targeting in Korea: a model of success?**, BIS Papers No 31, 2006, p. 161

⁵⁷⁶ Carmen Broto, 2011. Inflation Targeting in Latin America: Empirical Analysis Using GARCH Models., **Documentos de Trabajo**, No. 0826, Banco de Espana, 2008, pp.25-26

strateji olduğu ve böylece üretim üzerinde önemli bir maliyet yüklemekten faiz oranlarının düşmesine yol açtığı sonucuna varmıştır. Bununla birlikte işsizlik oranlarının da arttığı ifade edilmektedir.⁵⁷⁷

De Mendonça and de Guimarães e Souza (2012), 1990-2007 yılları arasında 180 ülkenin karşılaştırıldığı çalışmada enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranı ve enflasyon değişkenliğini düşürdüğü, ancak aynı sonuçların gelişmiş ülkeler için fazla güçlü olmadığı görülmüştür.⁵⁷⁸

Enflasyonun istikrara kavuşturulması konusunda bazı ülkelerin diğerlerine göre daha başarılı olmasının hangi faktörlerle açıklanabileceği ve özellikle küçük, dışa açık ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyon değişkenliğinin neden daha fazla olduğunun ve 1990'lardan günümüze kadar enflasyon değişkenliğindeki genel bir iyileşmenin ne ile açıklanabileceğini belirlemeye çalışan Petursson (2009) enflasyon hedeflemesinin bu gelişmelerde önemli bir rol oynadığını ifade etmektedir. Çalışmada periyot boyunca (1997-2005) tüm ülkelerde enflasyon değişkenliğinde bir azalma yaşanırken, enflasyon hedefleyici ülkelerde bu azalmanın daha fazla olduğu görülmektedir.⁵⁷⁹

Enflasyon hedeflemesinin makro ekonomik performansı üzerine yapılan çalışmaların başında gelen Levin vd. (2004)'te enflasyon hedefleyici olan ve enflasyon hedefleyici olmayan gelişmiş ülkeler enflasyonun kalıcılığı açısından karşılaştırılmaktadır. Çalışmada 1994-2003 periyodu için enflasyon kalıcılığının enflasyon hedefleyici olmayan ülkelere göre enflasyon hedefleyici ülkelerde belirgin bir şekilde daha düşük olduğu sonucuna varılmıştır.⁵⁸⁰

⁵⁷⁷ Helder Ferreira De Mendonça, Empirical Evidence from Fourteen Countries with Explicit Inflation Targeting , **Applied Economics Letters**, Volume 14, Issue 8, 2007, pp.573-579

⁵⁷⁸ Helder Ferreira de Mendonça, and Gustavo José de Guimarães e Souza, Is Inflation Targeting a Good Remedy to Control Inflation?. **Journal of Development Economics** ,2012, vol. 98, issue 2, pp. 178–191.

⁵⁷⁹ Thórarinn G. Pétursson, Inflation Control Around The World: Why Are Some Countries More Successful Than Others?, **Central Bank of Iceland Working Papers** No.42, 2009. pp.15-20

⁵⁸⁰ Levin vd. pp.59-60

Siklos (1999)'un gelişmiş enflasyon hedefleyici ülkeler üzerine yaptığı çalışmanın sonuçlarına göre enflasyon hedeflemesini kabul eden Kanada, Yeni Zelanda, Finlandiya, İsveç ve İngiltere'de enflasyon hedeflemesinin kabulünden sonra enflasyon kalıcılığı azalmıştır.⁵⁸¹

Enflasyon hedeflemesinin enflasyonu kontrol altına almadaki başarısı açık bir şekilde görülmesine rağmen ekonominin reel tarafı üzerindeki etkilerinin daha belirsiz olduğu ifade edilmektedir. Enflasyon hedeflemesini savunanlar genellikle argmanlarını bu rejimin enflasyon üzerindeki etkileri temeline dayandırmaktadırlar. Oysa enflasyon hedeflemesine temkinli yaklaşımlara göre başarılı bir para politikasının aynı zamanda güçlü bir büyüme, yüksek kapasite kullanım düzeyi gibi diğer amaçlar açısından da değerlendirilmesi gerektiğini ileri sürmektedirler. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesinin etkilerine yönelik temel endişe, bu rejimin bir taraftan enflasyon oranlarını düşürüp fiyat istikrarı sağlarken diğer taraftan daha düşük ve istikrarsız büyümeye neden olabilmesidir. Bu endişeler karşısında enflasyon hedeflemesini savunanlar enflasyon hedeflemesinin potansiyel etkilerinin sadece fiyat istikrarı ile sınırlı olmadığını ileri sürmektedirler. Örneğin Mishkin (1998)'e göre dezenflasyon süresi boyunca enflasyon hedeflemesi rejimlerinde enflasyondaki düşüş ile üretimdeki düşüş arasında bir ilişki kurulmuş olsa da, bir defa düşük enflasyon oranına ulaşıldığında üretim ve istihdam en azından önceki yüksek düzeylerine geri döner. Dolayısıyla genel bir sonuç olarak, düşük enflasyon oranları gerçekleştiğinde enflasyon hedeflemesi reel ekonomi üzerinde olumsuz etkiler oluşturmaz. Enflasyon hedeflemesini kabul eden bazı ülkelerde başarılı bir dezenflasyon sürecinden sonra yakalanan güçlü ekonomik büyümeye göz önüne alındığında, örneğin Yeni Zelanda'da olduğu gibi, enflasyonun kontrol altına alınmasının yanında enflasyon hedeflemesinin aynı zamanda reel ekonomik büyümeyi teşvik ettiği söylenebilir.⁵⁸²

⁵⁸¹ Pierre L. Siklos, Inflation-Target Design: Changing Inflation Performance and Persistence in Industrial Countries, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, March/April 1999, p.57

⁵⁸² Mishkin, International Experience with Different Monetary Policy Regimes,

Enflasyon hedeflemesinin büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen ampirik çalışmaların çoğunda bu etkilerin belirsiz olduğu vurgulanmaktadır. Petursson (2004) enflasyon hedeflemesinin büyüme üzerindeki pozitif etkilerinin sadece enflasyon hedeflemesi öncesinde yüksek enflasyona sahip olan ülkelerde görüldüğünü ve bununla birlikte enflasyon hedeflemesinin büyüme üzerinde herhangi bir zararlı etkisinin olduğu yönünde bir kanıtı rastlanmadığını ifade etmektedir.⁵⁸³ Benzer şekilde Ball and Sheridan (2005) enflasyon hedeflemesinin büyüme üzerinde pozitif etkilerinin olduğunu, yalnız bu etkilerin istatistiksel olarak önemli olmadığı sonucuna varmışlardır.⁵⁸⁴

Enflasyon hedeflemesinin reel ekonomi üzerindeki etkileri tartışılmaya devam etmiş olsa da merkez bankalarının uygulamış olduğu esnek enflasyon hedeflemesinin sadece enflasyon değişkenliğini değil aynı zamanda büyüme değişkenliğini de azalttığı Svensson gibi birçok ekonomist tarafından ifade edilmiştir. Bu yaklaşım birçok ampirik çalışma ile uyumluluk göstermektedir. Mishkin and Schmidt-Hebbel (2002)'ye göre enflasyon hedeflemesinin kabul edildiği ülkelerde fedakarlık oranı ile birlikte üretim değişkenliği düşerek enflasyon hedefleyici olmayan gelişmiş ülkelerdeki düzeylere yaklaşmaktadır.⁵⁸⁵

Enflasyon hedeflemesinin üretim değişkenliği üzerindeki etkisini inceleyen önemli çalışmalardan biri olarak bilinen Gonçalves and Salles (2006)'da alternatif para politikaları uygulayan diğer ülkelere göre enflasyon hedefleyici ülkelerde üretim değişkenliğinde önemli düşüşlerin yaşandığı görülmektedir. Gonçalves and Salles (2006)'ya göre diğer alternatif para politikasını uygulayan ülkeler ile karşılaştırıldığında enflasyon hedefleyici ülkelerde büyüme değişkenliğindeki düşüşün daha fazla olması enflasyon hedeflemesini savunanların “enflasyon hedeflemesinin şoklara karşı mücadele

⁵⁸³ Pétursson, The Effects of Inflation Targeting On Macroeconomic Performance...p.20

⁵⁸⁴ Laurence Ball and Niamh Sheridan, Does Inflation Targeting Matter?, In **The Inflation-Targeting Debate**, edited by B.S. Bernanke and M. Woodford, University of Chicago Press,2005p.255

⁵⁸⁵ Mishkin and Shmidt-Hebbel, A Decade of Inflating Targeting in The World: What Do We Know and What Do We Need To Know...p.182

edebilme yeteneğinin daha yüksek olduğu” şeklindeki argumanlarını desteklemektedir.⁵⁸⁶

Son yıllarda, ister açık bir şekilde enflasyon hedeflemesini kabul etmiş olsunlar veya etmemiş olsunlar, merkez bankalarının çoğu para politikasının temel enstrümanı olarak kısa dönem faiz oranlarını kullanmaktadırlar. Kısa dönem faiz oranlarının para politikasındaki kritik rolünden dolayı, para politikasının yürütülmesindeki köklü değişimler söz konusu faiz oranlarındaki hareketlenmenin zamanla nasıl olacağını da belirlemektedir. Eğer enflasyon hedefleri merkez bankasının enflasyon ile mücadelesinde önemli bir değişim anlamına geliyorsa (hedef taahhüdü), doğal olarak enflasyon hedeflerinin faiz oranlarının davranışlarında da sistematik değişimlere yol açması gerekir.⁵⁸⁷

Enflasyon hedeflemesini savunanlar, bu rejimin kabulünden bir süre sonra enflasyonun devamlı olarak düşük seviyede kalacağını ileri sürmektedirler. Eğer kamuoyu bu argumana güçlü bir şekilde inanırsa, enflasyon hedeflemesi altında hem beklenen enflasyon oranlarında hem de enflasyon belirsizliğinde bir azalmanın yaşanması kaçınılmazdır. Her iki etki sonuç olarak uzun dönem faiz oranlarının azalmasına neden olacaktır.

1990’lar ve sonrasında genel olarak hem enflasyon hedefleyici hem de enflasyon hedefleyici olmayan ülkelerde kısa dönem faiz oranlarında bir düşüşün yaşandığı görülmektedir. King (2002)’de ifade edildiği gibi bu dönem boyunca enflasyon oranlarında gerçekleşen düşüş hem uzun hem de kısa dönemli faiz oranlarında keskin düşüslere neden olmuştur.⁵⁸⁸ Benzer şekilde enflasyon oranlarındaki genel düşüş göz önüne alındığında faiz oranlarında gerçekleşen bu düşüşün sürpriz olmadığını belirten Petursson (2004), düşük nominal faiz oranlarının nedenleri arasında enflasyon

⁵⁸⁶ Carlos Eduardo S. Gonçaves and João M. Salles, Inflation Targeting in Emerging Economies: What Do The Data Say?, **Journal of Development Economics** xx (2006) xxx–xxx, 2006, pp pp.5-6

⁵⁸⁷ George A. Kahn and Klara Parrish, Conducting Monetary Policy With Inflation Targets, Federal Reserve Bank of Kansas City, **Economic Review**, Third Quarter 1998, p.19

⁵⁸⁸ Mervyn King, The Inflation Target Ten Years On, Speech delivered to the London School of Economics. London, 19 November 2002, **BIS Review** 68/2002, p.2

bekleyişleri ve enflasyon risk priminin de olabileceğini vurgulamaktadır. Bu yüzden nominal faiz oranlarındaki bu aşırı düşüşün daha çok enflasyon oranlarındaki düşüş ile mi, dünyada yaşanan faiz oranlarındaki genel bir düşüş ile mi, yoksa enflasyon hedeflemesi rejimi ile mi açıklanabileceğinin test edilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda Petursson (2004)'ün ulaştığı sonuçlar faiz oranlarındaki düşüşün yurt içi enflasyondaki düşüş ve faiz oranlarındaki küresel düşüşün ötesinde enflasyon hedeflemesi ile de ilişkili olduğunu göstermektedir.⁵⁸⁹

Dalgalı bir döviz kuru sistemi iyi işleyen bir enflasyon hedeflemesi rejimi için önemli bir gerekliliktir. Bu gerekliliğin temel nedeni, literatürde 'Kutsal Üçlemenin İmkansızlığı' (Impossibility of the Holy Trinity) olarak da ifade edilen, sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide bağımsız bir para politikasının sabit döviz kuru rejimi ile bir arada yürütülmesinin mümkün olmamasıdır. Enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru arasındaki bu ilişkiden dolayı bazı analistlere göre, enflasyon hedeflemesinin maliyetlerinden birinin de rejimin döviz kuru değişkenliğini arttırmasıdır.⁵⁹⁰ Bu bağlamda, döviz kuru ile ilgili olarak, enflasyon hedeflemesi rejimi altında döviz kurundaki dalgalanmaların temel nedeninin enflasyon hedeflemesinin ulusal paranın değerindeki istikrara verdiği aşırı değer bir sonucu olduğu kabul edilmektedir. Diğer bir anlatımla, Pontines (2011)'in ifade ettiği gibi yerel-yönelimli (domestically-oriented) bir para politikası çerçevesi olmasından dolayı enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarını merkez bankasının öncelikli amacı olarak görmektedir. Bu ise enflasyon hedeflemesinin döviz kurunu fazla önemsemediği ve, eğer bu çıkarım doğru ise, yüksek döviz değişkenliğini tolere ettiği anlamına gelmektedir.⁵⁹¹

Petursson (2009) enflasyon hedeflemesini kabul eden ülkelerin birçoğu daha öncesinde döviz kuru istikrarına odaklanan döviz kuru rejimlerini uyguladıkları için enflasyon hedeflemesini kabul ettikten sonra bu ülkelerde döviz kuru değişkenliğinde bir

⁵⁸⁹ Pétursson, The Effects of Inflation Targeting On Macroeconomic Performance... pp.22-24

⁵⁹⁰ Sebastian Edwards, The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited **NBER Working Paper** No. 12163, April 2006, p.15

⁵⁹¹ Victor Pontines, The Nexus Between Inflation Targeting and Exchange Rate Volatility, **The South East Asian Central Banks (SEACEN) Staff Paper** No.84, 20011, p.1

artış olduğunu ve dolayısıyla söz konusu argumanın bir yere kadar doğru olduğunu belirtmektedir. Ne var ki, enflasyon hedeflemesinin esnek döviz kurunu gerektirdiği ve bu yüzden zorunlu olarak daha büyük döviz kuru değişkenliğine neden olduğu şeklindeki bir değerlendirme tartışmalıdır. Şurası açıktır ki, dalgalı döviz kurları sabit olan döviz kuruna göre daha hareketlidirler. Ama şurası da açıktır ki, döviz kuru hareketlerinin tümünü ekonomik olarak maliyetli saymak doğru değildir. Döviz kurları görece fiyatları temsil ettiği için, bazı döviz kuru hareketleri hem gerekli hem de şoklar karşısında ekonomik bir uyum sağlaması açısından yararlıdır.⁵⁹²

Birçok teorik arguman düşük ve istikrarlı bir enflasyonun döviz kuru istikrarına önemli katkılar yaptığını göstermektedir. Bununla birlikte döviz kurundaki dalgalanmalar ile temel ekonomik değişkenler arasında tam ve kesin bir ilişkinin var olduğunu ileri sürmek zordur. Nitekim Kuttner and Posen (2000), döviz kuru değişkenliği için, para politikası şeffaflığının temel makro ekonomik değişkenlerden daha önemli olduğunu vurgulamaktadır. Buna göre para politikası rejimleri arasındaki şeffaflık farkı döviz kuru değişkenliğindeki farklılıkları açıklayan önemli bir faktördür. Para politikasında şeffaflığın artması merkez bankasının bağımsızlığını arttırdığı için aynı zamanda döviz kuru değişkenliğinin de azalmasına neden olur.⁵⁹³

Petersson (2004)'ün 21 enflasyon hedefleyici ülke üzerinde yaptığı çalışmada reel döviz kuru değişkenliği toplamda azalmakla birlikte gelişmiş ülkelerde döviz kuru değişkenliğinin ortalama olarak arttığı görülmektedir. Acak döviz kuru değişkenliğindeki artışın enflasyon hedeflemesinin kabulünden önce uygulanan sabit döviz kuru rejiminin terk edilmesi ile alakalı olduğu ifade edilmektedir. Daha öncesinde dalgalı döviz kuru uygulayan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin döviz kuru değişkenliğini arttırmaktan ziyade azaltması aynı zamanda Kuttner and Posen (2000)'in 'para politikasında artan şeffaflığın döviz kuru değişkenliğini azaltacağı' şeklindeki

⁵⁹² Thórarinn G. Pétursson, Does Inflation Targeting Lead To Excessive Exchange Rate Volatility?, **Central Bank of Iceland Working Paper**, No.43, October 2009, p.2

⁵⁹³ Kenneth N.Kuttner, and A. S. Posen, Inflation, Monetary Transparency, and G3 Exchange Rate Volatility, **Institute for International Economics Working Papers**, No. 00-6.2000, pp.24-25

argumanı ile uyuşmaktadır.⁵⁹⁴ Şeffaflık enflasyon hedeflemesinin merkezi bir faktörü olarak düşünüldüğünde, enflasyon hedeflemesinin döviz kuru istikrarını arttırdığı söylenebilir.

Buna benzer analizlerden biri de Edwards (2006)'da yapılmaktadır. Çalışmada her ülkede enflasyon hedeflemesinin kabulünden önce uygulanan döviz kuru rejimi de göz önüne alınarak enflasyon hedeflemesinin döviz kuru değişkenliği üzerindeki etkisi test edilmiştir. Ortaya çıkan sonuçlar, önceden uygulanan döviz kuru rejimi kontrol edildiğinde, enflasyon hedeflemesinin döviz kuru değişkenliğini arttırmadığını, tersine bazı ülkelerde döviz kuru değişkenliğini azaltma eğiliminde olduğunu göstermektedir.⁵⁹⁵

Enflasyon hedeflemesinin döviz kuru üzerindeki etkisini inceleyen önemli çalışmalardan biri olarak gösterilen Rose (2007) diğer ülkelerle karşılaştırıldığında enflasyon hedefleyici ülkelerde nominal ve reel döviz kuru değişkenliğinin daha düşük olduğunu ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin yerel odaklı (domestic focus) olmasının yüksek döviz kuru değişkenliğine neden olmadığını göstermektedir.⁵⁹⁶

Pontines(2011) çalışmasında 22 gelişmiş ve 52 gelişmekte olan ülkede 1985-2005 yılları arasında enflasyon hedeflemesini kabul eden gelişmekte olan ülkelere nomina ve reel döviz kuru değişkenliğinin daha düşük düzeylerde gerçekleştiğini, gelişmiş ülkelerde ise tersi durumun yaşandığı sonucuna varmaktadır.⁵⁹⁷

Dövizkuru ile ilgili önemli çalışmalardan biri de eğilim skoru metodunun kullanıldığı (propensity score matching method-PSM) Lin(2010)'un yaptığı çalışmadır. Lin (2010) bir bütün olarak bakıldığında enflasyon hedeflemesinin ülkelerin dışsal ekonomik dengeleri üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını ifade etmektedir. Bununla birlikte, farklı ülke gruplarında döviz kuru değişkenliği ve uluslar arası rezervler üzerinde enflasyon hedeflemesinin farklı etkilerinin olduğu vurgulayan Lin (2010)'a

⁵⁹⁴ Pétursson, The Effects of Inflation Targeting On Macroeconomic Performance...p.28

⁵⁹⁵ Edwards, The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited... p.19

⁵⁹⁶ Andrew K. Rose, A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed, **NBER Working Paper** No. 12711 November 2006, p.14

⁵⁹⁷ Pontines, pp.12-13

göre gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin reel ve nominal döviz kuru değişkenliğini azalttığı, tersine gelişmiş ülkelerde ise enflasyon hedeflemesinin reel ve nominal döviz kuru değişkenliğini arttırdığı ve uluslar arası rezervler açısından da enflasyon hedeflemesinin etkilerinin aynı yönde olduğu ifade edilmektedir.⁵⁹⁸

Döviz kurunun istikrar kazanması aynı zamanda ülkedeki dolarizasyon seviyesini de etkilemektedir. Lin and Ye(2013) yaptığı çalışmada 106 gelişmekte olan ülkede 1985-2004 yılları arasında enflasyon hedeflemesinin dolarizasyonun düşüşü yönünde çok güçlü etkiler yaptığı sonucuna varmışlardır. Bu sonuç ülke parasına olan güvenin arttığı anlamına gelmektedir.⁵⁹⁹

Ampirik çalışmalardan elde edilen sonuçlar genel olarak, enflasyon hedeflemesinin döviz kuru değişkenliği üzerindeki etkisinin açık olmadığını göstermektedir. Bununla birlikte özellikle daha öncesinde sabit döviz kuru uygulamış olan ülkelerde enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra döviz kuru değişkenliği artarken, farklı bir nominal çapa ile birlikte dalgalı döviz kuru uygulayan ülkelerde enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra döviz kuru değişkenliğinin azalması, enflasyon hedeflemesi altında daha fazla şeffaflıktan kaynaklanmış olduğu ifade edilmektedir. Bu yüzden döviz kuru değişkenliğindeki artış enflasyon hedeflemesinin kabulünden çok sabit döviz kurunun terk edilmesidir. Aksi kabul edilirse, enflasyon hedeflemesinin daha öncesinde dalgalı döviz kuru rejimi uygulamış olan enflasyon hedefleyici ülkelerde de döviz kuru değişkenliğini arttırması gerekirdi.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin makro ekonomik performansına yönelik yapılan çalışmalarda genel olarak enflasyon hedeflemesinin makro ekonomik değişkenler üzerinde olumlu etkiler yaptığı görülmüştür. Akyazı ve Ekinci(2008)’in gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrasının makro ekonomik

