

TC
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT TEORİSİ ANABİLİMDALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE
TÜRKİYE DENEYİMİ

Hülya Deniz
2501050350

Tez Danışmanı: Prof. Dr. KAYA ARDIÇ

İstanbul 2008

ÖZ

Bu çalışmanın amacı fiyat istikrarına ulaşmak adına TCMB' nin 2006 yılından bu yana açık bir şekilde uygulamaya başladığı, enflasyon hedeflemesi adını taşıyan para politikasını teorik ve pratik olarak değerlendirmektir. Ayrıca fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda Merkez Bankasının bugüne kadar uygulamış olduğu diğer para politikası stratejileri ile enflasyon hedeflemesi karşılaştırılmıştır. Parasal büyüklükler ile fiyat düzeyi ilişkisinin gelişen finansal enstrümanlar nedeni ile zayıflaması ve spekülasyon atakları nedeni ile ortaya çıkan döviz krizlerinin ahlaki tehlike ve ters seçim nedenleri ile birlikte likidite krizlerine de yol açarak ikiz kriz olgusuna zemin hazırlaması sonrası dünyada pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin uygulamaya başladığı enflasyon hedeflemesi stratejisinin, enflasyonu kontrol altına almaya uygun olup olmayacağı tartışılmıştır.

ABSTRACT

The main goal of the this study is to evaluate monetary policy named for inflation targeting which CBRT has been implementing explicitly in order to reach and maintain price stability since 2006, both theoretically and practically. On the other hand, inflation targeting was compared with previous monetary policies that has been implemented by CBRT for this purpose up to now. Because the relationship between monetary aggregates and price level is getting weaker due to new financial instruments and after that of occurring of balance of payment crises due to speculative attacks with moral hazards and adverse selection lead to liquidity crises, It was discussed that whether inflation targeting implemented by both many developed and developing countries is suitable or not for controlling inflation.

ÖNSÖZ

Bu çalışmada para politikasında yeni bir uygulama olan enflasyon hedeflemesi tartışmalarının Türkiye için uygunlaşabilirliğinden ziyade Türkiye deneyiminin ne şekilde sonuçlanmaya başladığının üzerinde durulmuştur. Enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli önkoşulları yerine getiren bir merkez bankasının fiyat istikrarına ulaşmak için yeterli olup olmadığı ortaya çıkmaktadır.

1970' li yıllarda başlayan ve kontrolsüz enflasyonun sürdürülemez seviyelere ulaşması ile farklı politikalar deneyen ve hepsinde tatmin edici bir neticeye ulaşamayan Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası için enflasyon hedeflemesi enflasyon sorununda istenilen sonuca ulaşmada etkin olup olmadığı tartışılmıştır. Bu nedenle çalışmanın ilk bölümünde enflasyonun neden arzu edilmeyen bir durum olduğu üzerinde durulmuş ve enflasyon hedeflemesi öncesinde geleneksel olarak uygulanan nominal çapalara yer verilmiştir. İkinci bölümde enflasyon hedeflemesi kavramı, teorisi ve teknik çerçevesi ayrıntılı olarak incelenmiştir. Üçüncü bölümde Türkiye' tarihi boyunca fiyat hareketlerinin gelişimi ve enflasyon hedeflemesi öncesi uygulanan politikalara yer verilmiştir. Dördüncü bölümde ise Türkiye' nin enflasyon hedeflemesi deneyimi üzerinde durulmuştur. Amprik çalışmada ise kısa süreli faiz oranlarını etkileyen değişkenler üzerine amprik çalışma ilave edilmiştir.

Tezin hazırlanmasında desteklerini ve fikirlerini benden esirgemeyen başta danışmanım Prof. Dr. Kaya Ardıç' a, profesör-asistan, usta- çırak ilişkisinin çok üzerinde yalnızca akademik hayata değil yaşam, doğruluk ve dürüstlük adına her yönü ile hayatımın pek çok alanında hocam olan Prof. Dr. Zafer TUNCA' ya, tez süresi içersinde desteğini hiç eksik etmeyen çalışma arkadaşım sevgili Nurtaç YILDIRIM'A, amprik çalışmalarında vakitlerini bana ayıran hocam Doç Dr. Gökhan KARABULUT ve Şeref BOZOKLU' ya ve hayatımın her döneminde sevgilerini ve fedakarlıklarını sürekli hissettiğim " AİLEME" teşekkürlerimi sunuyorum.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZ	
(ABSTRACT).....	iii
ÖNSÖZ.....	iv
İÇİNDEKİLER.....	v
TABLOLAR LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR.....	xii
GİRİŞ.....	1

I.BÖLÜM

FİYAT İSTİKRARININ PARA POLİTİKASININ ÖNCELİKLİ AMACI OLARAK ORTAYA ÇIKMASI VE GELENEKSEL İSTİKRAR POLİTİKALARI

1.1. FİYAT İSTİKRARININ PARA POLİTİKASININ ÖNCELİKLİ AMACI OLMASINA YOL AÇAN ETMENLERİ.....	5
1.1.1. PARA POLİTİKASININ RÖLÜ VE PARA POLİTİKASI ETKİLERİNİN DEĞİŞKEN VE GECİKMELİ OLMASI.....	6
1.1.2. ENFLASYONLA İŞSİZLİK ARASINDA ÖDÜNLEŞMENİN ORTADAN KALKMASI.....	10
1.1.3. ZAMAN BOYUTUNDA TUTARSIZLIK SORUNU.....	16
1.1.4. ENFLASYONUN MALİYETLERİ.....	18
1.1.4.1. BEKLENEN ENFLASYONUN MALİYETLERİ.....	18
1.1.4.2. BEKLENMEYEN ENFLASYONUN MALİYETLERİ.....	22
1.2. FİYAT İSTİKRARINA ULAŞMADA GELENEKSEL PARA POLİTİKALARI.....	27
1.2.1. DÖVİZ KURUNA DAYALI PARA POLİTİKASI.....	28
1.2.1.1. TEMEL ÖZELLİKLERİ.....	29
1.2.1.2. YARARLARI.....	30
1.2.1.2.1. YATIRIMLARI VE TİCARETEİ ARTIRMASI.....	31
1.2.1.2.2. ENFLASYON BEKLENTİLERİNİ DÜŞÜRMEİ.....	31
1.2.1.2.3. ZAMAN TUTARSIZLIĞI SORUNUNU.....	32
ZAYIFLATMASI	

1.2.1.2.4 .KOLAY ANLAŞILIR OLMASI.....	33
1.2.1.3. SAKINÇALARI.....	33
1.2.1.3.1. BAĞIMSIZ PARA POLİTİKASININ UYGULANAMAMASI.....	34
1.2.1.3.2. ŞOK TRANSFERİ.....	34
1.2.1.3.3. SPEKÜLATİF ATAKLAR.....	35
1.2.1.3.4. ZAYIFLAYAN SORUMLULUK.....	37
1.2.1.3.5. FİNANSAL KIRILGANLIK.....	38
1.2.2. PARASAL BÜYÜKLÜĞE DAYALI PARA POLİTİKASI.....	39
1.2.2.1. TEMEL ÖZELLİKLERİ.....	40
1.2.2.2. YARARLARI.....	42
1.2.2.2.1. BAĞIMSIZ PARA POLİTİKASININ UYGULANABİLMESİ.....	42
1.2.2.2.2. ŞEFFAFLIK VE HESAP VEREBİLİRLİĞİN ARTMASI.....	43
1.2.2.3. SAKINÇALARI.....	44
1.2.2.3.1. NİHAİ HEDEF İLE ARAÇ DEĞİŞKEN ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ZAYIFLAMASI.....	44
1.2.2.3.2. EKONOMİK AKTİVİTEYİ DÜŞÜRMESESİ.....	46

II. BÖLÜM

PARA POLİTİKASINDA YENİ BİR STRATEJİ: ENFLASYON HEDEFLEMESİ

2.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ.....	48
2.2. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN TEORİK TEMELİ: YENİ NEO-KLASİK SENTEZ.....	58
2.3. ENFLASYON HEDEFLEMESİNDE ÖNKOŞULLAR.....	67
2.3.1. FİYAT İSTİKRARININ ÖNCELİKLİ AMAÇ OLMASI.....	67
2.3.2. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI.....	69
2.3.2.1. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞININ TEORİK ÇERÇEVESİ.....	73
2.3.2.1.1. MUHAFAZAKAR MERKEZ BANKASI MODELİ.....	73
2.3.2.1.2. ASİL- VEKİL YAKLAŞIMI.....	76
2.3.2.2. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞININ ÖLÇÜLMESİ.....	77
2.3.2.3. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞININ EKONOMİK ETKİLERİ.....	82
2.3.3. MALİ BASKINLIĞIN OLMAMASI.....	83
2.3.4. ŞEFFAFLIK VE HESAP VEREBİLİRLİK.....	88
2.4. ENFLASYON HEDEFİNİN TEKNİK ÇERÇEVESİ.....	92
2.4.1. ENFLASYON HEDEFİ- FİYAT DÜZEYİ HEDEFİ AYRIMI.....	93
2.4.2. ENFLASYON HEDEFİNİN BELİRLENMESİ.....	96
2.4.3. FİYAT ENDEKSİNİN SEÇİMİ.....	98
2.4.4. HEDEFİN TANIMI.....	100

2.4.5. ZAMAN ARALIĞI.....	101
2.5. ENFLASYON HEDEFİNİN FAYDALARI.....	103
2.5.1. YURTİÇİ EKONOMİK KOŞULLARA UYUMU VE DOLAŞIM HIZI KAYNAKLI SORUNLARDAN UZAKLIĞI.....	103
2.5.2. ŞEFFAFLIK VE HESAP VEREBİLİRLİĞİN ARTMASI.....	104
2.5.3. ARA HEDEF NİHAİ HEDEF ÖZDEŞLİĞİ.....	104
2.6. ENFLASYON HEDEFİNİN SAKINCALARI.....	105
2.6.1. PARA POLİTİKASI ETKİLERİNİN BELİRSİZLİĞİ.....	105
2.6.2. ÜRETİM DALGALANMALARINA NEDEN OLMASI.....	107

BÖLÜM III

TÜRKİYE’ DE ENFLASYON GELİŞMELERİ VE GELENEKSEL POLİTİKA DENEYİMLERİ

3.1. 1980 ÖNCESİ DÖNEM.....	111
3.1.1. 1923-1946 DÖNEMİ.....	111
3.1.2. 1946- 1970 DÖNEMİ.....	114
3.1.3 1970-1980 DÖNEMİ.....	117
3.2. 1980 SONRASI DÖNEM.....	121
3.2.1. 1980- 1986 DÖNEMİ.....	122
3.2.2. 1986- 1990 DÖNEMİ.....	126
3.2.3. 1990- 1994 DÖNEMİ.....	127
3.2.4. 1994- 1999 DÖNEMİ.....	131
3.2.5. 1999- 2001 DÖNEMİ.....	132
3.2.5.1. ENFLASYONU DÜŞÜRME PROGRAMI.....	133
3.2.5.2. KASIM 2000 LİKİDİTEKRİZİ.....	136
3.2.5.3. ŞUBAT 2001 KRİZİ.....	141

BÖLÜM IV

TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİ

4.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİNİN UYGULANABİLİRLİĞİNE İLİŞKİN ESASLAR.....	149
4.1.1. FİYAT İSTİKRARININ ÖNCELİKLİ AMAÇ OLMASI.....	149
4.1.2. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI.....	150
4.1.3. MALİ BASKINLIĞIN OLMAMASI.....	156
4.1.4. ŞEFFAFLIK VE HESAP VEREBİLİRLİK.....	161
4.2. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN TEKNİK ÇERÇEVESİ.....	164
4.2.1. ENFLASYON HEDEFİNİN BELİRLENMESİ.....	153
4.2.2. ENDEKS SEÇİMİ.....	167
4.2.3. HEDEFİN TANIMI.....	169
4.3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİ.....	171
4.3.1. AÇIK ENFLASYON HEDEFLEMESİNE GEÇİŞ SÜRECİ.....	171
4.3.2. ÖRTÜK ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİ.....	175
4.3.3. AÇIK ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİ.....	187