⁵⁹⁸ Shu Lin, On the International Effects of Inflation Targeting, **The Review of Economics and Statistics**. Vol.92, No.1 February 2010, p.198

⁵⁹⁹ Shu Lin and Haichun Ye, Does Inflation Targeting Help Reduce Financial Dollarization?, **Journal of Money, Credit and Banking**, Volume 45, Issue 7, 2013, pp.1253-1274

performansının karşılaştırıldığı çalışmada Türkiye'nin enflasyon hedeflemesini kabul ettikten sonra özellikle enflasyon değişkenliği ve üretim değişkenliğinin istikrar kazandığı görülmektedir.⁶⁰⁰

Ermışoğlu(2011) çalışmasında Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejiminin ortalama enflasyon ve enflasyon değişkenliğini düşürdüğü, enflasyon hedeflerinin beklentiler üzerindeki etkisinin arttığı ve enflasyon ataletini kırdığı sonucuna varmıştır.⁶⁰¹

Eroğlu(2009) çoklu doğrusal regresyon modeli çerçevesinde yaptığı çalışmada, enflasyon hedeflemesinin ortalama büyüme üzerinde bir etkisinin olmamakla birlikte büyüme değişkenliği, ortalama enflasyon, enflasyon değişkenliği, döviz kurundaki değişim ve döviz kuru değişkenliği, ortalama faiz oranları ve faiz değişkenliğini olumlu yönde etkilediğini ampirik bulgularla ortaya koymaktadır.⁶⁰²

Akıncı vd.(2005), 1996-2005 yılları arasında Türkiye'de dolarizasyon eğiliminin incelendiği çalışmasında, 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesinin kabulünden sonra dolarizasyon seviyesinin düştüğü ve ters dolarizasyon sürecine girildiği ifade edilmektedir.⁶⁰³

Süslü(2012), VAR analizi çerçevesinde 2006 yılı öncesi ve sonrası arz, talep ve parasal şokların kayıp fonksiyonunda yarattığı dalgalanmanın boyutunu araştırdığı çalışmasında enflasyon ve çıktıdaki dalgalanmaların açık enflasyon hedeflemesi politikasının izlendiği yıllarda, enflasyon hedeflenmesinden önceki yıllara göre daha az olduğu görülmektedir. Enflasyon hedeflemesi altında kayıp fonksiyonundaki dalgalanma daha az olduğundan sosyal refah düzeyinin enflasyon hedeflemesi altında önceki yıllara göre maksimize edildiği söylenebilir. Bu sürecin gerçekleşmesindeki en önemli nedenlerinden biri enflasyon hedeflemesi altında kullanılan faiz aracının şoklar

⁶⁰⁰ Akyazı ve Ekinci, s.33

⁶⁰¹ Ermışoğlu, s.88

⁶⁰² Eroğlu, s.338

⁶⁰³ Akıncı vd. s.13

karşısında ideal bir para politikası aracı olması, bir diğer neden ise enflasyon hedeflemesi rejiminin beklentileri olumlu etkilemesi olarak ifade edilmiştir.⁶⁰⁴

3.6.2 Amaç

Enflasyon hedeflemesi ile ilgili literatür incelendiğinde bu rejimin makro ekonomik değişkenlerin performansı üzerinde olumlu etkiler yaptığı yönünde temel bir argümanın ileri sürüldüğü görülmektedir. Küresel finansal kriz öncesinde enflasyon hedeflemesi sadece fiyat istikrarına ağırlık verdiği için yapılan makro ekonomik analizlerde finansal istikrar ile ilgili değerlendirmeler önemli bir yer tutmamaktaydı. Kriz sonrasında ise merkez bankalarının finansal istikrarı önemsemesiyle birlikte geleneksel yaklaşımdan farklı olarak analizlerde finansal istikrarın ağırlığı artmıştır. Yapılan değerlendirmelerde enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da sağladığı ileri sürülmüştür. Bu çalışmanın amacı Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesinin ekonometrik bir model çerçevesinde makroekonomik performans üzerinde etkisinin olup olmadığını analiz etmektir. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin; enflasyon, enflasyon ataleti, büyüme ve faiz üzerindeki etkisi araştırılarak enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlayıp sağlamadığı ortaya konulacaktır.

Yapılan **araştırmanın öngörüsü**, literatürde ortaya konulan argümana paralel olarak Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyon, enflasyon ataleti, büyüme ve faiz üzerinde yaptığı olumlu etkiyle fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlayacağı yönündedir.

3.6.3 Yöntem

Bu çalışmada; enflasyon oranı, enflasyon ataleti, büyüme oranı ve faiz oranı değişkenleri enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmadan önceki dönem ile rejim

⁶⁰⁴ Bora Süslü, Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Altında Sosyal Refahtaki Değişim, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 13 (1) 2012, s.144

uygulandıktan sonraki dönem karşılaştırılarak En Küçük Kareler Metodu'na (EKKM) göre regresyon analizine tabi tutulmuştur.

Regresyon analizinde iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkiler incelenmektedir. Bir bağımlı ve bir bağımsız değişken arasındaki ilişkinin incelendiği model basit regresyon modeli, serbest değişken sayısının iki veya daha fazla olduğu model ise çoklu regresyon modeli olarak ifade edilmektedir.

Çoklu regresyon analizinde serbest değişkenlerle bağılı değişkenler arasındaki ilişki;

$Y = a + bX + cZ + dT$ şeklindeki bir doğru denklemi ile ifade edilmektedir. Denkleminde yer alan a,b,c,d parametreleri EKKM ile belirlenir.

İki serbest, bir bağılı değişkenli ilişkide söz konusu olan $Y = a + bX + cZ$ denkleminin (b) ve (c) parametreleri için

$$\sum xy = b\sum x^2 + c\sum xz$$

$$\sum zy = b\sum xz + c\sum z^2$$
 eşitliklerinden yararlanır.

Çoklu regresyon modelinde bağılı değişken ile serbest değişkenler arasındaki ilişkinin derecesi önemlidir. Bu ilişkinin kuvveti “çoklu korelasyon katsayısı” (R) ile gösterilmektedir. Çoklu korelasyon katsayısı (R) -1'den küçük, +1'den de büyük olamaz. Yani $-1 \leq R \leq +1$ dir. Çoklu korelasyon katsayısı aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır.⁶⁰⁵

$$R = \sqrt{\frac{b\sum xy + c\sum zy + d\sum ty + \dots}{\sum y^2}}$$

Çoklu korelasyon katsayısının karesi alındığında “çoklu belirlilik katsayısı” (R^2) hesaplanabilir. Çoklu belirlilik katsayısı yorum yapma açısından daha elverişli olduğu

⁶⁰⁵ Özer Serper, İstatistik, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1980, s.277

için daha çok tercih edilmektedir. Çoklu belirlilik katsayısı (R^2) sadece iki serbest değişkenin varlığı durumunda aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır.⁶⁰⁶

$$R^2 = \frac{b\sum xy + c\sum zy}{\sum y^2}$$

Hesaplanan belirlilik katsayısı, bağımlı değişkendeki değişimlerin ne kadarının bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını (%) olarak göstermektedir. Çoklu belirlilik katsayısı $0 \leq R^2 \leq 1$ arasında değerler alır. R^2 değeri 1'e yaklaştıkça regresyon modelinin uygunluk derecesi de artar.

3.6.4 Örneklem

1990 yılında Türkiye'de hedefleme stratejisi olarak parasal büyüklüklerin nominal çapa olarak seçildiği parasal hedefleme stratejisi uygulamaya konulmuştur. 2000 yılında ise parasal hedeflemeden vazgeçilerek yerine döviz kuru hedeflemesi uygulanmış ve 2001 Şubat krizinin ardından döviz kuru hedeflemesi terk edilerek kur dalgalanmaya bırakılmıştır. 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesine geçilmişse de tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçildiği 2006 yılına kadar enflasyon hedefleri yanında parasal büyüklükler de nominal çapa olarak kullanılmıştır. Bununla birlikte enflasyon hedeflerinin sadece bir gösterge olarak kabul edilmesi, Merkez Bankası'nın bu hedeflerin tutturulmasına yönelik bir taahhüdünün olmaması ve buna bağlı olarak hedeflerin tutturulamaması durumunda da hesap verme yükümlülüğünün olmamasından dolayı 2002-2006 dönemi bir ara dönem olarak kabul edilmektedir. Kısacası, 1990-2006 döneminde enflasyon hedeflemesi dışında farklı para politikası hedefleme stratejileri uygulanmıştır. Bu yüzden çalışma enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasından önceki (1990Q1-2005:Q4) ve sonrasındaki (2006Q1-2014Q4) dönemleri göz önünde bulundurarak enflasyon hedeflemesinin makro ekonomik performans üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Yalnız, enflasyon hedeflemesinin makro ekonomik performans üzerindeki etkisi enflasyon, büyüme, enflasyon ataleti ve faiz değişkenleri ile

⁶⁰⁶ Eroğlu, s.310

sınırlandırılmıştır. Bunun yanında finansal istikrar göstergesi olarak reel döviz kuru ve dolarizasyon düzeyi de hem ortalama ve değişkenlik yönleriyle hem de grafiksel gösterim şeklinde bir ön analize tabi tutulmuştur.

Çalışmada, kullanılan dolarizasyon dışındaki veriler Federal Reserve Bank of St. Louis web sitesi <https://research.stlouisfed.org/fred2/>den alınmıştır. Adı geçen kurum ise OECD verilerini kullanmaktadır. Dolarizasyon ile ilgili veriler ise TCMB elektronik veri dağıtım sistemi (EVDS)'den alınmıştır. Enflasyon oranı olarak TÜFE'de geçen yılın aynı dönemine göre % artış oranı, büyüme oranı olarak sabit fiyatlarla GSYİH'da geçen yılın aynı dönemine göre % değişim oranı(reel büyüme oranı), kısa vadeli nominal faiz oranları olarak gecelik interbank faizleri ve döviz kurunda ise TÜFE'ye dayalı reel efektif döviz kuru oranları kullanılmıştır. Ön analizde kullanılan dolarizasyon düzeyi ise mevduat bankalarındaki döviz cinsinden mevduatın toplam mevduata oranı (YP Mevduat/Toplam Mevduat) hesaplanarak elde edilmiştir.

3.6.5 Ön Analiz

Enflasyon hedeflemesinin belirlenen değişkenler üzerindeki etkisini ortaya koyabilmek için enflasyon hedeflemesi öncesi dönem ile hedeflemenin yapıldığı dönemi değişkenlerin ortalaması ve değişkenlikleri açısından karşılaştırmanın bir ön analiz yapma açısından faydalı olduğu ifade edilmektedir.⁶⁰⁷ Zira birçok çalışmada değişkenlerin ortalamaları ve standart sapmaları temel performans kriterleri olarak ele alınmaktadır. Örneğin Petursson(2004) ülkelerin enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası performanslarını karşılaştırırken ortalamalar ve değişkenlikleri kullanmıştır. Çalışmada ele alınan değişkenlere ait bu anlamdaki sonuçlar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

⁶⁰⁷ Eoğlu, s.312

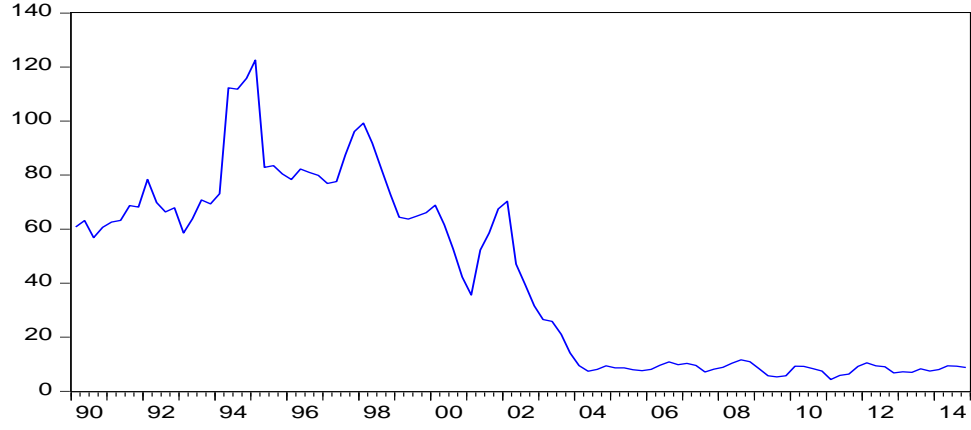
Tablo 3.6: EH Öncesinde ve Sonrasında Değişkenlerin Ortalama ve Standart Sapmaları

| Makro Ekonomik Değişkenler | EH Öncesi (1990-2005:12) | | EH Sonrası (2006:01-2015:05) | |
|----------------------------|--------------------------|-----------|------------------------------|-----------|
| | Ortalama | St. Sapma | Ortalama | St. Sapma |
| Enflasyon(%) | 60,61 | 28,87 | 8,37 | 1,73 |
| Büyüme(%) | 4,44 | 5,64 | 3,90 | 5.07 |
| Faiz(%) | 64.42 | 45.0 | 9.16 | 5.52 |
| Reel Döviz Kuru | 0.71 | 0.09 | 0.78 | 0.05 |
| Dolarizasyon | 0.42 | 0.08 | 0.31 | 0.02 |

Kaynak: Enflasyon, büyüme faiz ve reel döviz kurları ilgili sonuçlar Federal Reserve Bank of St. Louis verileri, dolarizasyon ile ilgili sonuçlar ise TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) verileri kullanılarak hesaplanmıştır

Seçilen makro ekonomik değişkenlerle ilgili ortalamaların ve standart sapmalarının gösterildiği tablodan şu sonuçlara varabiliriz.

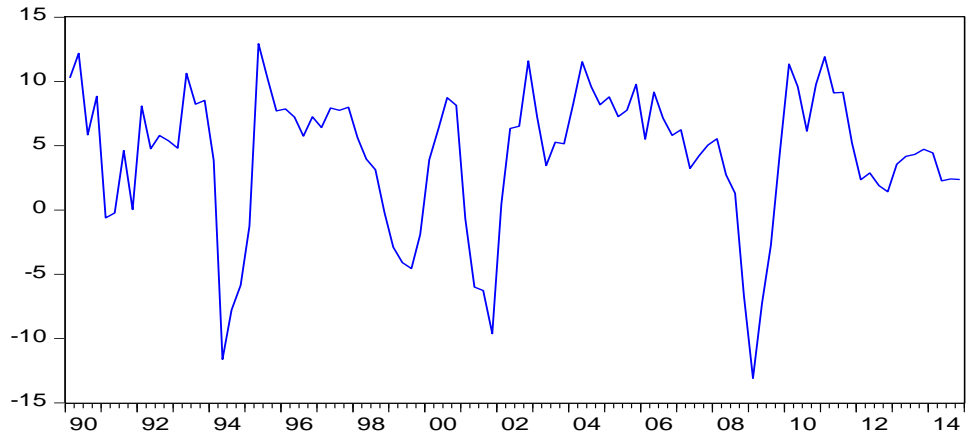
➤ Enflasyon hedeflemesi öncesinde %60,61 olan ortalama enflasyon oranı enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasından sonra yaklaşık 52 puan düşerek % 8,37'ye gerilemiştir. Aynı düşüş trendinin standart sapmada da gerçekleştiği görülmektedir. Zira enflasyon hedeflemesi öncesinde 28,87 olan standart sapma enflasyon hedeflemesi döneminde düşerek 1,73'e gerilemiştir. Bu sonuçlar; Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulandıktan sonra ortalama enflasyonun ve enflasyon değişkenliğinin düştüğünü ve böylece fiyat istikrarı amacıyla önemli bir başarının yakalandığını göstermektedir(Şekil 3.18) Bununla birlikte sonuçlar, literatürde ileri sürülen "ortalama enflasyon düşerken, enflasyondaki değişkenlik de azalır" şeklindeki argumanı da desteklemektedir.



Şekil 3.18:Türkiye’de Enflasyon Oranlarının Gelişimi (1990Q1-2014Q4)

Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis verileri kullanılarak elde edilmiştir

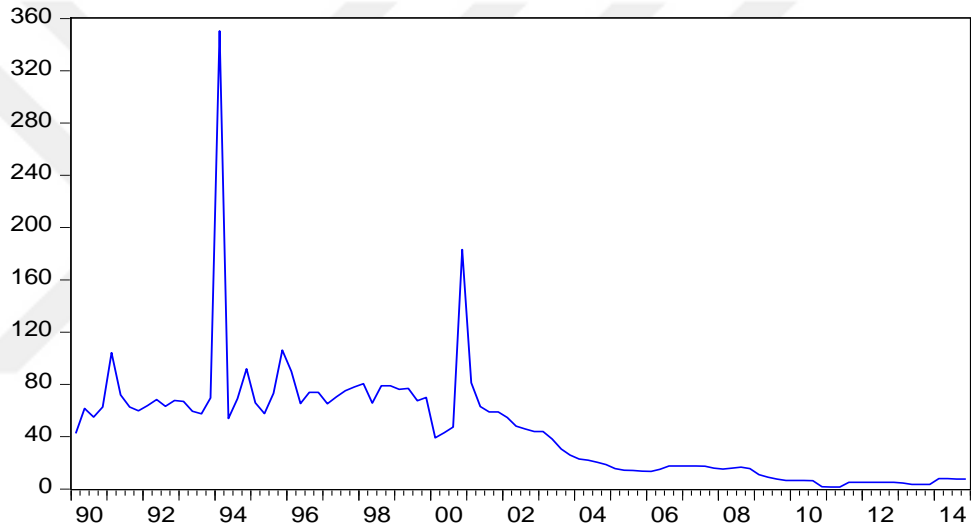
➤ Enflasyon hedeflemesi öncesinde Türkiye ekonomisinde ortalama % 4,44 olarak gerçekleşen büyüme, enflasyon hedeflemesi döneminde yaklaşık 0,5 puan düşerek % 3,90 olarak gerçekleşmiştir. Büyüme değişkenliği ise 5,64’ten 5.07’ye düşmüştür. Bu sonuçlara göre enflasyon hedeflemesi döneminde ortalama büyüme oranı az da olsa düşerken, büyüme değişkenliğinde gerçekleşen düşüş büyümenin hedefleme öncesi döneme göre daha istikrarlı olduğunu göstermektedir(Şekil 3.19). Bununla birlikte açık enflasyon hedeflemesi dönemine geçtikten bir yıl sonra küresel piyasalarda yaşanan krizin ve sonrasında Avrupa’da yaşanan daralmanın Türkiye’nin ekonomik büyümesi üzerindeki olumsuz etkilerini unutmamak gerekir.



Şekil 3.19:Türkiye’de Reel Büyüme Oranları(1990Q1-2014Q4)

Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis verileri kullanılarak elde edilmiştir

➤ Enflasyon hedeflemesi öncesinde ortalama olarak %64,42 olan kısa dönem nominal faiz oranları enflasyon hedeflemesi döneminde yaklaşık 55 puan düşerek ortalama olarak %9,16 düzeyine gerilemiştir. Ortalama faiz oranlarında gerçekleşen yüksek miktarlardaki bu düşüşün faiz değişkenliğinde de yaşandığı görülmektedir. Zira enflasyon hedeflemesi öncesi 45 olan faiz değişkenliği enflasyon hedeflemesi sonrası 5.52'ye gerilemiştir. Bu ise enflasyon hedeflemesi sonrası dönemde finansal istikrar için iyi bir gösterge olarak kabul edilebilir(Şekil 3.20).

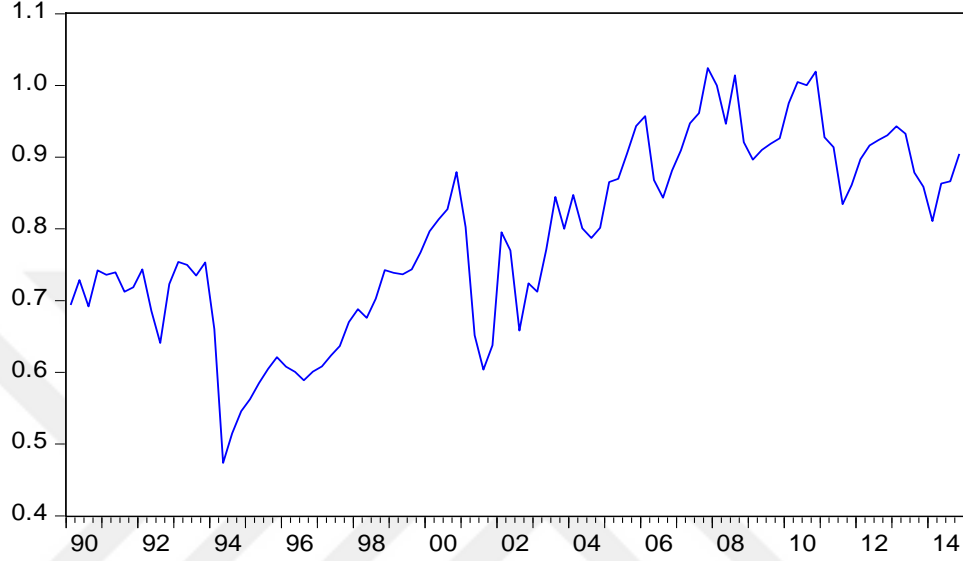


Şekil 3.20: Türkiye’de Kısa Dönem Nominal Faiz Oranları(1990Q1-2014Q4)

Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis verileri kullanılarak elde edilmiştir

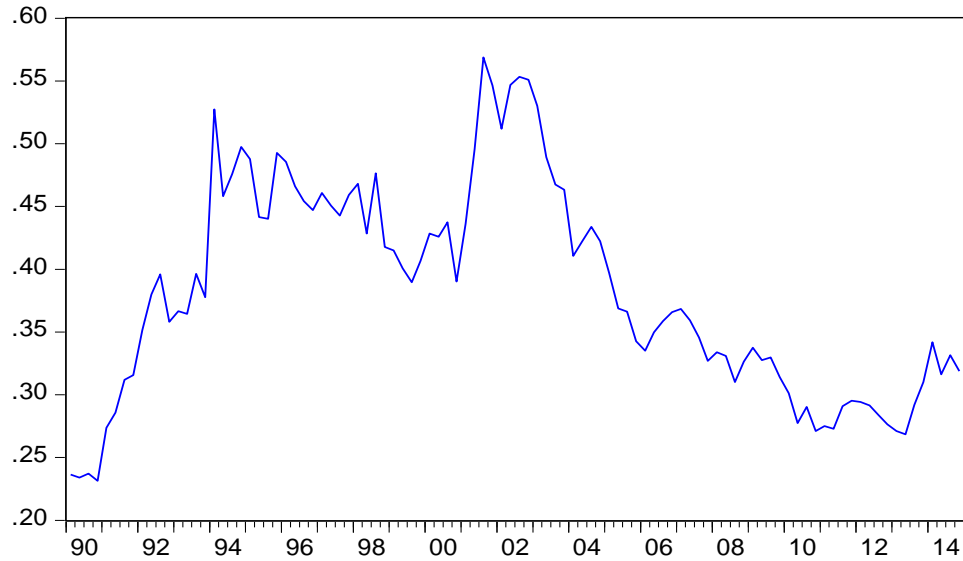
➤ Enflasyon hedeflemesi öncesi 0,71 seviyesinde olan reel döviz kuru enflasyon hedeflemesi sonrasında yükselerek 0,78 seviyesine ulaşmıştır. Reel döviz kuru değişkenliği ise enflasyon hedeflemesi öncesinde 0,09 iken sonrasında 0,05’e düşmüştür. Bu sonuçlar enflasyon hedeflemesinden sonra Türkiye’de diğer ülkelerle karşılaştırıldığında fiyatların görece olarak ucuzladığı ve döviz kurunun istikrar kazandığını göstermektedir. Dolarizasyon seviyesi incelendiğinde; enflasyon hedeflemesi öncesinde dolarizasyonun 0,42 düzeyinde gerçekleştiği, sonrasında ise 0,31’e düştüğü görülmektedir. Dolarizasyon değişkenliği de 0,08’den 0,02’ye gerilemiştir. Dolarizasyonda yaşanan bu gelişmeler enflasyon hedeflemesi döneminde

Türk lirasına olan güvenin artığının önemli bir göstergesidir. Dikkat edilmesi gereken önemli bir husus dolarizasyonla ilgili sonuçların döviz kurunda yaşanan gelişmelerle örtüşüyor olmasıdır(Şekil 3.21 ve Şekil 3.22).



Şekil 3.21: Türkiye’de Reel Döviz Kuru Seviyesi(1990Q1-2014Q4)

Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis verileri kullanılarak elde edilmiştir



Şekil 3.22: Türkiye’de Dolarizasyon Seviyesi(1990Q1-2014Q4)

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak elde edilmiştir.

Yukarda yapılan analize göre Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasından sonra enflasyon oranı, kısa dönem nominal faiz oranları ve dolarizasyon düzeyi düşerken reel döviz kuru seviyesinde artış gerçekleşmiştir. Diğer taraftan söz konusu değişkenlere ait değişkenlik de azalmıştır. Büyüme oranında az da olsa bir düşüş yaşanırken değişkenliği de azalmıştır. Tüm bu sonuçlar enflasyon hedeflemesinin makro ekonomik performansı ile ilgili literatürde öne çıkan argümanlarla örtüşmektedir.

Bu analize göre Türkiye’de enflasyon hedeflemesi döneminde makro ekonomik performansın arttığı söylenebilir. Yalnız, bu performansın bir para politikası stratejisi olarak uygulanan enflasyon hedeflemesinden mi, yoksa başka faktörlerden mi kaynaklandığı, enflasyon hedeflemesi stratejisinden kaynaklanıyorsa bunun hangi boyutta gerçekleştiğini bu analiz sonuçlarıyla ortaya koymak zordur. Bu etkinin belirlenebilmesi için analizin ekonometrik bir model çerçevesinde yapılması gerekir.

3.6.6 Model

Daha önce de ifade edildiği gibi çalışmada çoklu doğrusal regresyon modeli kullanılmaktadır. Çoklu doğrusal regresyon modelinde birden fazla serbest(bağımsız) değişken ile bağımlı değişken arasındaki ilişki incelenir. Bu çalışmada bağımlı değişkenler; 1990Q1-2014Q4 dönemi için seçilen enflasyon, enflasyon ataleti, kısa dönem nominal faiz oranları ve reel büyüme oranları gibi makro ekonomik değişkenlerdir. Bağımsız değişkenler ise her bir bağımlı değişkene göre değişmektedir. Bu yüzden model her bir bağımlı değişkene ayrı ayrı uygulanmıştır. Bu bağlamda çoklu doğrusal regresyon genel denklemi şöyle kurulabilir:

$$Y = a + bIT + cX_1 + dX_2 + \dots + e$$

Burada Y : performansı test edilen makro ekonomik değişkeni ifade etmektedir. IT : Enflasyon hedeflemesini (kukla değişken; enflasyon hedeflemesi öncesi 1990Q1–2005Q4 dönemi için: 0, enflasyon hedeflemesi sonrası 2006Q1–2014Q4 dönemi için: 1), a : sabit değeri, b : enflasyon hedeflemesi olan kukla değişkenin (IT) katsayısını

vermektedir. c katsayısı X_1 değişkeninde bir birimlik bir değişimin olması halinde Y bağımlı değişkeninde meydana getirdiği değişikliği, d katsayısı X_2 değişkeninde meydana gelen bir birimlik değişimin Y bağımlı değişkeninde meydana getirdiği değişikliği ve e katsayısı da hata terimlerini ifade etmektedir. Bu denkleme dayanılarak yapılan bir regresyon analizinde IT değişkeninin katsayısı, enflasyon hedeflemesi uygulamasının Y değişkeni üzerindeki etkisini verecektir.

Model çözümlemesine geçmeden önce çoklu regresyon modelinin temel varsayımları ve serilerin durağan olup olmadıklarının ortaya konulması gerekir.

3.6.6.1 Çoklu Regresyon Modelinin Temel Varsayımları

Çoklu doğrusal modelinin varsayımlarını şöyle sıralayabiliriz. Bunlar; hata terimlerinin normal dağılımı, hata terimlerinin ortalamasının sıfır olması, hata terimlerinde değişen varyans probleminin olmaması ve otokorelasyon probleminin olmamasıdır. Hata terimlerinin normal dağılım göstermesi; hata terimlerinin kendi ortalamaları etrafında çan eğrisi biçiminde simetrik bölünme göstermesidir. Hata terimlerinin ortalamasının sıfır olması; değişkenin her bir değeri için hata teriminin bütün değerleri dikkate alındığında hata terimleri ortalamasının sıfıra eşit olmasıdır.⁶⁰⁸ Otokorelasyon, çoklu regresyon analizinde hata teriminin birbirini izleyen değerleri arasında ilişki bulunması halidir. Bu durum, doğrusal regresyon modelinin önemli bir varsayımından sapmadır. Çoklu doğrusal regresyon modeli varsayım gereği olarak, hata terimleri arasında bir ilişki yoktur. Değişen varyans probleminin olmaması hata terimleri varyansının bağımsız değişkendeki değişmelere bağlı olarak değişmeyip aynı kalmasıdır. Bir başka ifadeyle hata terimleri varyansı ile bağımsız değişken arasında bir ilişki olmamalıdır.

Ekonometride hata terimleri, dikkate alınmayan diğer faktörlerin etkisini göstermek üzere kullanılmaktadır. Ortalamasının sıfır olması ve normal dağılması önemli faktörlerin gözetildiğine işarettir. Değişkenlere ait hata terimlerinin ortalaması

⁶⁰⁸ Özer Serper, **Uygulamalı İstatistik II**, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2000, s.318

sıfıra yakın çıksa da yapılan çözümlemede tüm değişkenlere ait normallik testinde olasılık (probability) değerleri 0.05'ten küçük olduğu için hata terimleri serisinin normal dağılım göstermedikleri gözlenmiştir(Ek-5). Bu tip problemin çözümü, çoğu zaman “Merkezi Limit Teoremi (Central Limit Theorem)” varsayımına dayandırılmaktadır. Teorem gereği, hata terimlerinin (kalıntıların) örneklem hacmi arttıkça normal dağılıma uyacağı varsayılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, bağımlı değişkenin hata terimleri normal değilse örnek büyüklüğü arttıkça örnekleme dağılımı da normale yaklaşır.⁶⁰⁹

Anlamli bir regresyon modelinin en önemli varsayımları otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarının olmamasıdır. Oluşturulan modellerde değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının elimine edilmesi için değişkenlerin logaritmik dönüşümleri yapılmış ve sonuç olarak hiç birinde otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarına rastlanmamıştır

3.6.6.2 Serilerin Birim Kök Testleri

Ekonometrik modeller iktisat teorisi tarafından öngörülen denge ilişkileri üzerine kurulmuştur. Değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı ilişkiler elde edilebilmesi için analizi yapılan serilerin durağan olması gerekmektedir. Seriler bazen geçici veya kalıcı şoklara maruz kalabilirler. Bu yüzden seriler, şokların karakterlerine göre trend veya mevsimsel dalgalanma özellikleri gösterebilmektedir. Trend veya mevsimsel dalgalanma özellikleri gösteren seriler durağan değildir. Eğer değişkenlere ait zaman serilerinde trend bulunuyorsa ve bu trend kalıcı şoklardan kaynaklanmışsa, zaman serileri belli bir değere doğru yaklaşmayacaklardır. Değişkenlerin zaman içinde belli bir değere yaklaşmaları olarak tanımlanan durağanlık açısından bu trend durağan olmayan bir özellik taşır ve şokların öngörülemez tesadüfî niteliğinden dolayı bu trend “stokastik trend” olarak tanımlanır. Serilerin bu stokastik kısmı elimine edilmeden, sadece seriler arasında kurulan ilişki gerçek olmaktan çok “yanıltıcı regresyon” (spurious regression) şeklinde ortaya çıkabilir. Bu nedenle serilerin gerçek bir ilişkiyi mi

⁶⁰⁹ Eroğlu, s.325

yoksa yanıltıcı bir ilişkiyi mi ifade ettiği zaman serilerinin durağan olup olmamaları ile ilgilidir.⁶¹⁰

Zaman serilerinin durağanlığının araştırılmasında en çok kullanılan yöntem Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey- Fuller; ADF) birim kök testidir. Bu test aşağıdaki denklem kullanılarak yapılmaktadır.

$$\Delta Y_t = \mu + \beta_t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \gamma_i \Delta Y_{t-i} + u_t$$

Denklemden ΔY_t durağan olup olmadığı test edilen değişkenin birinci farkı ($Y_t - Y_{t-1}$), trend değişkenini, ΔY_{t-i} gecikmeli fark terimleridir. Gecikmeli fark terimleri denkleme hata teriminde otokorelasyon (ardışık bağımlılık) problemine rastlanmaması için dahil edilmektedir. ADF testinin sağlıklı sonuç vermesi için tahmin edilen modelde otokorelasyon probleminin olmaması gerekir. Denklemden k (bazı çalışmalarda m olarak da ifade edilmektedir) gecikme uzunluğunu ifade etmekte ve genelde Akaike bilgi kriteri (Akaike information criterion; AIC) veya Schwarz bilgi kriteri (Schwarz information criterion; SIC) kullanılarak belirlenmektedir.⁶¹¹

ADF birim kök testi için aşağıdaki üç model kullanılmaktadır:

1. Sadece sabitin yer aldığı model:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + u_t$$

2. Sabitin ve trendin yer aldığı model

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_t + \delta Y_{t-1} + u_t$$

3. Trendin ve sabitin yer almadığı model

⁶¹⁰ Funda Yurdakul, Yapısal Kırılmaların Varlığı Durumunda Geliştirilen Birim-Kök Testleri, **G.Ü.İ.İ.BF. Dergisi**, 2/2000, s.22

⁶¹¹ Orhan Karaca, Türkiye’de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir Mi?, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni** 2005/14, Ekim 2005 <http://www.tek.org.tr> (Erişim: 10.10.2015), s.5

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t$$

Serinin durağan olabilmesi veya birim kök içermemesi için ρ (prob=Mac Kinnon(1996) tek taraflı ρ değeri) değerinin ADF kritik değerleri olan %1, %5 veya %10 düzeyleri ile eşit veya daha küçük olması gerekir. Durağanlığın tespiti için her üç model sırasıyla denendikten sonra birim kökün varlığı devam ediyor ise değişkenlerin birinci farkı alınarak seri durağan hale getirilir. Burada birim kökün varlığı $\rho \leq 0.05$ şartı göz önünde tutularak araştırılmaktadır. Ayrıca Schwarz Bilgi Kriteri (SIC) kullanılmak suretiyle maksimum gecikme uzunluğu 12 olarak belirlenmiştir. Yapılan ADF testi sonucunda sadece enflasyon değişkeninde birim köke rastlanmış, birinci farkı alındıktan sonra seri durağan hale gelmiştir(Tablo 3.7).

Tablo 3.7: Serilerin ADF Birim Kök Test Sonuçları

| DEĞİŞKENLER | DÜZEY | | BİRİNCİ FARK | |
|-----------------|---------------|-----|---------------|-----|
| | ρ değeri | Lag | ρ değeri | Lag |
| ENFLASYON | S: 0.8787 | 4 | S: 0.0000* | 3 |
| | T+S:0.6068 | 4 | | |
| | None:0.2287 | 4 | | |
| BÜYÜME | S: 0.0107* | 5 | | |
| NOMİNAL FAİZ | S:0.1194 | 2 | | |
| | T+S:0.0000* | 0 | | |
| REEL DÖVİZ KURU | S: 0.3481 | 0 | | |
| | T+S: 0.0343* | 1 | | |
| REEL FAİZ | S:0.0000* | 0 | | |

*%5 anlamlılık seviyesine göre H_0 hipotezini red etmektedir.(birim kök içermemektedir)

3.6.6.3 Enflasyon Modeli ve Analiz Sonuçları

Yukarıda ortalamalar ve standart sapmalar çerçevesinde yapılan analize göre ortalama enflasyon oranının enflasyon hedeflemesinden sonra önemli ölçüde düştüğü görülmektedir. 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi ile başlayan enflasyondaki bu düşüş süreci açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılından sonra da devam etmiştir. Ne var ki, bu analize dayanarak enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyonu düşürmedeki etkisini ortaya koymak ve kesin bir sonuca varmak oldukça güçtür. Bu etkiyi ortaya koyabilmek için başka bir analize ihtiyaç duyulmaktadır. Bu amaçla enflasyon oranı için aşağıdaki regresyon modeli tahmin edilmiştir

$$\text{LOGFARKI}_t = \alpha_t + \beta I_t + \gamma(\text{LOGFARKI}_{t-1}) + \mu(\text{LOGG}_{t-1})$$

$$t=1 \dots T$$

Burada; I_t t dönemindeki enflasyon oranını, I enflasyon hedeflemesi öncesi dönemde(1990Q1-2005Q4) 0, enflasyon hedeflemesi döneminde(2006Q1-2014Q4) ise 1 değerinin verildi kukla değişkeni(dummy variable), G_t t dönemindeki büyüme oranını, I_{t-1} t döneminden bir dönem önceki enflasyon oranlarını temsil eden gecikmeli değişkendir(lagged variable). Büyüme oranı(G) yurtiçi konjonktürel dalgalanmaların ve genel ekonomik durumun enflasyon üzerindeki etkisini ortaya koymak için modele dahil edilmiştir. Gecikmeli değişkenler ise kukla değişken ile geçmiş dönem enflasyonu arasındaki korelasyondan kaynaklanabilecek muhtemel bir sapma göz önünde bulundurularak modele dahil edilmiştir⁶¹². Ayrıca geçmiş dönem enflasyon oranlarının psikolojik etkilerinin mevcut dönem enflasyon oranları üzerindeki olası etkisi gecikmeli değişkenlerin modele dahil edilmesini gerekli kılmaktadır.

Enflasyon oranı ilgili yapılan regresyon çözümlemesinde otokorelasyon için Breusch-Godfrey Serial Correlation LM testi, değişen varyans(heteroscedasticity) için ise Breusch-Pagan-Godfrey testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre modelde otokorelasyon ve değişen varyans görülmemiştir. Ayrıca yapılan CUSUM test

⁶¹² Petursson, The Effects of Inflation Targeting..... p.8

sonuçlarına göre modelin istikrarlı olduğu görülmüş ve model ile ilgili analiz söz konusu testlerden sonra yapılmıştır. Test sonuçları ekler kısmında verilmektedir.

Tablo 3.8: Enflasyon Oranı Regresyon Sonuçları
BAĞIMLI DEĞİŞKEN: LOGFARKI

| Değişkenler | Katsayı | Standart hata | t- istatistiği | P (olasılık) |
|----------------------------|-----------|---------------|----------------|--------------|
| C | 1.386573 | 0.258245 | 5.369210 | 0.0000 |
| IT | -1.004819 | 0.276349 | -3.636051 | 0.0005 |
| LOGFARKI(-1) | 0.197904 | 0.101202 | 1.955537 | 0.0535 |
| LOGG(-1) | -0.303554 | 0.125082 | -2.426846 | 0.0153 |
| R ² | 0.282899 | | | |
| Düzeltilmiş R ² | 0.260013 | | | |
| F Testi | 12.36111 | | | |
| Prob(F-statistic) | 0.000001 | | | |

Tablodaki değerler enflasyon için oluşturulan regresyon denkleminde yerine konulduğunda denklem şu şekilde yazılabilir.

$$LOGFARKI_t = 1.386573 - 1.004819IT_t + 0.197904(LOGFARKI_{t-1}) - 0.303554(LOGG_{t-1})$$

Yukarıdaki regresyon model incelendiğinde bağımsız değişkenlerden çoğunluk olarak p olasılık değerinin 0.05'ten küçük olması, üç değişkenin birlikte(jointly) enflasyon üzerinde etkili olduğu anlamına gelmektedir. R²'nin 0.282899 değerini aldığı ve F istatistiğinin %5 kritik değerine göre anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum enflasyonda meydana gelen değişimlerin %28'inin modeldeki bağımsız değişkenlerden yani t-1 dönemi enflasyon oranı, t-1 dönemi büyüme oranı ve kukla değişken olan(IT) enflasyon hedeflemesi politikasından kaynaklandığı anlamına gelmektedir.

Model analiz edilirken öncelikle üzerinde durmamız gereken konu enflasyon hedeflemesinin enflasyon oranları üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Bu yüzden bizim açımızdan kukla değişken olan IT'nin işareti ve değeri ile anlamlılık derecesi oldukça önemlidir. IT'nin katsayısının -1.004819 şeklinde negatif bir değer alması

enflasyon oranı ile enflasyon hedeflemesi arasında negatif bir ilişki olduğunu, enflasyon hedeflemesinin enflasyonu düşürmede oldukça etkili olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan p olasılık değerinin %5 anlamlılık kriterine göre anlamlı olması ($p \leq 0.05$) enflasyon hedeflemesinin tek başına enflasyondaki değişimi açıklamaya yeterli olduğunu göstermektedir.

I(-1)'in katsayısının pozitif olması bir dönem önceki enflasyon ile t dönemi enflasyonu arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu, t-1 dönemindeki 1 birimlik enflasyonun t dönemindeki enflasyonu 0.19 birim artırdığını göstermektedir. Geçmiş dönem enflasyon performansının bekleyişler yoluyla t dönemi enflasyonu üzerinde etkili olması para politikası kredibilitesinin tam olmadığına işaret etmektedir. Yalnız p değerinin %5 kritik değerine göre istatistiksel olarak anlamlı olmaması, geçmiş dönem enflasyonunun t dönemi enflasyonu üzerinde bu derecedeki etkisini tam olarak açıklayamadığı anlamına gelmektedir.

Bir önceki dönem büyüme oranı $G(-1)$ 'in katsayısının negatif olması ve p olasılık değerinin %5'e göre istatistiksel olarak anlamlı olması bir önceki dönem büyümesi ile t dönemi enflasyonu arasında anlamlı ve negatif bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Önceki dönem büyüme oranında 1 birimlik bir artış(azalış) sonraki dönemde enflasyon oranlarında 0.3 birimlik bir azalışa(artışa) neden olmuştur.

Sonuç itibariyle yukarda elde ettiğimiz sonuçlar genel ekonomik durum ve geçmiş enflasyon performansının etkisi de hesaba katıldığında Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin ortalama enflasyonu düşürücü yönde etkilediği görülmektedir.