4.4. TÜRKiYE’ DE FAİZ ORANI DEĞİŞİMLERİNİN AMPRİK SINAMASI...202

SONUÇ.....209

KAYNAKÇA.....215

EKLER.....230

TABLO LİSTESİ

<u>TABLolar</u>	<u>Sayfa</u>
Tablo 1. 2001 Aralık Enflasyon Hedefinin Duyurulması.....	88
Tablo 2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Kullanılan İletişim Araçları.....	92
Tablo 3. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Fedakârlık Hadleri.....	108
Tablo 4. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan ve Uygulamayan Ülkelerde Fedakârlık Hadleri.....	109
Tablo 5. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Politika Öncesi Ve Sonrası Fedakârlık Hadlerinin Uygulamayan Ülkelerle Karşılaştırılması.....	110
Tablo 6. Para Arzındaki Genişleme.....	119
Tablo 7. Para Arzındaki Yıllık Ortalama Artış Oranları %.....	119
Tablo 8. Kesimlere Göre Merkez Bankası Kredileri 1965-1978.....	119
Tablo 9. 1987 Yılları Arasında Enflasyon Göstergeleri (TÜFE).....	124
Tablo 10. 1980- 1987 Konsolide Bütçe Dengesi (Cari Fiyatlarla Milyar TL).....	125
Tablo 11. 1992 İlk Yarıyı Parasal Hedef ve Gerçekleşmeler.....	128
Tablo 12: 1990- 1994 Makroekonomik Büyüklükler.....	130
Tablo 13. 1999- 2004 Ödemeler Dengesi (Milyon Dolar).....	137
Tablo 14. Vadeye Göre Dış Borç Dağılımı ve Dış Borç/ GSMH.....	138
Tablo 15. Repo Piyasası Gecelik Faizler.....	139
Tablo 16. TCMB'nin Haftalık Döviz Rezervi I.....	141
Tablo 17. TCMB'nin Haftalık Döviz Rezervi Düzeyi II.....	142
Tablo 18. Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (Cari Fiyatlarla Milyar TL).....	144
Tablo 19. Türkiye'de Sermaye Akımları: 1982-1994(Milyon Dolar).....	146
Tablo 20. Enflasyon ve Büyüme.....	147
Tablo 21. Merkez Başkanları Değişim Oranları (1950- 1989).....	152
Tablo 22. TCMB Başkanları- Hükümetlerin Görev Süreleri.....	155

Tablo 23. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği ve Borç Stoku.....	157
Tablo 24. Enflasyon Hedefleri ve Enflasyon Oranları.....	164
Tablo 25. Ülkelere Göre Endeks Seçimi.....	167
Tablo 26. Ülkelere göre Hedef Tanımları.....	168
Tablo 27. Türkiye’ de Hedefin Tanımı ve Hedefle Uyumlu Patika.....	169
Tablo 28. 2006 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Gerçekleşmeler....	187
Tablo 29. 2006-2007 TÜFE Göstergesi.....	187
Tablo 30. 2007 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası.....	195
Tablo 31. ADF İstatistikleri.....	208
Tablo 32: Kointegrasyon Vektör Sayısı Testi: Traces İstatistiği.....	209
Tablo 33: Kointegrasyon Vektör Sayısı Testi: Maximum Eigen İstatistiği.....	209
Tablo: 34: Gecikme Uzunluğu	209
Tablo: 35 Normallik Testi.....	210
Tablo:36 White Heteroskedasticity (Değişen Varyans Testi).....	210
Tablo:37 LM Testi (Ardışık Bağımlılık Testi).....	211

ŞEKİLLER LİSTESİ

ŞEKİLLER

Sayfa

Şekil 1. Çeşitli Enflasyon Endeskleri.....	98
Şekil 2. Merkez Bankalarının Bağımsızlık Tanımları.....	151
Şekil 3. 2006 –I TÜFE Alt Kalem Değişimleri.....	188
Şekil 4. 2006-II TÜFE Alt Kalem Değişimleri.....	189
Şekil 5. 2006-III TÜFE Alt Kalem Değişimleri.....	191
Şekil 6. 2006- IV TÜFE Alt Kalem Değişimleri.....	192
Şekil 7. 2006 Yıllık TÜFE Alt Kalem Değişimleri.....	193
Şekil 8. 2007-I TÜFE Alt Kalem Değişimleri.....	195
Şekil 9. 2007-II TÜFE Alt Kalem Değişimleri.....	196
Şekil 10. 2007-III Tüfe Alt Kalem Değişiklikleri.....	197
Şekil 11. 2007-IV TÜFE Alt Kalem Fiyat Artışları.....	199
Şekil 12. 2007 Yıllık TÜFE Artışları.....	200

KISALTMALAR

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

NAIRU: Non Accelerated of Inflation Rate of Unemployment

ECB: European Central Bank

ERM: European Rate of Exchange

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

GSYH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

IMF: International Monetary Fund

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KDV: Katma Değer Vergisi

KİT: Kamu İktisadi Teşebbüsleri

KKA: Kamu Kesimi Açığı

KKBG: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği

OECD: Organization for Economic Co-Operation and Development

ÖKTG: Özel Kapsamlı Tüfe Göstergeleri

TCMB: Türkiye Büyük Millet Meclisi

TEFE: Toptan Eşya Fiyat Endeksi

TL: Türk Lirası

TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu

TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi

ÜFE: Üretici Fiyat Endeksi

YTL: Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

Keynesyen devrimin altın yıllarının yaşandığı 1950- 1960' lı yıllar iktisat politikasının yegâne amacının toplam talebi artırmak olduğu ve bu amaçla işsizliği düşürecek maliye politikalarının desteklendiği yıllardı. Klasik İktisatçıların tersine, işsizlik ve enflasyon arasında bir ödünleşmenin ortaya çıkması ile kuvvetlenen Keynesyen görüşe göre, toplam talep açığının mevcut olduğu bir ortamda miktar teorisi gerçekleşmemekte böylece para arzındaki bir artış fiyatlara yansımamaktadır. Bu nedenle söz konusu yıllar denk bütçe uygulamasının öneminin ikincil olduğu, aktivist politikaların öne çıktığı yıllardır.

Ancak 1970'li yıllardan sonra ortaya çıkan gelişmeler sonrasında iktisat politikalarının yegâne amacı, işsizliği düşük tutarak toplam talebi artırmaktan çıkmış ve sürdürülebilir bir büyüme ortamına kavuşmak olmuştur. Söz konusu yıllarda yaşanan deneyimler ile Keynesyen doktrin temelinde uygulanan aktivist politikaların uzun dönemde sadece fiyatlar genel düzeyinde olumsuz etkilere neden olması, reel değişkenler üzerindeki olumlu etkisinin kısa sürmesi ve uzun dönemde kaybolması sonucu politika oluşturma ve uygulama mantığını kökten değiştirmiştir. Artık fiyat istikrarına ulaşmak işsizlik hedefinin önüne geçmiştir.

Sürdürülebilir bir büyüme düzeyine ulaşmak için öncelikli olarak fiyat istikrarına kavuşulması gerekliliği sonucu ihtiyari ve kurala bağlı politika etkinliği tartışılmaya başlanmıştır. Bu çerçevede uygulanan politikaların başarıya ulaşması için güvenilirlik olgusu kendini göstermiştir. Güvenirliliği sağlamak için de iktisadi ajanlar tarafından kolayca gözlemlenecek bir değişken nominal çapa olarak belirlenmiş, politikalar bu yönde oluşturulmaya başlanmıştır.

Genel olarak dünyada uygulama alanı bulan üç nominal çapa bulunsa da teoride bu sayı beşe yükselmektedir: Parasal Büyüklükler, Döviz Kuru, Faiz Oranı, GSYİH ve Enflasyon Oranıdır. Bunlardan parasal büyüklükler ve döviz kuru çapaları

fiyat istikrarı programlarında geleneksel olarak uygulanan çapalardır. 1990' lı yılların başından bu yana, gittikçe daha fazla sayıda uygulanan çapa ise enflasyon oranıdır.

Dünyada ilk defa, 1990 yılında Yeni Zelanda enflasyonun kendisini nominal çapa olarak kullanan ve enflasyon hedeflemesi adı verilen bir para politikasını uygulamaya başlamıştır. Yeni Zelanda'yı Kanada, İngiltere, İspanya gibi gelişmiş ülkelerin yanında, Brezilya, Polonya, Şili, Meksika ve İsrail gibi gelişmekte olan ülkelerde izlemiştir. Bugün itibariyle enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçen son ülke Türkiye' dir. Çalışmamızın amacı Türkiye' de bugüne kadar uygulanan fiyat istikrarı deneyimleri arasında enflasyon hedeflemesini karşılaştırmalı olarak analiz etmektir. Bu amaca yönelik olarak çalışmamız dört bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde fiyat istikrarının para politikasının öncelikli amacı olmasına yol açan iktisadi yazındaki gelişmelere ve bu amaçla uygulanan geleneksel nominal çapalara yer verilmiştir. Öncelikle para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin değişken ve gecikmeli olması üzerinde durulmuştur. Daha sonra uzun dönemde enflasyon ve çıktı arasındaki ilişki Philips eğrisi yaklaşımı ve NAIRU kavramları ile incelenmiştir. Bu bağlamda uzun dönemde işsizlik ve enflasyon arasında bir ödünleşmenin var olmadığı tartışmasına yer verilmiştir.. Ardından zaman boyutunda tutarsızlık sorunu açıklanmaya çalışılmış ve neden politika uygulama sürecince güvenilirliğin hayati olduğu ifade edilmiştir. Son olarak enflasyonun maliyetleri, beklenen ve beklenmeyen enflasyon olarak ikiye ayrılarak incelenmiştir.

Birinci bölümün ikinci kısmında ise parasal büyüklüğe dayalı ve döviz kuruna dayalı geleneksel istikrar programları açıklanmaya çalışılmıştır. Burada her iki programında temel özelliklerine, faydalarına, sakıncalarına ve birbirilerine karşı üstünlüklerine karşılaştırılmalı olarak yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise para politikasında yeni bir strateji olarak ifade edilen enflasyon hedeflemesi açıklanmaya çalışılmıştır. Merkez Bankasının

sayısal bir enflasyon hedefi belirleyip, bu hedefi kamuoyu ile paylaştıktan sonra ekonomi ile ilgili elindeki tüm bilgi setindeki gelişmeleri göz önüne alarak, para politikası aracını sadece bu hedefe ulaşmak doğrultusunda kullanması özgürlüğü olarak adlandırılan enflasyon hedeflemesinin öncelikle teorik temeli açıklanmaya çalışılmıştır. Yeni Neo-Klasik Sentez çerçevesinde açıklanan teori sonrasında, enflasyon hedeflemesi politikasının ön koşulları fiyat istikrarı hedefi, Merkez Bankası bağımsızlığı, mali baskınlığın olmaması, şeffaflık ve hesap verebilirlik başlıkları altında incelenmiştir. Daha sonra enflasyon hedeflemesinin teknik şartlarına geçilerek enflasyon hedeflemesi- fiyat düzeyi hedeflemesi ayırımına gidilmiştir. Son olarak, enflasyon göstergesinin seçimi, hedefin tanımı, zaman aralığı ve hedefin belirlenmesi konuları açıklanmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise Türkiye İktisat Tarihi'nde enflasyon gelişmeleri analiz edilmiştir. Söz konusu analiz dönemi 1980 öncesi ve 1980 sonrası olarak 2 ye ayrılmış, daha sonra 80 öncesi ve 80 sonrası dönemler de kendi içinde gruptandırılmıştır. Fiyat istikrarına ulaşmak adına uygulanan politikalara 1986 yılında başladığı için politik deneyimler 1980 sonrası dönem içinde incelenilmiştir. Cumhuriyetin ilk yıllarında prestij göstergesi olan fiyat istikrarı büyük ölçüde sağlanmış, ancak bu dönemde mal kıtlıklarının yaşandığı hayat pahalılığı var olmuştur. Enflasyonun endişe verdiği dönem 1970li yılların sonlarında başlamıştır. Bu dönemde sonrasında merkez bankası kaynaklarına başvurmak ile enflasyon artışları paralellik göstermiş, 1983 yılı sonrasında gevşetilen maliye ve para politikaları sonucu Merkez Bankasının hazineye verdiği avans miktarı arttığı gibi borçlanma düzeyi de oldukça yüksek seviyelere ulaşmıştır. Böylelikle mali baskınlığın yüksek olması bu dönemde uygulanan parasal hedefleme politikalarının başarısızlık nedeni olmuştur. 2000 yılında uygulanan döviz kuruna dayalı istikrar programını ise terk etmek zorunda kalmak, enflasyon hedeflemesine giden yolda yeniden parasal hedefleme programına ihtiyaç duyurmuştur.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise tezin sınıflandırma yapısı ile örtüşmesi adına enflasyon hedeflemesi deneyimi ayrı bir bölüm altında incelenmiştir. Çünkü

enflasyon hedeflemesinin teorik kısmı da birinci bölümden bağımsız ayrı bir bölüm altında incelenmişti. Öncelikle açık enflasyon hedeflemesine geçiş süreci IMF' ye gönderilen niyet mektuplarına yer verilmiş enflasyon hedeflemesi deneyimi ise örtük enflasyon hedeflemesi ve açık enflasyon hedeflemesi olarak iki başlık altında incelenmiştir.

I.BÖLÜM

FİYAT İSTİKRARININ PARA POLİTİKASININ ÖNCELİKLİ AMACI OLARAK ORTAYA ÇIKMASI VE GELENEKSEL İSTİKRAR POLİTİKALARI

1.1. FİYAT İSTİKRARININ PARA POLİTİKASININ ÖNCELİKLİ AMACI OLMASINA YOL AÇAN ETMENLER

Sağlıklı bir ekonomi için amaç, düşük ve istikrarlı bir enflasyon düzeyi, enflasyonu arttırmayacak işsizlik oranı ve üretim düzeyini potansiyel seviyede tutmaktır. Ancak fiyat istikrarı sağlanmadan, istihdam düzeyinin ya da büyümenin sürdürülebilir bir şekilde gelişme göstermeyeceği düşüncesi ağırlık kazandıkça, bu amaca yönelik çalışmalarda neden karar alıcıların bu denli çaba içine girdikleri daha iyi anlaşılmaktadır.