3.6.6.4 Enflasyon Ataleti Modeli ve Analiz Sonuçları

Enflasyon hedeflemesinin amaçlarından biri de geçici şokların enflasyon üzerindeki etkilerini elimine edip yayılma süresini kısaltmak ve böylece enflasyon ataletini (inflation persistence) düşürmektir. Enflasyon ataletinin düşük olması aynı zamanda para politikasının kredibilitesinin arttığını ve enflasyon bekleyişlerinin

geçmişteki enflasyon performansına göre değil ileriye yönelik oluştuğunu göstermektedir.

Enflasyon hedeflemesinin enflasyon ataleti üzerinde bir etkisinin olup olmadığını belirlemek için şöyle bir model oluşturulmuştur.

$$LOGFARKI_t = \alpha + \Phi_1(LOGFARKI_{t-1}) + \Phi_2(LOGFARKI_{t-2}) + \theta_t IT * LOGI_{t-1}$$

Burada; I_t dönemindeki enflasyon oranını, $\Phi_1 + \Phi_2$ enflasyon hedeflemesi öncesindeki enflasyon süreci hafızası ve buna bağlı olarak bekleyişlerin etkisini temsil etmekte, $\Phi_1 + \Phi_2 + \theta$ ise hedefleme sonrasındaki enflasyon süreci hafızası ve bekleyişlerin etkisini ifade etmektedir. θ katsayısının negatif olması enflasyon ataletinin düştüğünü ve böylece geçici şokların enflasyon üzerindeki etkisinin uzun olmadığını göstermektedir.⁶¹³

Enflasyon ataleti ile ilgili yapılan regresyon çözümlemesinde otokorelasyon için Breusch-Godfrey Serial Correlation LM testi, değişen varyans(heteroscedasticity) için ise Breusch-Pagan-Godfrey testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre modelde otokorelasyon ve değişen varyans görülmemiştir. Uygulanan CUSUM testine göre ise modelin istikrarlı olduğu görülmüştür

Tablo 3.9: Enflasyon Ataleti Regresyon Sonuçları
BAĞIMLI DEĞİŞKEN: LOGFARKI

| Değişkenler | Katsayı | Standart hata | t- istatistiği | P (olasılık) |
|----------------------------|-----------|---------------|----------------|--------------|
| C | 0.741741 | 0.221562 | 3.347782 | 0.0012 |
| LOGFARKI(-1) | 0.147216 | 0.103404 | 1.423697 | 0.1579 |
| LOGFARKI(-2) | 0.176580 | 0.105527 | 1.673314 | 0.0376 |
| IT*LOGI(-1) | -0.394320 | 0.144615 | -2.726692 | 0.0076 |
| R ² | 0.254115 | | | |
| Düzeltilmiş R ² | 0.230054 | | | |
| F Testi | 10.56137 | | | |
| Prob(F-statistic) | 0.000005 | | | |

⁶¹³ Petursson, The Effects of Inflation Targeting..... p.8

Tablodaki sonuçlara göre aşağıdaki enflasyon ataleti denklemi elde edilmiştir.

$$\text{LOGFARKI}_t = 0.741741 + 0.147216(\text{LOGFARKI}_{t-1}) + 0.176580(\text{LOGFARKI}_{t-2}) - 0.394320 \text{IT} * \text{LOGI}_{t-1}$$

Yukarıdaki model incelendiğinde önceki dönem enflasyon oranlarının ve enflasyon hedeflemesinin enflasyon ataletindeki %23'lük değişimi birlikte açıkladığını göstermektedir. $\text{IT} * \text{I}(-1)$ 'nin katsayısı negatif ve yüksek olmasının yanında %5 kritik değerine göre oldukça anlamlıdır. Bu durum enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyon ataletini düşürdüğünü göstermektedir. $\text{I}(-1)$ ve $\text{I}(-2)$ değişkenlerin katsayısına baktığımızda enflasyondaki artış üzerinde bekleyişlerin etkili olduğu görülmekle birlikte bu etkinin bir önceki döneme göre azaldığı söylenebilir.

3.6.6.5 Büyüme Modeli ve Analiz Sonuçları

Literatürde enflasyon hedeflemesinin büyüme üzerindeki etkisine dair iki farklı arguman ileri sürülmektedir. Birinci argumanı ileri süren ekonomistlere göre enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarını önceleyen katı kurallardan oluşmakta ve bu yüzden reel ekonomideki gelişmeleri yeteri kadar önemsememektedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin en azından geçici de olsa büyüme üzerinde zararlı etkilerinin olacağı kabul edilmektedir. İkinci argumanı ileri sürenler ise enflasyon hedeflemesinin başlangıç safhasında bir daralma olsa da, fiyat istikrarındaki başarısının devam etmesi durumunda bu başarının sonuçta büyümeye de yansıtacağını ifade etmektedirler. Bu her iki görüş birlikte ele alındığında enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarı üzerindeki etkisinin aksine, büyüme üzerindeki etkisi konusunda bir görüş birliğinin oluşmadığı görülmektedir.

Daha önce yaptığımız analiz çerçevesinde ortalama büyüme oranının enflasyon hedeflemesi sonrasında, çok az da olsa, düştüğü görülmüştür. Enflasyon hedeflemesi rejiminin büyüme üzerindeki etkisini ortaya konulabilmesi için aşağıdaki regresyon modeli kullanılmıştır.

$$LOGG_t = \alpha_g + \beta_g IT_t + \gamma LOGG_{t-1} + \mu LOGRR_{t-1} + \Phi LOGRER_{t-1}$$

$$t = 1, \dots, T, (T=100)$$

Burada; G_t t dönemindeki büyüme oranını, G_{t-1} bir önceki dönem büyüme oranını, RR_{t-1} bir dönem öncesi reel faiz oranlarını, RER_{t-1} bir dönem öncesi reel döviz kuru seviyesini ve IT enflasyon hedeflemesi öncesinde 0, enflasyon hedeflemesi sonrasında ise 1 değerini alan kukla değişkeni göstermektedir.

Büyüme oranı ile ilgili yapılan regresyon çözümlemesinde otokorelasyon için Breusch-Godfrey Serial Correlation LM testi, değişen varyans(heteroscedasticity) için ise Breusch-Pagan-Godfrey testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre modelde otokorelasyon ve değişen varyans görülmemiştir. Uygulanan CUSUM testine göre ise modelin istikrarlı olduğu görülmüştür.

Tablo 3.10: Büyüme Oranı Regresyon Analizi Sonuçları
BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN: LOGG

| Değişkenler | Katsayı | Standart Hata | t- istatistiği | P (olasılık) |
|----------------------------|-----------|---------------|----------------|--------------|
| C | 1.206673 | 0.377000 | 3.200721 | 0.0019 |
| IT | -0.012557 | 0.307428 | -0.040846 | 0.9675 |
| LOGG(-1) | 0.193504 | 0.101817 | 1.900502 | 0.0604 |
| LOGRR(-1) | 0.051863 | 0.075978 | 0.682601 | 0.4965 |
| LOGRER(-1) | 0.193953 | 0.845874 | 0.229292 | 0.8191 |
| R ² | 0.040178 | | | |
| Düzeltilmiş R ² | 0.000665 | | | |
| F Testi | 0.983715 | | | |
| Prob(F-statistic) | 0.420350 | | | |

Tablodaki sonuçlar göz önüne alınarak aşağıdaki büyüme oranı regresyon denklemini elde edilmiştir.

$$LOGG_t = 1.206673 - 0.012557IT_t + 0.193504LOGG_{t-1} + 0.051863LOGRR_{t-1} + 0.193953LOGRER_{t-1}$$

Yukarıdaki regresyon sonuçlarına baktığımızda R^2 değerinin 0.040178 olarak çıkması modeldeki değişkenlerin büyümedeki değişimi açıklayacak yeterlilikte olmadıklarını göstermektedir. Enflasyon hedeflemesi ile büyüme arasında negatif bir ilişki olduğu görülse de p olasılık değeri %5 değerinden küçük olduğu için, bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu sonuçlara göre enflasyon hedeflemesinin büyüme üzerinde herhangi olumlu veya olumsuz etkisinin olduğunu söylemek güçtür.

3.6.6.6 Faiz Modeli ve Analiz Sonuçları

1990'lerden beri hem enflasyon hedefleyici ülkelerde hem de enflasyon hedefleyici olmayan ülkelerde faiz oranlarında genel bir düşüşün yaşandığı görülmektedir. Aynı dönem boyunca enflasyon oranlarının da düşüş trendi içinde olması faiz oranlarındaki düşüşte etkili olduğu ifade edilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin kabul edilmesinden sonra para politikasının artan kredibilitesi enflasyon beklentileri ve nominal faiz oranları üzerindeki enflasyon risk primine de yansımaktadır. Ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini düşürmesi ve enflasyon risk primindeki azalma sonuç olarak nominal faiz oranlarının da azalmasına neden olacaktır. Nominal faiz oranlarında gerçekleşen bu düşüşün enflasyon hedeflemesi politikalarından mı yoksa başka nedenlerden mi kaynaklandığını ortaya koymak amacıyla aşağıdaki regresyon modeli kullanılmıştır.

$$\text{LOGR}_t = \alpha + \beta IT + \gamma \text{LOGR}_{t-1} + \lambda \text{LOGFARKI}_t + \mu \text{LOGFARKI}_{t-1} + \Phi \text{LOGG}(-1), \quad t=1, \dots, T \quad (T=100)$$

Burada R_t , t dönemindeki kısa dönem nominal faiz oranını, IT enflasyon hedeflemesi öncesi dönem için 0, enflasyon hedeflemesi döneminde ise 1 değerini alan kukla değişkeni, R_{t-1} bir dönem öncesinin kısa dönem nominal faiz oranını, I_t t dönemindeki enflasyon oranını, I_{t-1} bir dönem öncesinin enflasyon oranını ve G_{t-1} ise bir dönem öncesinin büyüme oranını göstermektedir.

Faiz oranı ile ilgili yapılan regresyon çözümlemesinde otokorelasyon için Breusch-Godfrey Serial Correlation LM testi, değişen varyans(heteroscedasticity) için ise Breusch-Pagan-Godfrey testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre modelde otokorelasyon ve değişen varyans görülmemiştir. Uygulanan CUSUM testine göre ise modelin istikrarlı olduğu görülmüştür.

Tablo 3.11: Faiz Oranı Regresyon Sonuçları
BAĞIMLI DEĞİŞKEN: LOGR

| DEĞİŞKENLER | Katsayı | Standart Hata | t- istatistiği | P (olasılık) |
|----------------------------|-----------|---------------|----------------|--------------|
| C | 0.597494 | 0.281623 | 2.121611 | 0.0366 |
| IT | -0.321711 | 0.152690 | -2.106963 | 0.0378 |
| LOGR(-1) | 0.828122 | 0.067363 | 12.29349 | 0.0000 |
| LOGFARKI | -0.008312 | 0.035373 | -0.234983 | 0.8147 |
| LOGFARKI(-1) | 0.022910 | 0.034699 | 0.660262 | 0.5107 |
| LOGG(-1) | 0.035564 | 0.043009 | 0.826897 | 0.4104 |
| R ² | 0.897830 | | | |
| Düzeltilmiş R ² | 0.892277 | | | |
| F Testi | 161.6919 | | | |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | | |

Tablodaki sonuçlara göre faiz oranı için aşağıdaki regresyon denklemi elde edilmiştir.

$$LOGR_t = 0.597494 - 0.321711IT + 0.828122LOGR_{t-1} - 0.008312LOGFARKI_t + 0.022910LOGFARKI_{t-1} + 0.035564LOGG(-1)$$

Yukarıdaki regresyon sonuçlarına bakıldığında R² değeri oldukça yüksek çıkmıştır. Buna göre kısa dönem nominal faizlerdeki değişimin %89'u modele dahil edilen bağımsız değişkenler tarafından açıklanabilmektedir. Enflasyon hedeflemesi(IT) katsayısının negatif, p olasılık değerinin ise %5'ten küçük olması enflasyon hedeflemesi ile faiz oranları arasında negatif ve anlamlı bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Buna

göre enflasyon hedeflemesinin faiz oranlarını düşürmede oldukça etkili olduğu söylenebilir.

Bir önceki dönem faiz oranı $R(-1)$ 'in katsayısının pozitif ve p olasılık değerinin %5'ten küçük olması t dönemi faiziyle t-1 dönemi faizi arasında pozitif ve oldukça anlamlı bir ilişkinin olduğu anlamına gelmektedir. Bu ise faiz oranlarının önceki faiz oranlarına bağımlı kaldığını ve faiz oranlarında keskin düşüşlerin olmayacağını göstermektedir.

Sonuçlara göre t dönemi enflasyonu I ile faiz arasında negatif bir ilişki görülse de bu ilişkinin %5 düzeyine göre anlamlı olmadığı görülmektedir.

Bir dönem öncesi enflasyon oranı $I(-1)$ ile faiz oranı arasında ve bir dönem öncesi büyüme oranı $G(-1)$ ile faiz arasında pozitif bir ilişki görülmüş olsa da bunun istatistiksel olarak anlamlı olmamasından dolayı her bir değişkenin tek başına faizdeki değişimi açıklayabilme gücü yoktur.

Sonuç olarak enflasyon hedeflemesinin faiz oranlarını düşürmede etkili bir strateji olduğu görülmektedir. Yalnız faiz oranlarının bir önceki dönem faiz oranları ile olan pozitif ilişkisi bu etkiyi sınırlandırabilir. Bununla birlikte faizlerdeki düşüşte yurtiçi ekonomik konjonktür ve düşen enflasyon oranlarının ötesinde enflasyon hedeflemesi stratejisinin etkili olduğunu görülebilmektedir.

3.6.7 Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Enflasyon hedeflemesi rejiminin performansı ile ilgili yapılan çalışmalara dayanılarak ortaya çıkan konsensüs, enflasyon hedeflemesi rejiminin fiyat istikrarını sağladığı ve fiyat istikrarını sağlarken reel ekonomiye herhangi bir zararının olmadığı şeklindedir. Yani, enflasyondaki azalmanın ekonomik büyümeden bir fedakarlık yapmadan gerçekleştiği ileri sürülmektedir. Bununla birlikte küresel finansal kriz sürecinde enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin diğer ülkelere göre finansal

istikrarın sağlanmasında daha başarılı oldukları gözlenmiştir. Bu yüzden enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarı yanında finansal istikrarını da sağlayacağı ifade edilmektedir..

Enflasyon hedeflemesi rejimi için literatürde ortaya çıkan ortak görüş Türkiye'deki uygulama ile ne kadar örtüştüğü bu çalışmada ulaşılan analiz sonuçları çerçevesinde ortaya konulacaktır. Çalışmada yapılan makro ekonomik analiz sonuçları şöyledir:

1.Enflasyon oranı ile ilgili yapılan ön analizde; Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasından sonra ortalama enflasyon oranlarında ve enflasyon değişkenliğinde oldukça büyük düşüşlerin yaşandığı gözlenmiştir. Yapılan regresyon çözümlemesinde ise enflasyon hedeflemesinin beklendiği gibi ortalama enflasyon oranındaki bu düşüşte etkili olduğu görülmüştür. Buna göre enflasyon hedeflemesinin enflasyon üzerinde pozitif bir etki yaptığı söylenebilir. Bununla birlikte Türkiye'deki enflasyon rakamlarının %8'ler civarında olması fiyat istikrarının tam olarak sağlanmadığını göstermektedir.

2. Enflasyon ataleti ile ilgili yapılan analizde enflasyon hedeflemesinin enflasyon ataletini düşürdüğü görülmüştür. Enflasyon hedeflemesinin enflasyon ataletini düşürmüş olması; para politikası kredibilitesinin arttığını, ekonomik birimlerin bekleyişlerini geçmişteki yüksek enflasyon oranlarına göre değil Merkez Bankası'nın taahhüt ettiği enflasyon hedeflerine göre oluşturduğunu göstermektedir. Bu durum enflasyon hedefi ile beklenen enflasyon arasındaki farkı ifade eden güvenilirlik açığının giderek azalmakta olduğu ve uygulanan para politikasına olan güvenin arttığı anlamına gelmektedir. Ekonomik birimlerin bekleyişlerini düşük "hedef enflasyon" oranlarına göre oluşturması yaşanan enflasyonist şokların yayılma sürelerini azaltacağı gibi enflasyon oranlarının düşüşüne en önemli katkıyı sağlayan psikolojik bir etken olarak görülmelidir. Bunda Merkez Bankası'nın yürüttüğü iletişim stratejisinin etkili olduğu söylenebilir.

3.Büyüme oranı ile ilgili yapılan ön analizde; enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçildikten sonra büyüme oranında önemli bir değişiklik yaşanmazken, büyüme oynaklığında azalmanın olduğu, yani daha istikrarlı bir büyümenin gerçekleştiği söylenebilir. Yapılan regresyon çözümlemesi ön analizin ortalama büyüme oranı için ulaştığı sonucu desteklemektedir. Zira regresyon analizinde enflasyon hedeflemesinin büyüme oranları üzerinde bir etkisinin olmadığı görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarı konusunda önemli bir ilerleme sağlasa da, tam ve sürdürülebilir bir fiyat istikrarının sağlanmadığını kabul etmek gerekir. Sürdürülebilir bir fiyat istikrarının, uzun dönemde reel ekonomi üzerinde de pozitif etkiler yapması muhtemeldir. Zira fiyat istikrarının sağlanmasından sonra Merkez Bankası'nın faiz oranlarını düşürmesi daha kolay olacaktır. Faiz oranlarındaki bu düşüş ise reel ekonomiyi olumlu yönde etkileyecektir. Enflasyon hedeflemesini kabul eden diğer ülkelerde de süreç bu şekilde işlemiştir. Yani ilk önce fiyat istikrarı sağlanmış, sonrasında bunun sunmuş olduğu rahat hareket edebilme imkanı kullanılarak reel ekonomiye daha fazla ağırlık verilmiştir. Bu yüzden enflasyon enflasyon hedeflemesinin büyüme üzerinde etkili olabilmesi için daha uzun bir süreye ihtiyaç olduğu ifade edilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi döneminde daha istikrarlı bir dönem yaşanmasına rağmen büyüme oranında artış olmamasında iç dinamiklerden ziyade küresel etkiler daha etkili olabilmektedir. Zira enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesinden bir yıl sonra yaşanan küresel finansal kriz ve sonrasında özellikle Türkiye'nin ihracatında en önemli payı alan Avrupa ülkelerinde görülen ekonomik daralma büyüme üzerinde olumsuz etkiler yapmıştır. Dolayısıyla büyüme ile ilgili değerlendirmelerde küresel faktörlerin etkisini göz ardı etmemek gerekir.

4.Faiz oranı ile ilgili yapılan ön analizde; açık enflasyon hedeflemesi döneminde hem ortalama faiz oranlarında hem de faiz değişkenliğinde oldukça yüksek miktarlarda bir düşüşün yaşandığı görülmektedir. Faiz oranlarındaki düşüşte enflasyon

hedeflemesinin etkisini ortaya koymak amacıyla yapılan regresyon çözümlemesinde varılan sonuçlar ön analizi desteklemekte; yani enflasyon hedeflemesinin faiz oranlarını düşürmede oldukça etkili olduğu görülmüştür. Faiz oranlarının düşmesi özellikle para politikasının kredibilitesinin artması ve finansal istikrarın sağlanması açısından oldukça önemlidir.

5.Reel döviz kuru ve dolarizasyonla ilgili yapılan ön analizde; enflasyon hedeflemesi döneminde reel döviz kurunun giderek yükseldiği ve değişkenliğinin de azaldığı görülmektedir. Reel döviz kurundaki bu yükseliş muhtemelen Türkiye’de fiyatların yurt dışı fiyatlara göre daha çok düşmesinden kaynaklanabilir. Grafikselleştirilmesinde de ortaya konulduğu gibi reel döviz kurunda yaşanan bu gelişmeler yabancı para cinsinden mevduatın toplam mevduat içindeki payını gösteren dolarizasyon seviyesi için de geçerli olmakta ve dolarizasyon seviyesinin giderek azaldığı gözlemlenebilmektedir. Bununla birlikte Türkiye hala dolarizasyon seviyesinin yüksek olduğu ülkeler arasında olduğu görülmektedir. Bunun nedeni, ulusal para istikrarlı bir seyre kavuşturulmuş olsa bile uzun yıllar yüksek ve kronik enflasyonla yaşamış olmanın getirdiği alışkanlıklar ve geçmiş dönemlerdeki istikrarsızlığın hafızalarda yarattığı olumsuz etkiler sonucu, dolarizasyon oranları hızlı bir şekilde düşmeyebilmektedir. Bu yüzden ters dolarizasyon eğiliminin sürebilmesi için para politikasına duyulan güvenin artması oldukça önemlidir.

SONUÇ

İktisat tarihi incelendiğinde para politikasının zaman zaman birbirinden farklı makro ekonomik amaçlar için kullanıldığı görülmektedir. Para politikasının yöneldiği amaçların zamanla değişmesinde makro ekonomik koşulların değişmesinin yanı sıra para politikası teorisinde yaşanan gelişmeler de etkili olabilmıştır. 1970’ler öncesinde, fiyat istikrarının pek önemsenmediği bir ortamda, Keynesgil iktisat yaklaşımı para politikasını tam istihdamı sağlamak ve maliye politikasına yardımcı olmak için kullanmıştır. Temel yaklaşım, Phillips Eğrisi’nin enflasyon ile işsizlik arasında sunmuş olduğu değiş tokuş ilişkisinden azami ölçüde yararlanmaktı. Yani genişlemeci bir para politikası ile enflasyon artarken, artan ekonomik aktivitenin istihdamı artırması ve böylece işsizlik oranının da azalması o dönemde uygulanan para politikasının temel amacıydı. Ne var ki, yaşanan makro ekonomik gelişmeler para politikasının bu yöndeki bir amacı uzun dönemde gerçekleştiremeyeceğini göstermiştir. Zira 1970’lerde yaşanan stagflasyon krizinde yüksek enflasyon ve düşük istihdam oranları bir arada görülmüştür. Diğer bir ifadeyle genişlemeci para politikaları enflasyonu yükseltirken istihdam üzerinde pozitif bir etki yapamamıştır.