Merkez bankasının fiyat istikrarı hedefini işsizlik ve büyüme hedeflerinin üzerinde tutması, hem parasal ekonomide teorik gelişmelerin yaşanması hem de enflasyonla ilgili tecrübelerin kazanılması sebebiyledir. Böylelikle teori ve pratiklerden elde edilen sonuçlar sonrasında merkez bankası için fiyat istikrarı hedefi öncelikli hale gelmiştir.¹

1970'lerin başlarında yaşanan stagflasyon, büyük buhran sonrasında oluşan görüş birliğine karşı şüpheli yaklaşımların yoğun eleştirilerine fırsat vermiştir. 70'lerin sonlarına kadar izlenen aktivist para politikaları istenilen sonuca ulaşmada yetersiz kalmakla birlikte, uzun dönemde reel değişkenleri etkilemeyip enflasyonu arttırmaktan öte bir etkiye sahip olamaması nedeniyle enflasyon ve işsizlik

¹ Marvin Goodfriend, "Maintaining Low Inflation: Rationale and Reality, Inflation Targeting in Practise", International Monetary Fund, Washington, 2000, p.8

hedeflerinde dengenin işsizlik önceliğinden uzaklaşarak enflasyon lehine değişmesine sebebiyet vermiştir.²

Bir ülkenin para stratejisini doğrudan enflasyon hedeflemesi etrafında düzenleme kararı para politikasının neleri yapabileceği ya da neleri yapamayacağı ile ilgili çeşitli iktisadi argümanlara dayanmaktadır. Yirmi yılı aşkın süredir üretimi arttırmak ve işsizliği sürdürülebilir düzeyin altına düşürmek amacıyla ortaya çıkan aktivist para politikalarının, işsizlikte kalıcı bir düşme, üretimde ise kalıcı bir artış yerine sadece enflasyon düzeyinde artışa neden olduğuna dair iktisadi alanda görüş birliği oluşmakta ve böylelikle fiyat istikrarı taahhüdü para politikasının öncelikli amacı olarak dünya çapında yayılmaktadır.³

Fiyat istikrarının para politikasında öncelikli amaç olarak ortaya çıkmasının altında dört temel teorik gelişme bulunmaktadır. Bu gelişmeler; para politikası etkilerinin değişken olması ve bu etkilerin gecikmelerle ortaya çıkması, uzun dönemde enflasyon ve işsizlik arasında çelişkili tercihin ortadan kaybolması, zaman boyutunda tutarsızlık problemi ve nihayet enflasyonun ekonomik maliyetleridir.

1.1.1 PARA POLİTİKASININ RÖLÜ VE PARA POLİTİKASI ETKİLERİNİN DEĞİŞKEN VE GECİKMELİ OLMASI

Ekonomik istikrar programını yürütürken iki farklı gecikmeyi birbirinden ayırmak gerekmektedir. Bunlardan ilki iç gecikme (inside lag) diğeri ise dış gecikmedir (outside lag). İç gecikme ekonomide bir şokun oluşması ile politikacıların söz konusu şokun farkına varmaları ve uygun politika ile şoka müdahale etmeleri arasında kalan zaman iken, dış gecikme politikanın uygulanmaya başlaması ile söz konusu politikanın ekonomi üzerindeki etkilerinin oluşmaya başladığı zaman arasında kalan dönemi ifade etmektedir. Bu gecikmeler politikaların

² N. Gregory Mankiw, “ A Quick Refresher Course in Macroeconomics”, **Journal of Economic Literature**, Vol. 28, No. 4, December 1990, p. 1647

³ Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen, “Inflation Targeting: Lessons From Four Countries”, **NBER Working Paper Series**, No. 6126, 1997, s.2

harcama, gelir ve istihdam düzeyini anında etkilemediklerinden dolayı ortaya çıkmaktadır. Maliye politikaları uzun iç gecikmelere sahip iken para politikaları aktarım mekanizmaları nedeni ile dış gecikmelere sahiptir.⁴

Para ve maliye politikalarının etkilerinin uzun ve değişken gecikmelere sahip olması nedeni ile aktivist politikalar amacından uzaklaşarak ekonomiyi daha da istikrarsızlaştırabilmektedirler.

Aktivist para politikaları ile reel değişkenlerin uzun dönemde doğal oranlarından farklı bir noktaya çekilemeyeceği görüşü Milton Friedman (monetarist akım) ile başlamıştır.

Monetaristlere göre istikrar politikalarının ekonomide istikrar sağlamada başarılı olmaları, uygulanan bir politikanın etkisinin tam arzulananda gerçekleşmesine bağlıdır. Buna göre başlıca iki nedenden dolayı istikrar politikaları tam bir zamanlamayı başaramamaktadır. Bu nedenlerden ilki, bugün uygulanan bir istikrar politikasının ekonomiyi bugün etkilemeyip belirli bir gecikmeyle gelecek bir zamanda etkilemesidir. Bu gecikme süresi uzun süreli olabildiği gibi değişken bir karakter de taşımaktadır. Diğer neden ise gelecekte ekonomide nelerin meydana gelebileceği konusunda bugünkü bilgi düzeyinin sınırlı oluşudur.⁵

Bu nedenlerden dolayı, Monetaristlere göre istikrar politikası uygulayıcıları sık sık hatalar yapacaklardır. Örneğin, bugünkü ekonomik verileri göz önüne alarak, istikrar politikaları uygulayıcıları ekonomideki yüksek düzeyli işsizlik oranını düşürmek üzere, toplam talebin genişletilmesini isteyebilirler. Ancak, bu genişletici istikrar politikasının asıl etkisi aylar sonra ortaya çıkabilmektedir. Bu politikanın etkisi tam olarak duyulmadan zaten ekonomi kendiliğinden işsizlikten

⁴ N. Gregory Mankiw, “**Macroeconomics**”, Worth Publishers, New York, 1994, s.323

⁵ Osman Z. Orhan, “**Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları**”, Filiz Kitabevi, 1995, İstanbul, s.180

çıkabilmektedir. Bu nedenle ekonomi işsizlikten çıktıktan sonra etkisi görülen genişletici politika enflasyona neden olacaktır. ⁶

Friedman' a göre para miktarının büyüme oranı ve nominal milli gelirin büyüme oranları arasında mükemmel olmamakla birlikte sıkı bir ilişki vardır. Bu ilişki ilk bakışta hemen tespit edilecek nitelikte değildir. Para miktarının gelirleri etkilemesi, belirli bir süre gerektirmekte ve bu süre değişebilmektedir. Ortalama olarak parasal büyümenin parasal geliri arttırması, 6 ila 9 ayı gerektirmektedir. Parasal genişlemenin etkileri önce üretim düzeyinde gözlenmekte, ilk aşamada fiyat hareketleri pek ortaya çıkmamaktadır. Fiyat hareketleri üretim ve gelir etkilerinin ortaya çıkmasından ortalama olarak 6 ila 9 ay sonra meydana gelmektedir. Şu halde fiyatlar genel seviyesindeki artışlar para arzındaki genişlemeyi izleyen 12 ila 18 ay arasında ortaya çıkmaktadır. Fakat bu zamansal ilişkiler, “genel bir kategori oluşturmakta”, para arzı ile gelir arasında kayan ilişkiler ortaya çıkabilmektedir. Kısa vadede örneği 5 ila 10 seneyi kapsayan bir sürede, para politikaları, üretim düzeyinde etkili olabilmektedir. Buna karşılık daha uzun sürelerde, parasal değişimlerin etkileri daha ziyade fiyatlar üzerinde görülmektedir. Uzun vadede, üretimin nasıl gelişeceği, girişimcilik, yaratıcılık, çalışkanlık, ekonominin tasarruf kabiliyeti, endüstrinin yapısı, hükümetin tutumu, ülkeler arası ilişkiler v.b.' ne bağlı olmaktadır.⁷