Pratikte yaşanan bu gelişmeler para politikası teorisindeki gelişmelerle de örtüşmekteydi. Önce Phillips tarafından ortaya atılan, sonrasında Samuelson ve Solow tarafından geliştirilen ve kısa dönemli bir analiz olan orijinal Phillips Eğrisi’ni E.Phelps1967 M. Friedman’ın 1968’de yaptıkları çalışmalarla yeniden analiz

etmişlerdir. Bu analizlere göre enflasyon ile işsizlik arasında var olan değiş tokuş ilişkisinin ancak kısa dönemde geçerli olduğunu, uzun dönemde böyle bir ilişkinin geçerli olamayacağı ileri sürülmüştür. Bir başka ifadeyle para politikası uzun dönemde ancak enflasyon oranını etkileyebilir, reel ekonomi üzerinde ise etkili olamaz. Böyle bir analiz 1790'lerdeki stagflasyon krizini açıklar nitelikteydi.

Tüm bu pratik ve teorik gelişmelerden sonra ülkelerin birçoğu takip ettikleri para politikası stratejilerini terk ederek fiyat istikrarına odaklı yeni para politikası stratejileri için bir arayışa girmişlerdir. Bu bağlamda 1970'lerden günümüze kadar fiyat istikrarı nihai amacını gerçekleştirmek üzere uygulama alanı bulabilen para politikası hedefleme stratejileri; döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi olarak bilinmektedir. Diğer taraftan Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve ABD Merkez Bankası (FED) de uygulamış oldukları para politikası stratejisinde fiyat istikrarının önemine vurgu yapmaktadırlar.

Döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla bir ülkenin ulusal parasının değerini, güçlü bir ülkenin parasına bağlayarak yürüttüğü parasal bir stratejidir. Döviz kurunun sabit bir değerde kalması veya önceden belirlenmiş bir oranda değiştirilmesine izin verilmesinden amaç, çapa olarak seçilen ülkenin politikalarından ve güvenilirliğinden yararlanmaktır. Bu durumda enflasyon oranının, çapa ülkenin enflasyon oranına yakınsayacağı beklenmektedir.

Geleceğe ilişkin belirsizlikleri azaltması, çapa ülke ile olan ticaret hacmini artırması, enflasyon oranını fiyat istikrarı sağlamış olan çapa ülkenin enflasyon oranına yakınsatması gibi önemli avantajlara sahip olan döviz kuru hedeflemesinin daha maliyetli dezavantajları da içinde barındırdığı ifade edilmektedir. En önemli dezavantajları; sabitlemeyi yapan ülkenin para politikasında bağımsızlığını yitirerek çapa ülkenin para politikasına bağımlı kalması, çapa ülkede gerçekleşen şokların sabitlemeyi yapan ülkeye negatif sonuçları ile birlikte kolayca aktarılabilmesi, spekülatif ataklara açık olması, özellikle gelişmekte olan ülkeler için finansal kırılganlığı

kolaylaştıran ve böylece finansal krizlere yol açan bir potansiyele sahip olması. Döviz kuru hedeflemesinin sahip olduğu bu dezavantajlardan dolayı özellikle 1997-1998 Doğu Asya krizinin derinleşmesinin ardından birçok gelişmekte olan ülke döviz kuru hedeflemesini terk ederek paralarını dalgalanmaya bırakmışlardır.

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik alternatif hedefleme stratejilerinden biri de parasal hedeflemedir. Parasal hedefleme fiyat istikrarı nihai hedefini sağlamaya çalışırken parasal bir büyüklüğe ilişkin artış oranını hedef olarak belirlemesidir. Çapa olarak belirlenen parasal büyüklükler aynı zamanda ara hedef işlevini de görmektedirler.

1970'lerde yaşanan makroekonomik gelişmelerden sonra özellikle Almanya, İsviçre, Kanada, İngiltere ve Amerika gibi bazı gelişmiş ülkeler parasal hedefleme stratejisini uygulamaya başladılar. Parasal büyüklükler ile amaç değişkenler (enflasyon ve nominal gelir) arasındaki ilişkinin istikrarlı olmayışı parasal hedeflemenin sorunlu bir strateji olmasına neden olmuştur. Parasal büyüklükler ile amaç değişkenler arasındaki ilişki genellikle istikrarsızdır. Bu bağlamda parasal hedefleme ya Amerika, İngiltere ve Kanada'da olduğu gibi terk edilmiş ya da İsviçre'de olduğu gibi takip edildiğinde ciddi politika hatalarına neden olmuştur. Bu ülkelerden Kanada, İngiltere ve İsviçre 1990'ların başında enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlamışlardır.

Bugün çoğu merkez bankası para talebindeki istikrarsızlığın ekonomik aktiviteler ve enflasyon konusunda parasal büyüklüklerin bilgilendirici yönünü azalttığı için parasal hedeflemeye fazla itibar etmemektedir.

Döviz kuru ve parasal hedefleme stratejilerinden istenilen sonucun elde edilememesi üzerine başta Yeni Zelanda olmak üzere bazı gelişmiş ülkeler 1990'ların başında para politikasının yürütülmesinde yeni bir strateji olarak enflasyon hedeflemesini kabul ettiler. Sonrasında özellikle Latin Amerika ve Avrupa'da gelişmekte olan bazı ülkeler gelişmiş ülke deneyimlerinden de faydalanarak enflasyon hedeflemesine geçiş yaptılar. Bu anlamda enflasyon hedeflemesi, literatürdeki gelişmelerin ve pratik deneyimler sonucunda olgunlaşan bir para politikası stratejisi olarak kabul edilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranı için yıllık ya da daha fazla bir zaman ufkunu içeren resmi bir sayısal hedefin (ya da hedef aralığının) kamuoyuna ilan edildiği ve fiyat istikrarının açık bir şekilde para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak kabul edildiği bir para politikası çerçevesidir.

Temel karakteristiği merkez bankasının bir sayısal enflasyon hedefi ilan etmek suretiyle, bir anlamda bu hedefe ulaşmada kendini yükümlü kıldığı enflasyon hedeflemesi ileriye dönük bir para politikası rejimidir. Esnek bir politika çerçevesi olarak enflasyon hedeflemesi reel ekonomideki kısa dönemli hareketlenmeleri hesaba katarak uygulandığından dolayı katı para politikası kuralı ve saf ihtiyari para politikasının temel avantajlarını da içermektedir. Bu yüzden, bir enflasyon hedefinin varlığı, bir sınırlılığı empoze ederken, yorumlanması ve uygulamasının esneklik sunduğu enflasyon hedeflemesini ‘sınırlandırılmış ihtiyarilik’ olarak tarif edilmektedir. Bir başka ifadeyle merkez bankası bir taraftan düşük ve istikrarlı bir enflasyona yönelik olarak güçlü bir taahhüt ortaya koyarken, diğer taraftan reel ekonomideki dalgalanmaları sınırlandırmaya yönelik bir çaba içinde olmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi ve başarılı olabilmesi için ekonomide bazı ön koşulların sağlanması gerekmektedir. Bu anlamda; Merkez bankasının bağımsız olması, fiyat istikrarına sıkı bir bağlılık, mali baskınlığın olmaması, güçlü ve gelişmiş finansal piyasaların varlığı ve para politikası uygulamalarında şeffaflık ve hesap verebilirliğin sağlanması enflasyon hedeflemesinin başta gelen ön koşulları olarak bilinmektedir. Sayılan ön koşulların yerine getirilmesi enflasyon hedeflemesinin başarısını öncelese de, gelişmekte olan ülkelerde tam donanımlı bir enflasyon hedeflemesine başlamak için tüm kurumsal, teknik ve ekonomik ön koşulların tam anlamıyla yerine getirilmesinin zorunlu olmadığı ifade edilmektedir. Bunun yerine enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği ve başarısı daha çok enflasyon hedeflemesinin kabulünden sonra otoritelerin taahhütlerine ve gerçekleştireceği kurumsal ve yapısal reformlara bağlı olduğu ifade edilmektedir. Deneyimler enflasyon hedeflemesi ön şartlarını önceden yerine getirmeyen enflasyon hedefleyici ülkelerin de

iyi sonuçlar elde ettiğini göstermektedir. Ön şartların yerine getirilmesinde temel kural enflasyon hedeflemesinin kabulünden sonra aşamalı bir sürecin gerekliliğidir.

Ön koşulların sağlanmasının yanında enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için optimal operasyonel çerçevesinin, yani rejimin en iyi şekilde nasıl uygulanacağını belirlemek gerekir. Bu amaçla parasal otoriteler; enflasyonun ölçülmesinde hangi fiyat endeksi kullanılacağı, enflasyon hedefinin bir nokta hedef mi yoksa aralık hedef olarak mı belirleneceği, enflasyon hedefi için zaman ufkunun ne olacağı gibi bazı parametrelerle ilgili karar vermelidirler. Enflasyon hedeflemesinin operasyonel çerçevesinin dizaynı merkez bankasının kredibilitesi, ülkenin şoklara açık oluşu ve verilere ulaşılabilirlik gibi ülke şartlarına bağlı (country-specific) olarak değişse de genelde benzer uygulamaların olduğu görülmektedir.

Her ay hesaplanmış olması, daha geniş tabanlı olması, kamuoyu tarafından kolayca anlaşılması ve merkez bankası manipülasyonlarına fazla açık olmaması gibi genellikle pratik ve operasyonel nedenlerden dolayı enflasyon hedefleyici ülkelerin tamamı manşet TÜFE enflasyonunu hedeflemektedirler. Hedefin seçiminde kredibilite-esneklik spektrumunda farklı uygulamalar olsa da genel olarak bir nokta ile birlikte belirsizlik aralığının olduğu bir hedef uygulaması görülmektedir. MB'nin hedeflediği enflasyon oranı için belirlemiş olduğu zaman dilimi olarak ifade edilen zaman ufkunun belirlenmesinde de farklı uygulamalar görülmektedir. Zira enflasyonun hedef ufku belirlenirken başlangıç enflasyon oranı, dezenflasyon süreci, şokların büyüklüğü ve merkez bankasının kayıp fonksiyonunda enflasyon ve üretime verdiği görece ağırlığın hesaba katılması gerekir. Bu bağlamda özellikle fiyat istikrarını yakalamış olan ülkelerde hedef ufkunun uzun (3yıl ve üstü), daha yüksek enflasyon oranlarının olduğu ülkelerde ise hedef ufkunun görece olarak daha kısa tutulduğu (3yıldan az) gözlenmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin makro ekonomik performansı iyileştirdiği kabul edilse de, gelişmekte olan ülkelerde ön koşulların görece olarak sağlanamaması rejimin başarısını kısıtlamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin içinde bulunduğu olumsuz şartların

başında mali baskınlık gelmektedir. Mali dengesizliğin yeteri derecede büyük olduğu bu ülkelerde para politikası mali önceliklere tabi olduğu için merkez bankası sahip olduğu para politikası araçlarını bağımsız bir biçimde kullanamamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin yeteri kadar gelişmemiş olması, dolarizasyon olgusu ve dalgalanma korkusunun güçlü olması ile ani duruşların yaşanması merkez bankasının enflasyon hedefini savunamaz duruma sokmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin başarısını olumsuz etkileyen diğer bir faktör ise bu ülkelerde rejimin politik destekten yoksun olmasıdır. Birçok gelişmekte olan ülkede fiyat istikrarına yönelik yasal taahhüt olmasına rağmen politik kültür bazen bu yasallığın önüne geçerek merkez bankasını işlevsiz bir konuma düşürmekte ve böylece bir enflasyon hedefinin takip edilmesi zorlaştırmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk kez ciddi bir teste tabi tutulduğu dönem 2007’de başlayan küresel finansal kriz dönemidir. Global finansal kriz enflasyon hedeflemesinin en iyi para politikası uygulaması olduğu yönündeki değerlendirmelerin tekrar gözden geçirilmesine zemin hazırlamıştır. Bazı ekonomistler, ekonomik genişlemenin zirve yaptığı kriz öncesi dönemde uygulanan para politikasının finansal krizin temel sorumlusu olduğunu ve bu yüzden enflasyon hedeflemesinin kesinlikle kriz testinde başarısız olduğunu ileri sürmektedirler. Bunun aksini ileri sürenlere göre ise krizin temel nedeni uygulanan para politikası değil, dünya çapında geçerli olan reel faiz oranı ve ABD konutlaşma politikası gibi bazı özel durumlarla birlikte düzenleyici (regulatory) ve denetleyici (supervisory) uygulamaların yetersiz kalmasıdır.

Yapılan çalışmalar enflasyon hedefleyici ülkelerin sahip olduğu yüksek mali disiplin ve görelî olarak uyguladıkları yüksek faiz politikasının merkez bankasına sağlamış olduğu manevra alanından dolayı finansal krizden daha az etkilendiklerini göstermektedir.

Ekonomi tarihi; finansal krizler, depresyonlar ve savaşlar gibi büyük gelişmelerden sonra para politikası ile ilgili geleneksel yaklaşımın önemli değişikliklere maruz kaldığını göstermektedir. Enflasyon hedeflemesinin gösterdiği kısmi başarıya rağmen kriz sonrasında enflasyon hedeflemesinde de geleneksel yaklaşımın sorgulandığı

ve bir değişime uğradığı gözlenmiştir. Bu anlamda finansal kriz dönemi genel olarak para politikası ve özelde enflasyon hedeflemesi için önemli derslerin çıkarıldığı bir süreci de temsil etmektedir.

Kriz öncesinde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının yakalanmış olması ve bu başarımın istikrarlı büyüme oranları ile aynı döneme denk gelmesinden dolayı merkez bankaları sürdürülebilir bir büyüme için fiyat istikrarının en temel ön koşul olduğunu güçlü bir şekilde savunabilmişlerdir. Ne var ki, enflasyon oranındaki düşüş aynı zamanda son krize zemin hazırlayan finansal piyasalardaki bazı gelişmelerle birlikte yaşanmıştır. Diğer bir ifadeyle kriz öncesindeki “fiyat istikrarı finansal istikrar için yeterlidir” savı kriz sonrasında çürümüştür. Dolayısıyla krizden çıkarılabilecek en temel ders fiyat istikrarının finansal istikrarı garanti etmediğidir. Krizle birlikte finansal sektördeki gelişmelerin ekonomik aktiviteler üzerindeki etkisinin geçmişte bilinenlerden daha fazla olduğunun anlaşılması üzerine merkez bankaları fiyat istikrarı yanında finansal istikrara da ağırlık verecek şekilde amaç fonksiyonlarını dizayn etmişlerdir. Bununla birlikte faiz oranı politikasının finansal istikrarı tek başına sağlamasının mümkün olmadığı, finansal istikrarın sağlanmasında faiz oranı ile birlikte makro ihtiyati politika araçlarının da kullanılmasının gerekli olduğu anlaşılmıştır.

Türkiye'nin enflasyon hedeflemesini kabul edişisi diğer gelişmekte olan ülkelerde yaşanan süreçten farklı değildir. Türkiye uzun yıllar boyunca faiz-kur-enflasyon kısır döngüsü içinde kalmış ve bu kısır döngünün sonucu olarak ortaya çıkan yüksek kronik enflasyon makro ekonomik dengeleri olumsuz etkilemiştir Yaşanan makro ekonomik süreçler Türkiye'yi adım adım enflasyon hedeflemesi rejimine yaklaştırmıştır.

İthal ikameci bir sanayileşme stratejisinin izlendiği 1960-1980 döneminde Türkiye ciddi döviz darboğazları ve yüksek enflasyon oranları şeklinde ağır bir bunalıma sürüklenmiştir. Ekonomik bunalımın sosyal ve siyasal boyutlar kazanması üzerine 24 Ocak 1980'den başlayarak Türkiye'de ekonomi politikasında devrim sayılabilecek yeni kararlar alınmış ve sanayileşme stratejisi tersine çevrilerek “ihracata yönelik bir sanayileşme stratejisi” kabul edilmiştir. Ekonominin rekabet gücünü artırmak amacıyla

gerçekleştirilen devalüasyonlar ve yoğun ihracat teşvikleri bazı sektörlerin rekabet gücünü arttırmış ve ihracat miktarında sürekli bir artış yaşanmıştır. Ne var ki, bu gelişmeler daha önceki dönemde yükselişe geçen enflasyon oranlarının daha da artmasına neden olmuştur. 24 Ocak Kararları sonrasında ekonomide başlayan liberalleşme sürecinde reform niteliğinde birçok karar alınmışsa da kronik kamu açıklarının monetizasyonla finanse edilmesi gibi yapısal bazı sorunları çözemediği için enflasyon oranlarındaki yükselişi durduramamıştır.

2986-90 dönemlerinde kambiyo rejimi liberizasyonunu gerçekleştiren Türkiye bu dönemde hazırlamış olduğu parasal programları kamuoyuna duyurmadan uygulamıştır. 1990 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası hazırlamış olduğu parasal programı kamuoyuna duyurarak resmi anlamda ilk kez parasal hedefleme stratejisi uygulamaya başlamıştır. 1990 yılında başarılı olan program Körfez Savaşı'ndan dolayı 1991'de uygulanmamış 1992'de ise kamu kesimi finansman ihtiyacı Merkez Bankası kaynaklarından karşılandığı için başarısız olmuş ve 1993'te bir parasal program açıklanmamıştır. Artan cari açıkla birlikte 1994 yılı başında bir krizin eşiğine gelen Türkiye'de 5 Nisan İstikrar Programı'nı ilan edilmiştir. Kamu borç finansmanının büyük bir problem olması yasal bir düzenlemeyi kaçınılmaz kılmış ve bu doğrultuda Ocak 1995'ten itibaren geçerli olmak üzere yapılan bir düzenleme ile hazineye verilen kısa vadeli avanslara aşamalı olarak sınırlama getirilmiştir. 1995'ten sonra hızlı bir büyüme sürecine giren Türkiye ekonomisinin Rusya ve Doğu Asya krizlerine bağlı olarak oluşan daralmanın etkisiyle bu büyüme süreci 1998'de sona ermiştir.

1999 yılında kamu borç stokunun GSMH'ya oranı %60'lar gibi tarihi bir zirveye çıkmıştır. Faiz oranlarının enflasyon oranından %30 daha fazla olmasından dolayı, enflasyon oranları ve böylece nominal ve reel faiz oranlarını düşürmeden mali sürdürülebilirliği güven altına almanın zor olduğunun anlaşılması üzerine İMF ile 2000-2002 yılları arasında geçerli olacak olan ve "Enflasyonu Düşürme Programı" olarak bilinen yeni bir ekonomik program yürürlüğe konulmuştur. Program önceden açıklanan bir kur çapasına dayandığı için döviz kuru hedeflemesi olarak karakterize edilmektedir. Sağladığı birçok kazanıma rağmen program Kasım 2000'de bir "likidite krizi" sonucu

çökmüştür. Spekülatif ataklara karşı alınan önlemlerin başarısı kısa sürmüştür. Gecelik faiz oranlarının %5000'ne çıkarılmasına rağmen Türk lirasına yönelik ataklar devam etmiş ve böylece para politikasının kontrolü tamamen kaybetmesine ve uluslar arası rezervlerin hızla erimesine neden olmuştur. Bunun üzerine hükümet döviz kuru çapasını 22 Şubat'ta terk ederek kuru dalgalanmaya bırakmış ve 15 Mayıs 2001'de "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı"nı kamuoyuna duyurmuştur.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı 2002'de örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçişi öngören bir programdır. Nitekim Merkez Bankası tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçişte ön koşulları iyileştirmek için 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamıştır. 1 Ocak 2006 tarihi itibarıyla Türkiye açık enflasyon hedeflemesini resmen uygulamaya başlamıştır. Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesinin operasyonel yönleri diğer ülkelerden önemli derecede farklılaşmakla birlikte kendi şartları içinde bir çerçevenin oluşturulduğu görülmektedir. Bu bağlamda Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi şöyledir:

- Rakamsal enflasyon hedefinin ne olacağını Hükümet ve TCMB birlikte belirlemekte,
- Enflasyon hedefi TÜFE üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir.
- Enflasyon hedefi bir nokta etrafında tolerans aralığı şeklinde belirlenmiştir.
- Belirsizlik aralığının aşılması durumunda hesap verebilirlik ilkesi devreye girer
- Hedefler üç yıllık bir süre için belirlenmiştir. Belli şartlar gerçekleştiğinde hedef revizyonu yapılabilir

Tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçildiği 2006 yılına kadar geçen sürede enflasyon hedeflemesinin gerektirdiği birçok ön koşulun yerine geldiği görülmektedir. 2007'de global finansal krizin patlak vermesi ile birlikte Türkiye'de ve

dünyada enflasyon hedeflemesi ilk kez ciddi anlamda test edilmiştir. Türkiye'nin yaşamış olduğu kriz deneyimlerinin de katkısıyla küresel finansal kriz görel olarak daha az zararlarla atlatılmış ve bu anlamda enflasyon hedeflemesi rejimi başarılı bir performans göstermiştir.

Nisan 2010'da krizden çıkış stratejisini kamuoyuna açıklayan Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı geçmiş dönemlere göre daha güçlü bir şekilde gözetilen yeni bir para politikasını yürürlüğe koymuştur. Bu amaçla Kasım 2010'da faiz oranları yanında; faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, likidite yönetimi, Rezerv Opsiyon Mekanizması gibi yeni para politikası araçlarını kullanmaya başlamıştır.

Enflasyon hedeflemesinin makro ekonomik performansına yönelik yapılan çalışmalarda genel olarak başarılı bir performansın yakalandığı görülmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulandıktan sonra, ortalama enflasyon ve faiz oranlarının düştüğü ve değişkenliklerinin de azaldığı gözlenmektedir. Enflasyon hedeflemesinin büyüme üzerindeki etkisi belirsiz olmakla birlikte çalışmaların hiç birinde olumsuz bir etkinin olduğuna rastlanmamıştır. Diğer taraftan büyüme değişkenliği üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu birçok çalışmada ortaya konulmuştur. Enflasyon hedeflemesinin döviz kuru üzerindeki etkisi ise açık değildir. Bununla birlikte özellikle daha öncesinde sabit döviz kuru uygulamış olan ülkelerde enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra döviz kuru değişkenliği artarken, farklı bir nominal çapa ile birlikte dalgalı döviz kuru uygulayan ülkelerde enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra döviz kuru değişkenliğinin ve geçişkenliğinin azaldığı kabul edilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesinin ekonometrik bir model çerçevesinde fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlayıp sağlamadığının analizini yapmaktır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin; enflasyon, enflasyon ataleti, büyüme, faiz ve döviz kuru üzerindeki etkisini ortaya koymak için yapılan analizde şu sonuçlara ulaşılmıştır: Enflasyon hedeflemesinin; enflasyon oranı, enflasyon ataleti ve faiz oranını düşürdüğü ve reel döviz kurunu artırdığı, diğer taraftan

enflasyon hedeflemesinin enflasyon, faiz, reel döviz kuru ve büyüme değişkenliğini azalttığı görülmüştür. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesinin ekonomik büyüme oranı üzerinde önemli bir etkisinin olmasa da büyüme değişkenliğini düşürmüştür. Böylece literatürde ileri sürüldüğü gibi Türkiye’de de enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde pozitif bir etki yaptığı, büyümeyi istikrara kavuşturduğu yalnız büyüme oranı üzerinde bir etkisinin olmadığı bu çalışma ile ortaya çıkmıştır.

Sonuç olarak; dünyada enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerden hiç biri (bazı özel durumlar hariç) bu stratejiyi terk etmemişlerdir. Bu durum enflasyon hedeflemesinin başarılı olduğunun en büyük kanıtıdır. Türkiye’de de örtük enflasyon hedeflemesinin kabulünden bu yana gerçekleşen başarılı makro ekonomik performansta enflasyon hedeflemesi rejiminin önemli katkısı olmuştur. Bu performansın daha ileriye taşınabilmesi için büyük ölçüde yerine getirilmiş olan enflasyon hedeflemesi rejiminin temel ön koşullarının devam ettirilmesine büyük önem verilmesi gerekir. Bu bağlamda kriz deneyimleri yüksek bir ülke olarak Türkiye; yakalamış olduğu mali disiplinden taviz vermemek ve sağlamış olduğu makro ekonomik dengeleri zedelememek adına, popülist politikalar takip etmek suretiyle uzun vadeli amaçları kısa vadeli amaçlara feda etmemeli, diğer bir ifade ile para politikasının zaman tutarsızlığı tuzağına düşmesine izin verilmemelidir. Dikkat edilmesi gereken önemli hususlardan biri de Merkez Bankası’nın bağımsızlığıdır. Merkez Bankası’nın yasal anlamda sağlanan bağımsızlığı politik kültürce desteklenmeli, açık ve örtük politik baskılara maruz kalmamalıdır. Zira bağımsızlığı zedelenen bir merkez bankası fiyat istikrarı amacını sürdüremeyeceği gibi bir enflasyon hedefini taahhüt etmesi bile oldukça zordur. Dolayısıyla para politikası ile maliye politikası birbirine bağımlı değil, eşgüdüm içinde olan ve birbirini tamamlayan bir konuma oturtulmalıdırlar. Bununla birlikte gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye, pratikte gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanmasındaki temel zorlukları da dikkate alarak, uyguladığı para politikasıyla küresel piyasalardan kaynaklanan kısa süreli şoklar gibi alternatif senaryolara hazırlıklı olmalıdır. Bu

bağlamda uzun vadeli amaçlara zarar vermeyecek şekilde para politikasının esnek bir şekilde yürütülmesi gerekmektedir.



EKLER

EK-1: ADF DURAĞANLIK TESTİ

1.Enflasyon Oranı Zaman Serisi(I): 1.farka göre durağan
Null Hypothesis: D(I) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

| | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -7.820754 | 0.0000 |
| Test critical values: 1% level | -3.500669 | |
| 5% level | -2.892200 | |
| 10% level | -2.583192 | |

2.Büyüme Oranı Zaman Serisi(G): Durağan

Null Hypothesis: G has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 5 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

| | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -3.476883 | 0.0107 |
| Test critical values: 1% level | -3.501445 | |
| 5% level | -2.892536 | |
| 10% level | -2.583371 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

3.Kısa Dönem Nominal Faiz Oranı Zaman Serisi(R): Durağan

Null Hypothesis: R has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

| | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -9.081436 | 0.0000 |
| Test critical values: 1% level | -4.053392 | |
| 5% level | -3.455842 | |
| 10% level | -3.153710 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

4. Reel Faiz Oranı(RR):Durağan

Null Hypothesis: RR has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

| | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -9.788228 | 0.0000 |
| Test critical values: 1% level | -3.497727 | |
| 5% level | -2.890926 | |
| 10% level | -2.582514 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

5.Reel Döviz Kuru(RER): Durağan

Null Hypothesis: RER has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

| | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -3.607099 | 0.0343 |
| Test critical values: 1% level | -4.054393 | |
| 5% level | -3.456319 | |
| 10% level | -3.153989 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

EK-2: OTOKORELASYON TEST SONUÇLARI

1.Enflasyon: Otokorelasyon yok

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic | 0.886397 | Prob. F(2,92) | 0.4156 |
| Obs*R-squared | 1.852710 | Prob. Chi-Square(2) | 0.3960 |

2.Enflasyon Ataleti: Otokorelasyon yok

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic | 1.002893 | Prob. F(2,91) | 0.3708 |
| Obs*R-squared | 2.091926 | Prob. Chi-Square(2) | 0.3514 |

3.Büyüme: Otokorelasyon yok

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic | 2.545137 | Prob. F(2,92) | 0.0840 |
| Obs*R-squared | 5.190398 | Prob. Chi-Square(2) | 0.0746 |

4.Faiz: Otokorelasyon yok

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic | 2.113463 | Prob. F(2,90) | 0.1268 |
| Obs*R-squared | 4.396183 | Prob. Chi-Square(2) | 0.1110 |

EK-3:DEĞİŞEN VARYANS(HETEROSKEDASTICITY)

1.Enflasyon: Değişen varyans yok

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

| | | | |
|---------------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic | 0.523072 | Prob. F(3,94) | 0.6675 |
| Obs*R-squared | 1.609128 | Prob. Chi-Square(3) | 0.6573 |
| Scaled explained SS | 3.895484 | Prob. Chi-Square(3) | 0.2730 |

2.Enflasyon Ataleti: Değişen varyans yok

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

| | | | |
|---------------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic | 0.898763 | Prob. F(3,93) | 0.4450 |
| Obs*R-squared | 2.733021 | Prob. Chi-Square(3) | 0.4346 |
| Scaled explained SS | 6.628987 | Prob. Chi-Square(3) | 0.0847 |

3.Büyüme: Değişen varyans yok

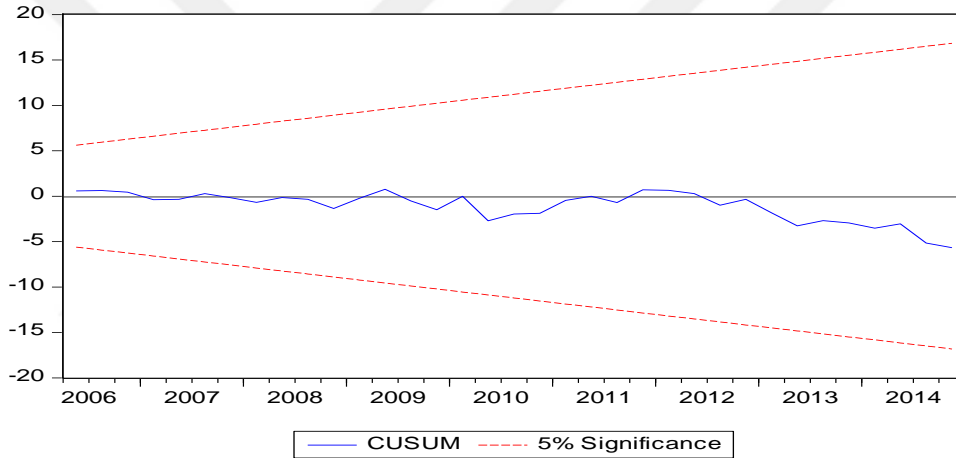
4.Faiz:Değişen varyans yok

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

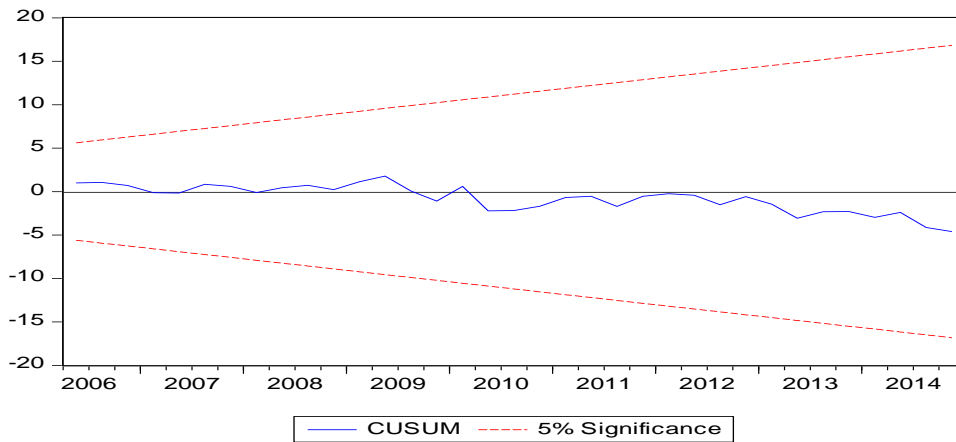
| | | | |
|---------------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic | 0.853369 | Prob. F(5,92) | 0.5157 |
| Obs*R-squared | 4.343663 | Prob. Chi-Square(5) | 0.5011 |
| Scaled explained SS | 20.07874 | Prob. Chi-Square(5) | 0.0012 |

EK-4: MODEL İSTİKRARLILIK TESTİ:CUSUM TEST

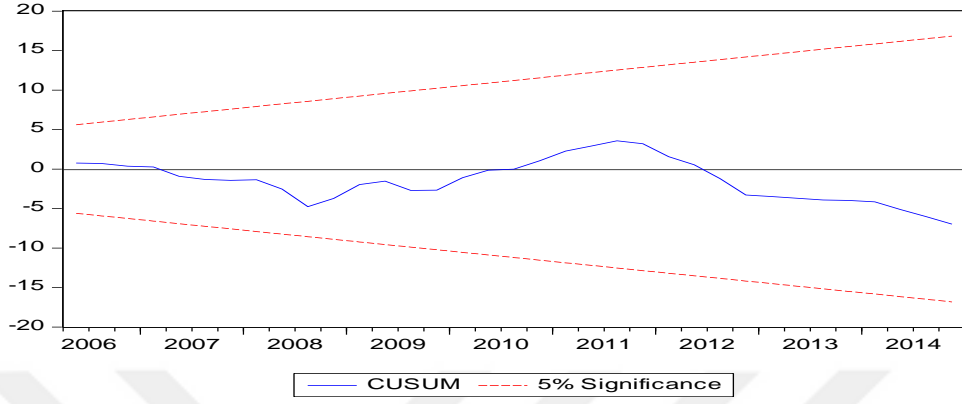
1.Enflasyon: İstikrarlı



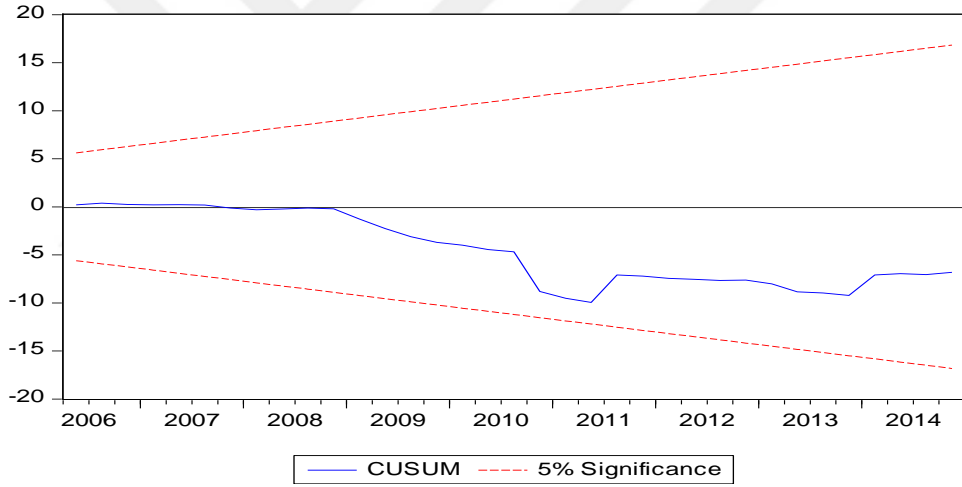
2.Enflasyon ataleti: İstikrarlı



3. Büyüme: İstikrarlı



4. Faiz: İstikrarlı



EK -5: Değişkenlerin Hata Terimleri Serilerinin İstatistikî Özellikleri

| İstatistikî Özellikler | BAĞIMLI DEĞİŞKENLER | | | |
|--------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|----------------------|--------------------|
| | Enflasyon Oranı Log(FARKI) | Enflasyon Ataleti LOG(FARKI) | Büyüme Oranı LOGG | Faiz Oranı LOGR |
| Ortalama(mean) | -121e-16 | -3.46e-16 | -1.38e-16 | -6.26e-16 |
| Ortanca (Median) | 0.148251 | 0.176420 | 0.222393 | -0.027125 |
| En Büyük Değer (Max.) | 2.438468 | 2.673052 | 1.507119 | 1.674824 |
| En Küçük Değer (Min) | -5.190729 | -5.277173 | -4.992886 | -1.509593 |
| Standart Hata (Std.Dev) | 1.132404 | 1.156313 | 0.924362 | 0.371608 |
| Çarpıklık (Skewness) | -1.184064 | -1.029909 | -2.621443 | 0.339731 |
| Basıklık (Kurtosis) | 6.262563 | 6.244634 | 12.242293 | 11.49027 |
| Jarque-Bera | 66.36375 | 59.69741 | 465.7937 | 296.2311 |
| Olasılık (Probability) | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| Gözlem (Observations) | 98 | 97 | 99 | 98 |

KAYNAKÇA

AGENOR, Piere-Richard and Pereira da SİLVA, Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective From the Developing World, **Inter-American Development Bank**, 2013,

AGENOR, Pierre-Richard and Luiz A. Pereira da SİLVA, Macroeconomic Stability, Financial Stability, and Monetary Policy Rules, **FERDI Working Paper**, 20011

AGENOR, Pierre-Richard, Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates: An Intruduction To Inflation Targeting, in.(Eds) Norman Loayza and Raimundo Soto(eds), **Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges**, Santiago, Chile, Centrlal Bank of Chile, 2002

AİYAGİRİ, S.Rao, Deflating the Case for Zero Inflation, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Vol. 14, No. 3, Summer, 1990

AKÇELİK, Yasin; Ergun Ermişoğlu, Arif ODUNCU ve Temel TAŞKIN, Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi, **TCMB Ekonmi Notları**, Sayı:2012-30/23 Ekim 2012

AKERLOF, George, William DCKENS and George PERRY, The Macroeconomics of Low Inflation, **Brookings Papers on Economic Activity**, No.1, 1996,

AKINCI, Özgür; Yasemin BARLAS ÖZER ve Bülent USTA, Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye'deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler. **TCMB Çalışma Tebliği** No. 05/17.2005

AKYÜZ, Yılmaz and Korkut BORATAV, The Making of The Turkish Financial Crisis, **UNCTAD Discussion Papers** No.158, April 2002

ALP, Harun and Selim ELEKDAG, The Role of Monetary Policy in Turkey during the Global Financial Crisis, **CBRT Working Paper** NO: 11/10, June 2011

ALPER, C. Emre, The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong?, **Forthcoming: Russian and East European Finance and Trade** (2001). Vol. 37, No. 6, pp.51-71

ALPER, Koray ve Tolga TİRYAKİ, Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı:2011-08/ 13 Nisan 2011,

ALPER, Koray, Hakan KARA ve Mehmet YÖRÜKOĞLU, Rezerv Opsiyon Mekanizması, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı:2012-28/22 Ekim 2012

ALPER, Koray, Mahir BİNİCİ, Selva DEMİRALP, Hakan KARA and Pınar ÖZLÜ, Reserve Requirements, Liquidity Risk and Credit Growth, **CBRT Working Paper** No: 14/24, July 2014

AMATO, Jeffery D. and Stefan GERLACH, Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons after a Decade, **Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper** No.13/2001, October 2001

ANDRES, Javier and Ignacio HERNANDO, Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD, in **The Costs and Benefits of Price Stability** University of Chicago Press 1999, pp.315-348

APEL, Mikael, M. NASSEN, U. SÖDERSTRÖM and A. VREDİN, Different Ways of Conducting Inflation Targeting- Theory and Practice, **Quarterly Review** 4/1999

ARESTİS, Philip and Malcolm SAWYER, New Consensus Macroeconomics And Inflation Targeting: Keynesian Critique, **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, Número especial

ATUK, Oğuz; M. Utku ÖZMEN ve Necati TEKATLI, Çekirdek Enflasyon Göstergelerinin Kullanımı Üzerine Bir Değerlendirme, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 2011-01/ 24 Ocak 2011

AZANGUE, Armand Fouejieu, Coping with the Recent Financial Crisis, did Inflation Targeting Make Any Difference?, **Document de Recherche**, n° 2012-05, 2012

BALL, Laurence and Niamh SHERIDAN, Does Inflation Targeting Matter?, in **The Inflation-Targeting Debate**, B.S. Bernanke and M. Woodford(Eds), University of Chicago Press, 2005

BALL, Laurence, Policy Rules for Open Economies, in Monetary Policy Rules, ed. John B. Taylor, University of Chicago Press, 1999

BANERJEE, Ryan; Stephen CACCHETTI and Boris HOFMANN, Flexible Inflation Targeting: Performance and Challenges, in.(eds) Lucrezia Reichlin and Richard Baldwin, **Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis**, Centre for Economic Policy Research, 2013

BARRO, Robert J. and David B. GORDON, Rules, Discretions, and Reputation In a Model of Monetary Policy, **NBER Working Papers** No. 1079 February 1983

BARRO, Robert J., Inflation and Economic Growth, **Annals Of Economics And Finance** 14-1, 85–109, 2013

BARRO, Robert J., **Recent Developments in the Theory of Rules Versus Discretion**, The Economic Journal Volume, Vol.96, Supplement: Conference Papers 1986

BARTH, Richard C., The Framework of Monetary Policy, **Macroeconomic Management, Programs and Policies**, Mohsin S. Khan, S. M. NSouli, C. H. Wong(Eds), Washington: IMF Institute, 2002

BAŞÇI, Erdem ve Hakan KARA, Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği** NO: 11/08, Mayıs 2011

BAŞKAYA, Yusuf SONER; Eda GÜLŞEN ve Musa ORAK, 2008 Hedef Revizyonu Öncesi ve Sonrasında Enflasyon Beklentileri, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 2010-1/25 Ocak 2010

BATINI, Nicoletta and Douglas LAXTON, Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted?, **Central Bank of Chile Working Papers** N° 406 December 2006

BATINI, Nicoletta, Kenneth KUTTNER, and Douglas LAXTON, Does Inflation Targeting Work in Emerging Market?, Chapter 4, **World Economic Outlook**, İMF September 2005

BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı, 15 Mayıs 2001

BEAN, Charles, Matthias PAUSTIAN, Adrian PENALVER and Tim TAYLOR, Monetary Policy After the Fall, in '**Makroekonomik Challenges: The Decade Ahead**', Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2010

BERNANKE, Ben S. and Frederic S. MISHKIN, Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, **Journal of Economic Perspectives**, vol.11 No.2, Spring 1997, pp. 97-116

BERNANKE, Ben S. and M.GERTLER, Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission, **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.4, Fall 1995

BERNANKE, Ben S. and Mark GERTLER, Monetary Policy and Asset Price Volatility, Federal Reserve Bank of Kansas City. **Economic Review. Fourth Quarter 1999**

BERNANKE, Ben S., Central Bank Independence, Transparency and Accountability, **Remarks at the Institute for Monetary and Economic Studies International Conference**, Bank of Japan, May 26, 2010