Yukarıdaki ifadelerin ışığında enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olay olduğu, ancak para arzının üretimden daha hızlı büyümesiyle ortaya çıkabileceği görülür. Bu arada, para arzındaki artışın değişik sebepleri söz konusudur; yeni altın madenlerinin keşfi, kamu harcamalarının finansmanı, özel kesim harcamalarının finansmanı vb. Ancak kamu harcamaları, enflasyonist olabilir veya olmayabilir. Kamu harcamaları emisyon veya ikincil para ile finanse edildiğinde enflasyonist eğilimler doğurur. Bunların dışında, kamu borçlanması veya vergilerle finanse edilen kamu harcamaları, enflasyonist etki doğurmaz. Açıklaması çok güç olan noktalardan biri; parasal değişimlerin hangi kanallardan geçerek milli geliri etkilediğidir. Genel olarak yansıma etkisi, gelirden önce, çeşitli varlıkların fiyatları üzerinde; yani tahvil

⁶ A.g.e. s. 180

⁷ Merih M. Paya, “**Para Teorisi ve Para Politikası**”, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1998, s.309-310

hisse senetleri, bina ve diğer fiziki varlık fiyatları üzerinde görülür: Artan para talebi, eldeki nakit miktarının düzeyini, diğer mevcut varlıklara göre arttırır. Ellerinde fazla nakit oluşanlar, harcamalarını arttırır. Ancak, artan para arzı karşısında, parasal dengeleri kurmak üzere finansal varlık alımına yönelen bireyler, finansal varlıkların fiyatını yükseltir. Bu arada faiz oranları düşer. Düşen faizlerle, harcamaları uyarır. Böylece nominal milli gelir artar. Bu mekanizmanın önemli bir özelliği, parasal genişlemenin; faizleri, önce düşürmesi sonra da genişletmesidir. Genişleyen para stoku, önce faizleri düşürür. Ancak artan harcama ve enflasyonist eğilimler sonucu kredi talebi genişler faizler yükselir.⁸

Para politikasının neleri yapabileceği ve neleri yapamayacağı ayrımı önemlidir. Zira bugün para politikasının yapamayacağı görevleri kendisine tayin etmek tehlikeye düşmek anlamındadır. Faiz oranlarını sabit tutmaya çalışmak ve istihdam hedefine bu politika ile ulaşmak para politikasının başaramayacağı görevlerdir. Oysa para politikası paranın ekonomik türbülansların ana kaynağı olmasını önleyebilir, ekonomi için istikrarlı bir zemin sağlayabilir ve nihayet diğer nedenlerden ortaya çıkan türbülansları bertaraf etmeye yardımcı olabilir.⁹

Diğer bir deyişle para otoriteleri nominal büyüklükleri kontrol edebilir ve bu kontrolü döviz kuru, fiyatlar genel düzeyi, milli gelir ve para arzı gibi nominal değerleri sabit tutma gibi enflasyon veya deflasyon oranı, nominal milli gelirden büyüme veya düşme oranı, para miktarında artış oranı gibi nominal değerlerdeki değişim oranlarını sabit tutma amacıyla gerçekleştirebilirler. Ancak nominal büyüklükler üzerindeki bu kontrol ile reel faiz oranı, işsizlik oranı, reel para miktarı, reel milli gelir veya para miktarındaki reel büyüme oranı gibi reel büyüklükler üzerinde kontrol sağlayamazlar.¹⁰

Enflasyonla mücadele sürecinde Keynesyen iktisatçıların para politikasına yeterli önemi vermemelerine cevaben Monetarist iktisatçıların göze çarpan örneği ise

⁸ A.g.e

⁹ Friedman, "The Role of Monetary Policy", pp. 12- 14

¹⁰ A.g.e., p. 11

büyük buhrandır. Zira söz konusu dönemde FED parasal tabanda 1/3 oranında küçülmeye göz yummuştur. Bununla birlikte büyük buhran etkileyici örnek olmasına karşılık tek örnek değildir. Amerika Birleşik Devletlerinde yaşanan her depresyon parasal düzensizlik sonrasında her enflasyon ise parasal genişleme sonrasında ortaya çıkmıştır.¹¹

1.1.2. ENFLASYONLA İŞSİZLİK ARASINDA ÖDÜNLEŞMENİN (TRADE-OFF) ORTADAN KALKMASI

Yeni Zelanda doğumlu iktisatçı A. W. Phillips 1861-1957 yılları arasında İngiltere’de meydana gelen nominal ücretlerdeki değişim oranları ile işsizlik verilerini inceleyerek; işsizlik oranı ile ücret değişim oranları arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığını ortaya çıkarmıştır. Öyle ki, ithal mal fiyatlarındaki hızlı artış yılları hariç söz konusu dönemde nominal ücretlerdeki artış oranı hem işsizlik düzeyi hem de işsizlik düzeyindeki değişim oranları ile açıklanabilmektedir. Zira, nominal ücretlerdeki artış oranı işsizlik düzeyi düşük olduğu yıllarda yüksek; tersine, işsizlik düzeyinin yüksek olduğu yıllarda ise düşük niteliğe sahiptir. Benzer şekilde nominal ücretlerdeki değişim oranları, işsizlik düzeyinin azaldığı ve konjonktürün yükseldiği dönemlerde ortalama ücret artışlarının üzerinde bir oranda arttığı; tersine konjonktürün düştüğü ve işsizlik oranının arttığı dönemlerde ise ücret artışlarının ortalama artış miktarının altında kaldığını ifade etmektedir.¹²

Phillips incelediği dönem içinde sadece ücret artışları ile işsizlik düzeyi ve bu düzeydeki değişim oranı ilişkisini değil aynı zamanda bu ilişkinin yüzyıla yakın bir süredir istikrarlı bir niteliğe sahip olduğunu göstermiştir. Ancak bu ilişkinin test edilen teorik modelini Lipsey geliştirmiştir.¹³

¹¹ Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy", pp 3-12

¹² A. W. Phillips, "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money .wage Rates in the United Kingdom, 1861- 1957", **Economica**, New series, Vol. 25, No. 100, Now., 1958, pp. 283- 284,290

¹³ Richard G. Lipsey, "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1862- 1957: A Further Analysis", **Economica**, New Series, Vol. 27, No. 105, Feb. 1960, p.1-31

İngiltere için yapılan araştırmaı Samuelson ve Solow, Amerika için uyarladıklarında Phillips'in bulgularıyla benzer sonuçlar elde ederek emek piyasasının daraldığı dönemlerde ücretlerdeki artış oranlarının darlıkla paralel olarak daha hızlı arttığını yenilemiş; ücret artış oranları-işsizlik ilişkisini fiyat artışları-işsizlik ilişkisine dönüştürmüşlerdir.¹⁴

Phillips, Samuelson ve Solow'un araştırma yaptıkları yıllarda, yıllık ortalama enflasyon oranının sıfır olması hatta dönemin son yılında deflasyon yaşanması ve geçmiş dönem fiyat artışlarının mevcut olmaması nedeni ile işsizlik- enflasyon ilişkisinde beklentilere yer verilmemesi şaşırtıcı değildir. Dolayısı ile çalışmalarından çıkan sonuç enflasyon ile işsizlik arasında tamamen negatif bir ilişkinin var olduğudur.¹⁵

$$\pi_t = (\mu + z) - \alpha u_t \quad (1.1.)$$

Denklemden π enflasyon oranını, μ kar marjını (mark-up), z asgari ücret, işsizlik parası gibi ücret düzeyini etkileyen diğer faktörleri, u ise işsizlik düzeyini temsil etmektedir. Dolayısıyla u daki artış π 'de düşüşe neden olmaktadır.

İşsizlik ve enflasyon arasında yüzyıla yakın süredir var olduğu görülen bu ilişki politika yapıcılarını açısından bir tercihi ortaya çıkarmakta daha düşük bir işsizlik oranını için enflasyonun yükselmesi katlanılması gereken maliyet olarak görünmekteydi.

Phillips'i çalışmasında beklentilere yer vermediği ve nominal ve reel ücret ayırımına girmediği için eleştiren Friedman, işsizlik enflasyon ilişkisi içinde her iki unsuru da göz önüne alarak doğal işsizlik oranı kavramını geliştirmiştir. Friedman fiyatların artış gösterdiği bir ekonomide, ücretlerin belirlenmesinde temelini

¹⁴ Paul A. Samuelson, Robert M. Solow, "Problem of Achieving and Maintaining a Stable Price Level: Analytical Aspects of Anti- Inflation Policy", **American Economic Review**, Vol. 50, No. 2, May 1960, pp. 189- 192

¹⁵ Oliver Blanchard, "**Macroeconomics**", International Edition MIT, 4. Edition, USA, 2006, s. 168

tecrübelerden alan beklentilerin önemli olduğunu işaret etmiş, denkleme beklentileri de ilave etmiştir. Zira, beklentilerin önemi reel ücreti sabit tutma gayesi ile nominal ücretlerin artması talebidir.¹⁶

$$\pi_t = \theta \pi_{t-1} + (\mu + z) - \alpha u_t \quad (1.2)$$

Yukarıdaki denklemin sağ tarafındaki ilk notasyon t dönemi enflasyon oranına bir önceki dönem enflasyon oranının etki ettiğini ifade eder. Diğer bir deyişle, beklenen enflasyon, π_t^e oranıdır. Beklentilerdeki bu uyarlayıcılık ile bireyler geçmiş dönem enflasyon oranlarına dayanarak cari dönem enflasyon beklentisi içine girerler. θ sıfıra eşit olduğu durumda orijinal Phillips eğrisi geçerli olacaktır. θ pozitif değer aldığı anda enflasyon sadece işsizlik oranına değil bir önceki yılın enflasyon oranına bağlı olacaktır. θ bire eşit olduğu zaman ise işsizlik oranı sadece enflasyon oranını değil aynı zamanda enflasyon oranındaki değişimi de etkileyecektir.¹⁷

Phelps, beklenen enflasyon oranının 0 olduğu durumda Philips eğrisinde buna tekabül eden işsizlik oranının u^* olduğunu ve bu oranın denge işsizlik düzeyi yani beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyonun birbirine eşit olduğu durumda ortaya çıkan işsizlik oranı olduğunu ifade eder. Cari işsizlik oranının bu oranın altında kalması durumunda, emek ve mal piyasasında rol oynayan aktörler rasyonel davranış içine girerek Phillips eğrisinin bir önceki dönem gerçekleşen, bugünün beklenen enflasyon oranı kadar yukarı kaydırarak, eğrinin eğimini ortadan kaldıracaktır. Cari işsizlik oranı denge işsizlik oranının altında tutulduğu sürece enflasyon oranı artmaya devam edecek ve bu durum ücret- fiyat spirali nedeniyle hiperenflasyona yol açabilecektir.¹⁸

Doğal işsizlik oranını u_n olarak gösterdiğimizde ve beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyonun birbirine eşit olduğu durumu varsayımı altında Philips eğrisi denklemini;

¹⁶ Friedman, The Monetary Policy, s. 8

¹⁷ Blanchard, a.g.e., s. 171

¹⁸ Edmund S. Phelps, "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", *Economica*, Vol. 34, No. 135, 1967, pp. 255

$$0 = (\mu + z) - \alpha u_n \quad (1.3)$$

$$u_n = \frac{\mu + z}{\alpha} \quad (1.4)$$

Yukarıda ifade edilen denklemde görüldüğü gibi kar marjları, (μ), arttıkça veya ücret düzeylerine etki eden faktörler, (z), arttıkça doğal işsizlik oranı da artmaktadır.

(1.2) no. lu denklemi yeniden yazacak olursak;

$$\pi_t - \pi_t^e = -\alpha (u_t - \mu + z / \alpha) \quad (1.5)$$

$$\pi_t - \pi_t^e = -\alpha (u_t - u_n) \quad (1.6)$$

Enflasyon oranındaki bir değişim gerçekleşen ve doğal işsizlik oranları arasındaki farka bağlı olmaktadır. $U_t > U_n$ olduğu durumda $\pi_t < \pi_{t-1}$ olmaktadır.¹⁹

Phelps makalesinde politikacılara bir menü sunmaktadır. İstihdamı geçici olarak doğal oranının üzerine çıkarmak enflasyonu arttıracak, tersine istihdamı geçici süreliğine bu oranın altında tutmaya çalışmak ise kaynakların israfına yol açacaktır. Çünkü enflasyon ile işsizlik arasındaki çelişkili tercih sonsuza kadar sürmeyecektir.²⁰