BERNANKE, Ben S., Monetary Policy and the Housing Bubble, **Speech at Annual Meeting of the American Economic Association**, Atlanta, Georgia, January 3, 2010

BERNANKE, Ben S., Monetary Policy, **Remarks before the Money Marketeers of New York University**, New York, Feb. 3 February 2003, BIS Review 5/2003

BERNANKE, Ben S., The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice, **Remarks at the 56th Economic Conference**, Federal Reserve Bank of Boston, October 18, 2011

BERNENKE Ben S., Thomas LAUBACH, Frederic S. MISHKIN and A.POSEN, **Inflation Targeting: Lessons from International Experience**, Princeton: Princeton University Press, 1999

BHARUCHA, Nargis and Christopher KENT, Inflation Targeting in a Small Open Economy, **Research Discussion Paper** 9807. Sydney, Reserve Bank of Australia, 1998

BLANCHARD, Oliver and Jordi GALÍ, Real Wages Rigidities and The New Keynesian Model, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 39, Supplement 1, 2007

BLANCHARD, Olivier; Giovanni DELL'ARICCIA, and Paolo MAURO, Rethinking Macroeconomic Policy, **IMF Staff Position Note**, SPN/10/03, February 12, 2010

BLANCHARD, Olivier; Giovanni DELL'ARICCIA, Paolo MAURO, Rethinking Macro Policy II: Getting Granular, IMF, April 15, 2013

BLINDER, Alan S., Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Built It?, **NBER Working Paper** 7161, 1999

BLINDER, Alan S., Commentary: Monetary Policy After the Fall, in **Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead**, Symposium Jackson Hole, Wyoming, from Aug. 26-28, 2010

BORIO, Claudio, Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters, **BIS Working Papers**, No.353, September 2011

BROTO, Carmen, Inflation Targeting in Latin America: Empirical Analysis Using GARCH Models., **Documentos de Trabajo**, No. 0826, Banco de Espana, 2008, pp.25-26

BUITER, Willem H. Central Bank and Financial Crises, in **Maintaining Stability in a Changing Financial System**, Jackson Hole Wyoming, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Policy Symposium, August 21-23

BÜYÜKAKIN, Tahir ve Cemil ERARSLAN, Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi Kocaeli Üniversitesi **Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2004/2:18-37

CALVO, Guillermo A. and Carlos A. VEGH, Inflation Stabilization and Nominal Anchors, **Contemporary Economic Policy**, Vol. XII, April 1994, pp.35-45

CALVO, Guillermo A.; Frederic S. MISHKIN, The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 17, No. 4. Autumn, 2003, pp. 99-118

CALVO, Guillermo A. and Carmen M. REINHART, Fear of Floating, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. CXVII May 2002, pp.379-407

CARARE, Alina and Mark R. STONE, Inflation Targeting Regimes, *European Economic Review* 50 (2006), pp.1297-1315

CARARE, Alina; Andrea SCHAECHTER, Mark STONE and Mark ZELMER. Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting, **IMF Working paper**, 02/102. Washington, D.C.: International Monetary Fund 2002

CARLSON, John B. Rules Versus Discretion: Making a Monetary Rule Operative, 1988Q3 <http://clevelandfed.org/research/review>, (erişim: 20.01.2014)

CARNEY, Mark J., Commentary: Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity, in *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, **Jackson Hole**, Wyoming, August 2009,

- CARNEY, Mark, Monetary Policy After the Fall, Remarks at Eric J. Hanson Memorial Lecture, University of Alberta, Edmonton, Alberta, 1 May 2013
- CASTELNUOVA, E., S. N. ALTIMARI, D. R. PALENZUELA, Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long Term Inflation Expectations, in **Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy** Strategy September 200
- CECCHETTI, Stephen G., Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism, **FRBNY Economic Policy Review**, July 1999
- CECCHETTI, Stephen G., Monetary Policy Lessons Learned from the Crisis and the Post-crisis Landscape, Bank for International Settlements, 13 October 2011
- CELASUN, Oya, The 1994 Currency Crisis in Turkey, **Policy Research Working Paper 1913**, April 1998
- CHANG, Roberto and Andres VALESCO, Exchange-Rate Policy for Developing Countries, **AEA Papers and Proceedings**, Vol.90, No.2 May 2000, pp.71-75
- CLAESSENS, Stijn, Karl HABERMEIER, Erlend NIER, Heedon KANG, Tommaso MANCINI-GRIFOLLI, and Fabian VALENCIA, The Interaction Between Monetary and Makroprudential Policies, Approved By Olivier Blanchard and José Viñals, IMF, 2013,
- CLARIDA, Richard H. and Mark GERTLER, How the Bundesbank Conducts Monetary Policy, in (eds) Christina D. Romer and David H. Romer, **Reducing Inflation: Motivation and Strategy**, January 1997
- CLARIDA, Richard; Jordi GALI and M. GERTLER, Optimal Monetary Policy in Open versus Closed Economies: An Integrated Approach, **NBER Working Paper 8604**, 2001
- COBHAM, David, From Bretton Woods To Inflation Targeting: Financial Change and Monetary Policy Evolution in Europe, **Heriot-Watt University Economics Discussion Papers** Working Paper No. 2012-03 November 2012

- CORBO, Vittorio; Oscar LANDERRETICHE and Klaus SCHMIDT-HABBEL, Does Inflation Targeting Make a Difference, In. N. Loayza and R. Soto(Eds), **Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges**, 221–69. Santiago: Central Bank of Chile. 2002
- CUARESMA, Jesús CRESPO, Ernest GNAN, Four Monetary Policy Strategies in Comparison: How to Deal with Financial Instability?, **Monetary Policy & The Economy** Q3/08, 2008
- CUKIERMAN, Alex, Central Bank Independence and Monetary Control, **The Economic Journal**, Volume 104, Issue 427, N0v.,1994, pp.1437-1448
- CUKIERMAN, Alex, Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future, **Central Bank of Chile Working Papers**, N^o 360, 2006
- CUKIERMAN, Alex, Monetary Policy and Institutions Before, During and After The Global Financial Crisis, **Journal of Financial Stability** xxx (2013) xxx– xxx, 2013
- ÇULHA, Olcay YÜCEL ve Neslihan KAYA, Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hesap Verme Araçları, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı:09-01/23 Kasım 2009
- DE MENDONÇA, F. H., Empirical Evidence from Fourteen Countries with Explicit Inflation Targeting, **Applied Economics Letters**, ,Volume 14, Issue 8,2007, pp.573-579
- DE MENDONÇA, F.H, and Gustavo José de Guimarães e Souza, Is Inflation Targeting a Good Remedy to Control Inflation?. **Journal of Development Economics**, 2012, vol. Issue2, pp.178–91.
- DEBELLE, Guy and Stanley FISCHER, How Independent Should A Central Bank Be, in Jeffrey Fuhrer (ed.), **Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers**, Federal Reserve Bank of Boston Conference, Vol. 38, 1994, pp.195-221

DEBELLE, Guy, Inflation Targeting and Output Stabilization, **Reserve Bank of Australia Discussion Paper** No.08

DEBELLE, Guy, Inflation Targeting in Practice, **IMF Working Paper**, WP/97/35, 1997

DEBELLE, Guy, The Case for Inflation Targeting in East Asian Countries, in. D. Gruen and J. Simon(Eds) **Future Directions for Monetary Policies in East Asia.**, Economic Group, Reserve Bank of Australia, 2001

DİNCER, N. Nergiz and Barry EİCHENGREEN, Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures, **BOK Working Paper** No.2013-21 (2013.09), pp.1-3

DOĞRU, Bülent, **Merkez Bankası Politikalarının Fiyat İstikrarı ve Diğer İktisadi Olgular Açısından Değerlendirilmesi ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Örneğ**, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi), MPRA, 2012

DOOLEY, Michael, Central Bank Responses to Financial Crises, **BIS papers** N° 51, March 2010

DUEKER, Michael and Andreas M. FISCHER, The Mechanics of a Successful Exchange-Rate Peg: Lessons for Emerging Markets, Studienzentrum Gerzensee, **Stiftung Der Schweizerischen National Bank Working Paper**, No. 01.02, April 2001

DWYER, Jr. Gerald P., Rules and Discretion in Monetary Policy, in **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, May/June 1993 Vol. 75, No.

ECB, The Monetary Policy of the ECB, 2011

ECB, The Stability-Oriented Monetary Policy Strategy of the Eurosystem. **ECB Monthly Bulletin**, January, 1999

EDWARDS, Sebastian, Exchange Rates As Nominal Anchors, **NBER Working Paper** No. 4262 Desember 1992 pp. 2-3

EDWARDS, Sebastian, The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited, **NBER Working Paper** No. 12163, April 2006

EICHENGREEN, Barry; Raghuram RAJAN, and Eswar PRASAD, Central Banks Need a Bigger and Bolder Mandate, **Financial Times** October 24, 2011.

EKİNCİ, Nazim K. and Korkut ERTÜRK, Turkish Currency Crisis of 2000-1, Revisited, **CEPA Working Paper** 2004-01, January 13, 2004

EMI, The Single Monetary Policy in Stage Three: Elements of the Monetary Policy Strategy of the ESCB, European Monetary Institute, Frankfurt. February 1997

ERDOĞAN, Seyfettin, Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirm, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (9) 2005 / 1

ERMİŞOĞLU, Ergun, Arif ODUNCU ve Yasin AKÇELİK, Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Kur Oynaklığı, **TCMB Ekonmi Notları**, Sayı:2013-04/31 Ocak 2013

ERMİŞOĞLU, Ergun, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye'deki Başarısının Değerlendirilmesi**, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB), 2011

ERSEL, Hasan and Lerzan İSKENDEROĞLU, Monetary Programming in Turkey, **CBRT Discussion Papers** No. 9006, December 1990

FANG, Wen Shwo, Stephen M. MILLER and Chun Shen LEE, What Can We Learn about Inflation Targeting? Evidence from Time-Varying Treatment Effects, **University of Connecticut Working Paper** 2009-14R, 2009

FAUST Jon and Dale W. HENDERSON, Is Inflation Targeting Best-Practice Monetary Policy?, in **Inflation Prospects and Problems**, Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Economic Policy Conference of the Federal Reserve Bank of St. Louis, Volume 84, Number 4, July/August 2004

FAVERO, Carlo A. and Francesco GIAVAZZI, Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil, **NBER Working Paper** 10390, 2004,

- FREEDMAN, Charles and Inci ÖTKER-ROBE, Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies, **IMF Working Paper**, WP/10/113, May 2010
- FELDSTEIN, Martin, The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability, in **Reducing Inflation: Motivation and Strategy**, pp.123-166, 1997
- FILHO, Irineu de Carvalho, 28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession, **MPRA Paper** No. 29100
- FILHO, Irineu de Carvalho, Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment, **IMF Working Paper**, WP/10/45, February 2010
- FISCHER, Stanley and Franco MODIGLIANI, Toward Understanding of the Real Effects and Cost of Inflation, *Welfwirtschafflich Archiv*, 1978
- FISCHER, Stanley, Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?, **Journal of Economic Perspectives** Vol:15 No. 2 Spring 2001pp
- FISCHER, Stanley, Modern Approaches to Central Banking, **NBER Working Paper**, No.5064, March 1995
- FISCHER, Stanley, Why Are Central Banks Pursuing Long Run Price Stability?, in **Achieving Price Stability**, A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31, 1996
- FRAGA, Arminio, Ilan GOLDFAJN and André MINELLA, Inflation Targeting in Emerging Market Economies, **NBER Working Paper** No. 10019. 2003
- FRANKEL, Jeffrey A., Experience of and Lessons From Exchange Rate Regimes in Emerging Economies, **NBER Working Paper** 10032, October 2003
- FRAZER, B. W., Central Bank Independence: What does it mean?, **Reserve Bank of Australia Bulletin**, December 1994

FREEDMAN, Charles and Douglas LAXTON, Inflation Targeting Pillars: Transparency and Accountability, **IMF Working Paper**, WP/09/262, 2009

FREEDMAN, Charles and Douglas LAXTON, IT Framework Design Parameters, **IMF Working Paper**, WP/09/87, April 2009

FREEDMAN, Charles, What Operating Procedures Should Be Adopted to Maintain Price Stability? Practical Issues', in **Achieving Price Stability**, A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31, 1996

FREEDMAN, Charles. and D. LAXTON, Why Inflation Targeting, **IMF Working Paper** April 2009

FRIEDMAN, Milton, A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability, **The American Economic Review**, vol.38, No.3, June 1948p

FUHRER, Jeffrey C., Inflation Persistence, **Federal Reserve Bank of Boston Working Papers** No. 09-14, 2009

GAVIN, William T., Inflation Targeting: Why It Works and How To Make It Work Better, **Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper**, 2003-027B, 2003

GERLACH, Stefan, Alberto GIOVANNINI, Cédric TILLE, and José VINALS, Are the Golden Years of Central Banking Over? The Crisis and the Challenges, **Geneva Reports on the World Economy** 10, 2009

GERLACH, Stefan, Is inflation Targeting Passé?, in Lucrezia Reichlin and Richard Baldwin(Eds), **Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis**, Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2013

GERLACH, Stefan, The Two Pillars of the ECB, 39th Panel Meeting of Economic Policy in Dublin, April 16-17, 2004

GERTLER, Mark, Comment on, Does Inflation Targeting Matter?, in B.S. Bernanke and M. Woodford(Eds), **The Inflation Targeting Debate**, Chicago: University of Chicago Press, 2005

GHOSH Atish and S. PHILLIPS, Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth, **IMF Staff Paper**, Vol.45, No.4(Desember 1998)

GHOSH, Atish R, Toward a Stable System of Exchange Rates: Implications of the Choice of Exchange Rate Regime, September 2009, https://macrofinance.nipfp.org.in/PDF/034Pr_GhosStable%20System%20of%20ER-11Sep.pdf, (Erişim:22.02.2014)

GOLGSTEIN, Morris, Managed Floating Plus, Policy Analyses in International Economics, Washington, D.C.: Institute for International Economics. 2002

GOMES, Javier, Inflation Targeting, Sudden Stops, and the Cost of Fear of Floating, <http://www.banrep.org/docum/ftp/borra276u.pdf>, 2004, (erişim:07.10.2014),

GONÇALVES, Carlos EDUARDO S. and João M. SALLES, Inflation Targeting in Emerging Economies: What Do The Data Say?, **Journal of Development Economics** xx (2006) xxx–xxx, 2006

GOODFRIEND, Marvin, Targeting in the United States? in **The Inflation-Targeting Debate**, ed. Ben S. Bernanke and Michael Woodford, December 2004

GROSHEN, Erica L. and Mark E. SCHWEITZER, Identifying Inflation's Grease and Sand Effects in the Labor Market, in **The Costs and Benefits of Price Stability** NBER Working Paper January 1999

GUENDER, Alfred V., Inflation Targeting in the Open Economy: Which Rate of Inflation to Target?, October, 2001, www.econ.canterbury.ac.nz//inflationtargeting_openeconomy, (erişim:19.05.2014)

GUENDER, Alfred V., Optimal Discretionary Monetary Policy in the Open Economy: Choosing between CPI and Domestic Inflation as Target Variables, **Bank of Finland Discussion Paper** No.12, 2003

HALDANE, Andrew G., Targeting Inflation: The United Kingdom in Retrospect, in Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, and Sérgio Werlang (Eds.), **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, Seminar held in Rio de Janeiro, Brazil, May 3-5, 1999,

HAMMOND, Gill, State of The Art of Inflation Targeting, CCBS Handbook No. 29.
Bank of England, 2012

HEENAN, Geoffrey, Marcel PETER, and Scott ROGER, Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications, **IMF Working Paper**, WP/06/278

HLDANE, Andrew G., Designing Inflation Targeting, in **Monetary Policy and Inflation Targeting**, July 1997

HUBBARD, R. Glenn, Is There a "Credit Channel" for Monetary Policy?, **NBER Working Paper** No. 4977 December 1994

HYVONEN, Markus, Inflation Convergence Across Countries, **Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper** No. 2004-04

IMF, The Interaction of Monetary and Makroprudential Policies, January 29, 2013,

ISSING, Otmar, In Search of Monetary Stability: The Evolution of Monetary Policy, **BIS Working Papers**, No. 273, March 2009

ISSING, Otmar, The ECB's Monetary Policy Strategy: Why Did We Choose A Two Pillar Approach?, **4th ECB Central Banking Conference**, Frankfurt, 10 November 2006

ISSING, Otmar, Why Price Stability in **First ECB Central Banking Conference**, 2-3 November 2000

İNAN, Emre Alpan, Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye, **Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılar Dergisi**, Sayı 40, 2002

JAEGER, Albert, The ECB's Money Pillar: An Assessment, **IMF Working Paper**, No.82, April 2003

JONAS, Jiri and Frederic S. MISHKIN, Inflation Targeting in Transition Economies: Experience and Prospects, in Ben S. Bernanke and Michael Woodford(Eds) **The Inflation-Targeting Debate**, University of Chicago Press,2004

KAHN, Brian, Challenges of Inflation Targeting for Emerging-Market Economies: The South African Case' www2.resbank.co.za/...nsf/.../Brian+Kahn.pdf, (Erişim 07.10.2014)

KAHN, George A. and Klara PARRISH, Conducting Monetary Policy With Inflation Targets, Federal Reserve Bank of Kansas City, **Economic Review, Third Quarter** 1998

KAMIN, Steven; Philip TURNER and Jozef VAN'T DACK, The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview, **Bank of International Settlements Policy Papers**, No. 3, 1998

KARA A. Hakan ve Musa ORAK, Enflasyon Hedeflemesi, **Ekonomik Tartışmalar Konferansı**, İstanbul 2008,

KARA, A. Hakan, Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, **TCMB Çalışma Tebliği** No:12/17, Haziran 2012,

KARA, A. Hakan, Safeguarding Macroeconomic and Price Stability Amid Capital Flow Volatility, **Note prepared for the BIS Meeting of Central Bank Chief Economists**, March 2013, Basel

KARACA, Orhan, Türkiye'de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir Mi?, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartıma Metni** 2005/14,Ekim 2005, <http://www.tek.org.tr>, (Erişim:10.10.2015),

KEPENEK, Yakup ve Nurhan YENTÜRK, **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, 12. Basım 2001

KESRİYELİ, Mehtap, 1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları, No. 97/4, Mart 1997

- KHAN, Mohsin S. and A. S. SENHADJĪ, Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth, **IMF Staff Papers**, vol.48, No.1, 2001
- KHAN, Mohsin S., Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy **IMF Working Paper**, 2003, p.4
- KIELER, Mads, The ECB's Inflation Objective, **IMF Working Paper**, No.91, May 2003,
- KIM, Soyoung and Yung Chul Park, **Inflation Targeting in Korea: A Model of Success?**, BIS Papers No 31, 2006
- KING, Mervyn, Challenges for Monetary Policy: New and Old, in New Challenges of Monetary Policy, FED of Kansas, August 26-28 1999, p.30
- KING, Mervyn, The Inflation Target Five Years On, Speech At the London Schools of Economics 29 October 1997, www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx, (erişim: 06.06.2014)
- KING, Mervyn, The Inflation Target Ten Years On, **Speech delivered to the London School of Economics**, London, 19n, November 2002, **BIS Review** 68/2002
- KİBRİTÇİOĞLU, Aykut, Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation, in **Inflation and Disinflation in Turkey**, Ashgate, 2002,
- KOLEGAR, Michal, Frankfurt or Landon? Comparison of The Monetary Policy of The ECB That of England, **Student Economic Review**, Vol. 21, 2007
- KUTTNER, Kenneth N. and A. S. POSEN, Inflation, Monetary Transparency, and G3 Exchange Rate Volatility, **Institute for International Economics Working Papers**, No. 00-6. 2000
- KYDLAND, Finn E. and E. C. PRESCOTT, Rules Rather than Discretion. The Inconsistency of Optimal Plans, **The Journal of Political Economy**, Volume 85, Issue 3, Jun 1977, 473-492

- LEÏTEMO, Kai and Oistein ROÏSLAND, The Choice of Monetary Policy Regime for Small Open Economies, Arbeitsnotat, Norges Bank, July 2000
- LEVIN, Andrew T., Fabio M. NATALUCCI, Jeremy M. PIGER, The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting, **The Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, July/August, 2004
- LIN, Shu and Haichun YE, Does Inflation Targeting Help Reduce Financial Dollarization?, **Journal of Money, Credit and Banking**, Volume 45, Issue 7, 2013, pp.1253-1274
- LIN, Shu, On the International Effects of Inflation Targetin, **The Review of Economics and Statistics**, Vol.92, No.1 February 2010
- LOAYZA, Norman. and Klaus SCHMIDT-HEBBEL, Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview, in Norman Loayza and Klaus Schmidt-Hebbel(Eds), **Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms**, 2002
- MALIK, Hamza Ali, Price Level vs. Nominal Income Targeting: Aggregate Demand Shocks and the Cost Channel of Monetary Policy Transmission, **MPRA Paper** No. 456, October 2006
- MARQUES, Carlos Robalo, Inflation Persistence: Facts or Artefacts?, **ECB Working Paper Series** No. 371, June 2004
- MASSON, Paul R., S.SHARMA and M.A. SAVASTANO, The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries, **IMF Working Paper** No.130, October 1997
- McCALLUM, Bennett T., Misconceptions Regarding Rules vs. Discretion for Monetary Policy, Carnegie Mellon University and National Bureau of Economic Research December 15, 2003
- MCCALLUM, Bennett T., Should Central Banks Raise Their Inflation Targets?, **Economic Quarterly**, Volume 97, Number 2, Second Quarter 2011, pp.111-131

- MELTZER, Alan, Monetary, Credit and (other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective, **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.4, Fall 1995
- MEYER, Laurence H. Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting, in *Inflation Targeting: Prospects and Problems*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 86 (4), 2004
- MISHKIN Frederic S. and Miguel A. SAVASTANO, Monetary Policy Strategies for Latin America, **Policy Research Working Papers**, October 2001
- MISHKIN, Frederic S. and A.S. POSEN, Inflation Targeting: Lessons from Four Countries, FED of New York Economic Policy Review, vol.3, No.5, August 1997
- MISHKIN, Frederic S. and Klaus S. HEBBEL, One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know, in. **10 Years of Inflation Targeting: Designs, Performance and Challenges**, Central Bank of Chile, 2002
- MISHKIN, Frederic S. and Klaus SCHMIDT-HEBBEL, Does Inflation Targeting Make a Difference?, **NBER Working Paper** No. 12876, January 2007
- MISHKIN, Frederic S. and Miguel A. SAVASTANO, Monetary Policy Strategies for Latin America, **NBER Working Paper** March 2000
- MISHKIN, Frederic S., Why the Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting, *International Finance* 7:1, 2004
- MISHKIN, Frederic S., Can Central Bank Transparency Go Too Far?, **NBER Working Paper**, 10829, 2004
- MISHKIN, Frederic S., Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?, **NBER Working Paper** No. 10646, 2004
- MISHKIN, Frederic S., Comments on Fraga, Goldfajn and Minella, Inflation Targeting in Emerging Market Economies, in. Mark Gertler and Kenneth Rogoff(Eds), **NBER Macroeconomics Annual 2003**, Volume 18, The MIT Press, 2003

- MISHKIN, Frederic S., From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries, **World Bank Economics Working Paper**, No.2684, 2001
- MISHKIN, Frederic S., Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of an Old Idea?, February, 2006, <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/papers/05snb.pdf>, (erişim: 10.03.2014)
- MISHKIN, Frederic S., International Experiences of Different Monetary Policy Regimes, **IIES Seminar Paper**, No.648, August 1998
- MISHKIN, Frederic S., Issues in Inflation Targeting, in. **Price Stability and Long Run Target for Monetary Policy**, Bank of Canada Review, Autumn 2000, pp.203-222
- MISHKIN, Frederic S., Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here?, **NBER Working Paper** 12515, September 2006
- MISHKIN, Frederic S., Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, **NBER Working Paper** No. 16755, February 2011
- MISHKIN, Frederic S., Strategies for Controlling Inflation, in. Phillip Lowe (Ed.), **Monetary Policy and Inflation Targeting**, Reserve Bank of Australia, 1997
- MISHKIN, Frederic S., Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, **Journal of Economic Perspectives**, Volume 9, Number 4, Fall 1995
- MISHKIN, Frederic S., The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, **NBER Working Paper**, 5464. February 1996
- MISHKIN, Frederic S., The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging-Market Countries? in. **Monetary Policy Strategy** MIT Press, 2007,
- MISHKIN, Frederic S., **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Seventh Edition, The Addison-Wesley Series in Economics, 2004

- MISHKIN, Frederic S., The Inflation-Targeting Debate, in **Issues in Inflation Targeting** Bank of Canada Review Spring 2006
- MISHKIN, Frederic S., The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy, **NBER Working Papers** 9291, 2002
- MISHKIN, Frederic S., The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices In Monetary Policy, **NBER Working Paper** 8617 Desember 2001
- MISHKIN, Frederic S., What Should Central Banks Do?, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2000
- MOHANTY, MS and Philip TURNER, Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies: What Is New? **Bank of International Settlements Policy Papers**, No.35
- MORENO, Ramon and Agustín VILLAR, Inflation Expectations, Persistence and Monetary Policy, **BIS Papers** No 49, 2009
- MUSSA, Michael, Paul MASSON, Alexander SWOBODA, Esteban JADRESIC, Paolo MAURO and Andrew BERG, Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy, **IMF Occasional Paper** 193, 2000
- NEUMMAN, Manfred J. M. and Jurgen von HAGEN, Does Inflation Targeting Matter?, **ZEI Working Paper**, No. B 01-2002
- OBSTFELD, Maurice and Kenneth ROGOFF, The Mirage of Fixed Exchange Rates **Journal of Economic Perspectives**, Volume 9, Number 4, Fall 1995, pp. 73-96
- OECD, Monetary Policies and Inflation Targeting in Emerging Economies, Luiz de Mello, (ed.) OECD, 2008,
- ORHAN, Osman Z. ve Seyfettin ERDOĞAN, **Para Politikası**, Ankara-2008

ORPHANIDES Athanasios, Monetary Policy Lessons from the Crisis, **Central Bank of Cyprus Working Paper** 2010-1, May 2010

ÖZATAY, Fatih and Güven SAK, Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis, **CBRT Discussion Paper**, 2003

ÖZATAY, Fatih, Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB, TEPAV Raporu, R201201, Ocak 2012

ÖZATAY, Fatih, The 1994 Currency Crisis in Turkey, **Yapı Kredi Discussion Paper Series** No. 99-01, January 1999

ÖZDEMİR, Metin, **Enflasyon Hedeflemesi Teorisi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi SBE), 2005

PARKIN, Michael, The Effects of Central Bank Independence and Inflation Targeting on Macroeconomic Performance: Evidence from Natural Experiments, **EPRI Working Paper Series**, May 2013,

PETURSSON, Thórarinn G., Does Inflation Targeting Lead To Excessive Exchange Rate Volatility?, **Central Bank of Iceland Working Paper**, No.43, October 2009

PETURSSON, Thórarinn G., Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy?, **Monetary Bulletin**, A Quarterly Publication of the Central Bank of Iceland, 2000/1

PETURSSON, Thórarinn G., Formulation of Inflation Targeting Around The World **Monetary Bulletin** 2004/1

PETURSSON, Thórarinn G., Inflation Control Around The World: Why Are Some Countries More Successful Than Others?, **Central Bank of Iceland Working Papers** No.42, 2009

PETURSSON, Thórarinn G., Inflation Targeting And Its Effects On Macroeconomic Performance, Vienna SUERF Studies: 2005/5

- PETURSSON, Thórarinn G., The Effects of Inflation Targeting On Macroeconomic Performance, **Central Bank of Iceland Working Papers** No.23, 2004
- PLESSIS, Stan Du and Malan RIETVELT, Should Inflation Targeting Be Abandoned in Favour Of Nominal Income Targeting? **Stellenbosch Economic Working Papers**: 12/13, July 2013
- PONTINES, Victor, The Nexus Between Inflation Targeting and Exchange Rate Volatility, **The South East Asian Central Banks (SEACEN) Staff Paper** No.84, 20011
- POOLE, William, Is Inflation too Low, **Cato Journal**, Vol. 18, No. 3, Winter 1999.
- QUISPE- ANGOLI, Myriam, Monetary Policy Alternatives for Latin America, **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Third Quarter, 2001, p
- RAGAN, Christopher, On the Believable Benefits of Low Inflation, **Bank of Canada Working Paper**, No.98-15, September 1998
- RAMEY, Valerie, How Important is The Credit Channel in The Transmission of Monetary Policy, **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy** 39, 1993, 1-45
- RICH, George, Swiss Monetary Targeting: 1974-1996 The Role of Internal Policy Analysis, **ECB Working Paper**, No.236, June 2003
- ROACHE, Shaun K., Inflation Persistence in Brazil - A Cross Country Comparison, **IMF Working Paper**, WP/14/55, 2014
- ROGER, Scott and Mark STONE, On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets, **IMF Working Paper**, WP/05/163, 2005
- ROGER, Scott, Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges, **IMF Working Paper**, WP/09/236, 2009

ROSE, Andrew K., A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed, **NBER Working Paper** No. 12711 November 2006

ROSSI, Marco and Alessandro Rebucci, Measuring Disinflation Creibility in Emerging Markets: A Bayesian Approach with an Application to Turkey, **IMF Working Paper** No. 208, November 2004

SAREL, Michael, Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth, **IMF Working Paper**, May 1995

SBORDONE, Argia M., Inflation Persistence: Alternative Interpretations and Policy Implications, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report no. 286 May 2007

SCHMID – HEBBEL, Klaus and Matías TAPIA, Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation – Targeting Countries, **Central Bank of Chile Working Papers** N° 166, 2002,

SCHMID, Peter, Monetary Targeting in Practice: The German Experience, **Center for Financial Studies Working Paper**, No:1999/03

SCHWARDS, Pedro, Juan CASTANEDA, David MAYES, Anne SIBERT and Geoffrey WOOD, Comparison of Monetary Policy Strategies of Major Central Banks, European Parliament, Policy Department Economic and Scientific Policy, Study 2008

SERDENGECİ, Süreyya, 72. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açıs Konusması, TCMB, Ankara, 01. 04. 2004

SERDENGECİ, Süreyya, 73. Hissedarlar Genel Kurulu Olagan Toplantısı Açıs Konusması, Ankara, 12. 04. 2005

SERDENGECİ, Süreyya, Düşen Enflasyon, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9bf7accf-a211-457e-92a6f8ed61ef2896/sunum29092004.pdf>, (Erişim: 20.11.2014)

SEREENGEÇTİ, Süreyya, Dolarizasyon/Ters Dolarizasyo, TCMB, Eskişehir, 3 Ekim 2005

SERPER, Özer “**İstatistik**”, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1980,

SERPER, Özer, **Uygulamalı İstatistik II**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2000

SHILLER, Robert J, Why Do People Dislike Inflation?, **Cowles Foundation Discussion Paper**, No.1115, 1996

SİKLOS, ‘Pierre L., Inflation-Target Design: Changing Inflation Performance and Persistence in Industrial Countries, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, March/April 1999,

SMETS, Frank, Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?, in Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges, **Sveriges Riksbank Economic Review**, 2013:3 Special Issue

SMETS, Frank, Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked’ 25 May 2013

STIGLITZ, Joseph E., The Failure of Inflation Targeting, **Project Syndicate**, May 2008

STIGLITZ, Joseph E., Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis, Remark at IMF Makro Conference: ‘**Monetary Policy in the Wake of the Crisis**’ Washington, DC, 2011

SÜSLÜ, Bora “**Türkiye’de Enflasyona Karşı İzlenecek Para Politikalarında Nominal Çapaların Olası Rolü**”. (Yayınlanmamış doktora tezi, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü), 2005,

SÜSLÜ, Bora, Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Altında Sosyal Refahtaki Değişim, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 13 (1) 2012, ss. 131-146

SVENSSON Lars E.O., Comment on Michael Woodford, Inflation Targeting and Financial Stability, **Sveriges Riksbank Economic Review** 2012:1

SVENSSON, Lars E. O., Inflation Targeting and Financial Stability, Policy Lecture at the CEPR/ESI 14th Annual Conference on **How Has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis?**, October 28–29, 2010 Central Bank of Turkey, Izmir

SVENSSON, Lars E. O., Differing Views on Monetary Policy, **Speech at SNS/SIFR Finanspanel**, Stockholm, 8 June 2012

SVENSSON, Lars E. O., Flexible Inflation Targeting –Lessons From The Financial Crisis, Speech at the workshop **Towards a New Framework for Monetary Policy? Lessons From The Crisis**, organized by the Netherlands Bank, Amsterdam, 21 September 2009

SVENSSON, Lars E. O., How Should Monetary Policy Conducted in an Era of Price Stability, in **New Challenges of Monetary Policy**

SVENSSON, Lars E. O., Inflation Targeting: Some Extensions, **NBER Working Papers** No.5962, 1997

SVENSSON, Lars E. O., Speech at the International Research Conference, **Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis**, Mumbai, 12 February 2010. BIS Review 16/2010

SVENSSON, Lars E.O, Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule, For Journal of Monetary Economics, December 1998

SVENSSON, Lars E.O., Asia's Role in the Post-Crisis Global Economy, **Asia Economic Policy Conference**, November 2011

SVENSSON, Lars E.O., Commentary on Laurence H. Meyer, Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review** 84(4), July, August 2004

SVENSSON, Lars E.O., Commentary: How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability? Conceptual Issues, in. **Achieving Price Stability**, A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31, 1996

- SVENSSON, Lars E.O., How Should the Eurosystem Reform its Monetary Strategy, February 2003, p.4, www.princeton.edu/Svensson, (erişim:20.03.2014)
- SVENSSON, Lars E.O., Inflation Forecasting Targeting: Implementing And Monitoring Inflation Targets, **NBER Working Papers** 5797, 1996
- SVENSSON, Lars E.O., Inflation Targeting and Leaning against the Wind, *International Journal of Central Banking*, Vol. 10 No. 2, June 2014
- SVENSSON, Lars E.O., Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule, **IIES Seminar Paper**, No.646, August 1998,
- SVENSSON, Lars E.O., Inflation Targeting, **NBER Working Paper** 16654, 2010
- SVENSSON, Lars E.O., Inflation Targeting: Should it be Modeled as an Instrument Rule or a Targeting, NBER Working Paper No. 8925, May 2002
- SVENSSON, Lars E.O., Monetary Policy and Real Stabilization, **NBER Working Paper** 9486 February 2003
- TAYLOR, John B., Discretion versus Policy Rules in Practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol.39, December 1993
- TAYLOR, John B., Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May/June 2010
- TAYLOR, John B., How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long Run Price Stability-Conceptual Issues, in. **Achieving Price Stability**
- TAYLOR, John B., The Inflation/Output Variability Trade-off Revisited, in Jeffrey Fuhrer (ed.), **Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers**, Federal Reserve Bank of Boston Conference, Vol. 38
- TAYLOR, John B., The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, **Journal of Economic Perspectives**, Volume 9, Number 4, Fall 1995

- TCMB, **2002 Yıllık Rapor**, Ankara, 2001, <http://www.tcmb.gov.tr>), (25.11.2014)
- TCMB, Hükümete Gönderilen Açık Mektup, Sayı:2008-24, 3 Haziran 2008, (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/DUY2008-24.pdf>), (25.12.2014)
- TCMB, **2004 Yıllık Rapor** , 2005, <http://www.tcmb.gov.tr>,
- TCMB, **2009 Yılında Para ve Kur Politikası**, 16 Aralık 2008, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Temel+Politika+Metinleri/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri>, (Erişim:15.12.2014)
- TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, Ankara: TCMB, 2006
- TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**, Aralık 2005
- TCMB, **1998 Yıllık Raporu** Ankara, 1999, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor>, (erişim: 10.12.2014),
- TCMB, **1999 Yıllık Rapor**, Ankara, 2000, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor>, (Erişim:11.11.2014)
- TCMB, **2001 Yıllık Rapor**,Ankara,2002,<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor>,(Erişim:25.11.2014)
- TCMB, 2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler, basın duyurusu, Sayı. 2002-1, 2 Ocak 2002
- TCMB, **2003 Yıllık Rapor**, Ankara, 2004, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Raporlar/Yillik+Rapor>, (Erişim: 23.01 2015)

TCMB, 2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi Hakkında Basın Duyurusu, Sayı: 2004-1, 2 Ocak 2004

TCMB, **2006 Yıllık Rapor**, Ankara, 2007

TCMB, **2007 Yılında Para ve Kur Politikası**, 13 Aralık 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Temel+Politika+Metinleri/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri>, (Erişim:23.12.2014)

TCMB, **2008 Yılında Para ve Kur Politikası**, Ankara, 18 Aralık 2007 <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Temel+Politika+Metinleri/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri>, (Erişim:12.12.2014)

TCMB, **Bülten**, Sayı:27, Eylül 2012

TCMB, **Ekonomik Görünüm**, Nisan 2005

TCMB, **Enflasyon Raporu 2006-I**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/enflasyon+raporu>, (Erişim:12.12.2014),

TCMB, **Enflasyon Raporu 2008-I**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istokrari/enflasyon+raporu>, (Erişim: 10.01.2015),

TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-I**, (<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasifiyat+istokrari/enflasyon+raporu>, (Erişim:22.01.2015),

TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-II**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istokrari/enflasyon+raporu> (Erişim:23.01.2015)

- TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-IV**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/enflasyon+raporu>, (Erişim:25.01.2015)
- TCMB, **Enflasyon Raporu 2012-I**, (<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/enflasyon+raporu>), (Erişim:27.01.2015)
- TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-III**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/enflasyon+raporu>, (Erişim:25.01.2015)
- TCMB, **Finansal İstikrar Raporu Sayı: 2**, Haziran 2006 <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Finansal+Istikrar+Raporu>, (erişim: 19.02.2015)
- TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Kasım 2012, Sayı:15, (<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Finansal+Istikrar+Raporu>), (Erişim:15.02.2015)
- TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı: 3, Aralık 2006 <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Finansal+Istikrar+Raporu>, (erişim: 20.03.2015)
- TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, Mayıs 2002
- TCMB, **Merkez Bankası Bağımsızlığı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Bağımsızlık**, 2012
- TCMB, **Merkez Bankası ve İletişim, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda İletişim Politikalarının Gelişimi**, 2011, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6ab6d48e-5c4b-4725-a26b4671d9dd7a67/11-4.pdf?MOD=AJPERES>, (erişim: 12.02.2014)
- TCMB, **Para Politikası Raporu**, Kasım 2001, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor>, (erişim:23.05.2014)

TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, Ankara, 2013, [www. tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), (Erişim:01.02.2015),

TCMB, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Çıkış Stratejisine İlişkin Basın Duyurusu, Sayı:2010-19, 14 Nisan 2010

TCMB, Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcmconnect/9d16883c-c298-48638992e6054973ce6b/program.pdf?MOD= AJPERES](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcmconnect/9d16883c-c298-48638992e6054973ce6b/program.pdf?MOD=AJPERES), (erişim: 11.11.2014)

TCMB, **Yıllık Rapor 2005**, Ankara, 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcmconnect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor>, (Erişim:29.11.2014),

TCMB, **Yıllık Rapor 2010**, Ankara,2011,<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcmconnect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor>,(Erişim: 23.01.2014)

TCMB, **Enflasyon ve Fiyat İstikrarı**, 2013, <http://www.tcmb.gov.tr>, (erişim: 10.10.2014),

THORNTON, Daniel L., The Dual Mandate: Has the Fed Changed Its Objective?, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, March/April 2012, 94(2),

TULADHAR, Anita, Governance Structures and Decision-Making Roles in Inflation Targeting Central Banks, **IMF Working Paper**, WP/05/183, 2005,

TUSİAD, **1995 Yılına Girerken Türk Ekonomisi**, Yayın No: TUSİAD-T/95, Ocak 1995

TUSİAD, **2006 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi: İstikrardan Sürdürülebilir Büyümeye**, Yayın No.TUSİAD-T/2005-12-414, Aralık 2005

TUSİAD, **Türkiye Ekonomisi 2003**, Yayın No.TUSİAD-T/2003-12-371, Aralık 2003

TUSİAD, **Türkiye Ekonomisi 2004**, Yayın No.TUSİAD-T/2004-12-384, Aralık 2004

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun,
Kanun No.4651

UNCTAD, İstikrar Politikaları ve Türkiye, 2001, <http://www.bbc.co.uk/turkish/unctad.shtml>, (Erişim:15.11.2014)

UYGUR, Ercan, Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Subat Krizleri, **TEK Tartışma Metni**, No.2001/1, Nisan 2001

ÜNALMIŞ, Deren ve İbrahim ÜNALMIŞ, Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı:2015-01/02 Şubat 2015

ÜNSAL, Erdal M., **Makroiktisat**, İmaj Yayıncılık Ankara-2011

VELASCO, Andrés, Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?, **G-24 Discussion Paper** No. 5 June 2000

VINALS, Jose, Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment, in. **Why Price Stability**, First ECB Central Banking Conference, ECB, November 2001

WALSH, Carl E., Inflation Targeting: What Have We Learned?, **International Finance** 12:2, 2009

WALSH, Carl E., Transparency, Flexibility, and Inflation Targeting, in. Frederic Mishkin and Klaus Schmidt-Hebbel(Eds), **Monetary Policy under Inflation Targeting**, Central Bank of Chile 2007,

WOODFORD, Michael, Inflation Targeting and Financial Stability, **NBER Working Paper** No. 17967, April 2012,

WU, Thomas Y., Does Inflation Targeting Reduce Inflation? An Analysis for the OECD Industrial Countries, **Banco Central do Brasil Working Paper Series** No.83, 2004

WYPLOSZ, Charles, Do We Know How Low Should Inflation Be?, in **Why Price Stability**. First ECB Central Banking Conference, 2-3 November 2000

YILMAZ, Durmuş, 77. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması, TCMB, 14 Nisan 2009, Ankara

YILMAZ, Durmuş, Bakanlar Kurulu Sunumu, TCMB,12 Kasım 2007, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/baskanin+konusmalari>, (Erişim:05.12.2014)

YILMAZ, Durmuş, Küresel Kriz ve Ekonomik Yönetişim, TCMB, Malatya, 15 Nisan 2010

YILMAZ, Durmuş, Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları, TCMB, İstanbul, 4 Mart 2009

YILMAZ, Durmuş, Küresel Zorluklar Karşısında Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği, TCMB, İstanbul 25 Haziran 2008

YILMAZ, Kamil; O.Cevdet AKÇAY ve C.Emre ALPER, **Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri: Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi**, TÜSİAD Yayın No.2002-12/341, 2002

YURDAKUL, Funda, Yapısal Kırımların Varlığı Durumunda Geliştirilen Birim-Kök Testleri, **G.Ü.İ.İ.BF. Dergisi**, 2/2000