Friedman da Phelps gibi işsizlik ile enflasyon arasında kısa süreli çelişkili tercihi reddetmemekle birlikte bu durumun uzun dönemde ortadan kalkacağını belirtmektedir. Kısa dönemde var olan bu ilişkinin kaynağı ise enflasyonun kendisi değil beklenmeyen bir enflasyonun (yada artan oranlı enflasyonun) ortaya çıkmasıdır. Zira cari dönemde işsizlik oranını (market rate) doğal işsizlik oranının altına düşürmek (üzerine çıkarmak) kısa dönemde beklenmeyen bir enflasyonla (deflasyonla) gerçekleşebilmektedir. Diğer bir deyişle beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyonun arasında bir farklılığın ortaya çıkması cari işsizlik oranının

¹⁹ Blanchard, a.g.e., s. 173

²⁰ A.g.e., s. 256

doğal işsizlik oranından ayrılmasına yol açacaktır. Ancak bu durum uzun dönemde, ücret sahiplerinin ortaya çıkan yeni durumu idrak etmeleriyle son bulacaktır. Şayet politikacılar işsizlik oranını sürekli doğal işsizlik oranı altında tutmaya çalışacaklarsa bunu ancak sürekli beklenmeyen bir enflasyonla, diğer bir deyişle enflasyondaki artış hızını arttırarak gerçekleştirebileceklerdir. Burada önemli olan husus uzun dönemde işsizliğin doğal işsizlik oranına geri döneceğidir. Çünkü doğal işsizlik oranı nominal değişkenlerden etkilenmemekte emek piyasası, piyasadaki rekabetin veya tekelin boyutu, asgari ücret, çeşitli mesleklerde çalışmak için desteklemeler veya engeller gibi reel faktörlerden etkilenip değişebilmektedir.²¹

Lucas, Phillips eğrisindeki uyarlayıcı beklentiler yaklaşımına karşı çıkararak ekonomik ajanların geçmişe dönük değil, mevcut bilgi setleri temelinde geleceğe yönelik beklentiler içinde karar aldıklarını ileri süren rasyonel beklentiler yaklaşımıyla Phillips eğrisini bir kez daha analiz etmiştir. ABD gibi fiyat istikrarı olan ülkelerde parasal geliri arttıran politikaların ilk başta enflasyon oranını biraz yukarı çekerek reel geliri artırdığını; ancak Arjantin gibi dalgalı fiyatların hakim olduğu ülkelerde nominal gelirdeki değişikliğin kaynağının fark edilebilir bir reel üretim artışından değil enflasyon oranındaki artış olduğunu göstermiştir. Kısacası fiyat istikrarının var olduğu ülkelerde kısa süreli trade-off mevcut iken aynı durum fiyat istikrarının bulunmadığı ülkelerde söz konusu değildir. Böylelikle istikrarlı bir Phillips eğrisinin varlığını iddia etmek yanlış olacaktır. Enflasyonun reel üretimi arttırması yalnız ve yalnız emek ve mal arz edenlerin bu enflasyonun nisbi fiyatları kendi lehlerine dönüştürdüğünü düşünerek yanılgıya sahip olmaları durumunda gerçekleşecektir.²²

Son yıllarda doğal işsizlik oranına yakın bir kavram daha kullanılmaktadır: NAIRU (Non-accelerated Inflation Rate of Unemployment). Modigliani ve Papademos (1975) ilk kez NIRU (Non- Inflationary Rate of Unemployment)

²¹ Milton Friedman, "Inflation Unemployment", Nobel Memorial Lecture, December 1976, ,s. 271-273 çevrimiçi http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1976/friedman-lecture.pdf, 01.09.2007

²² Robert L. Lucas, Jr., "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoff", **American Economic Review**, Vol. 63, No. 3, June 1973, p. 333

kavramını kullanmış ardından NAIRU kavramını dile getiren Tobin (1980) olmuştur. Tobin, NAIRU'yu "*Piyasada aşırı talebin enflasyonu arttırıcı etkisinin arz fazlalığının enflasyonu düşürücü etkisini dengelediği işsizlik oranı*" olarak tanımlamıştır. Enflasyonun düşük ve istikrarlı, fiyatların artmadığı bir enflasyon oranı olarak tanımlanması nedeniyle Nairu Philips eğrisinin yatay eksenle kesiştiği nokta olarak belirtilir.²³

Genel olarak, gerçekleşen işsizlik oranı NAIRU'yu geçtiğinde enflasyon düşmekte; gerisinde kaldığı zamanlarda ise enflasyon yükselmektedir. İlk bakışta doğal işsizlik oranına benzer görünse de doğal işsizlik oranından daha teknik bir konudur.²⁴ Monetarist iktisatçılar için adı geçen her iki kavram birbirleri yerine ikame edilebilirken Keynesyen veya monetaristlere muhalif iktisatçılar aralarında farklılık olduklarını belirtir. Çünkü doğal işsizlik oranı bir denge durumunu nitelendirir. Nairu ise bir dengesizlik halidir. Zira ekonomi tam rekabet piyasasında değil eksik rekabet piyasasında faaliyet göstermektedir. Bu nedenle doğal işsizlik oranı bünyesinde gayri iradi işsizliği barındırmaz iken Nairu kavramının içinde gayri iradi işsizlik de mevcuttur. Ayrıca Friedman doğal işsizlik oranının hesaplanmasının oldukça güç olduğunu ifade ederken Nairu daha çok sayısal bir ifade olarak ortaya çıkmaktadır.²⁵

NAIRU'nun merkez bankalarınca para politikasının belirleyicileri parametreleri arasında yer alması gerektiğini savunan iktisatçılar kadar, bu göstergenin Phillips eğrisini temel almasından dolayı, ekonomide meydana gelen fiyat hareketlerinin sadece talep cephesinden yorumlanmasının merkez bankalarını yanlış yönlendireceğini düşünen muhalif iktisatçılar da bulunmaktadır. Örneğin 1990'ların ortalarında Amerikan ekonomisinde pek çok çalışma NAIRU'yu % 5,5-%6 olarak gösterirken söz konusu dönemde gerçekleşen işsizlik oranının Nairu'nun

²³ Peter Rodenburg, "Derived Measurement in Macroeconomics: Two Approches for Measuring NAIRU Considering", Tinbergen Institute Discussion Paper 017, 2007, p.6, Çevrimiçi <http://www.tinbergen.nl/discussionpapers/07017.pdf>

²⁴ David Altig, Paul Gomme, "In Search of Nairu", Federal Reserve Bank of Chevaland Economic Comment, 1998, s. 1, çevrimiçi: <http://www.clevelandfed.org/research/commentary/1998/0501.pdf>, 04.09.2007

²⁵ Rodenburg, a.g.e. s. 7

altında kalması herhangi bir enflasyona neden olmamıştı. Çünkü bu dönemde ekonomi arz yönlü değişimlerden -verimlilik artışı- etkilenmişti.²⁶

1.1.3. ZAMAN BOYUTUNDA TUTARSIZLIK SORUNU (DİNAMİK TUTARSIZLIK)

Fiyat istikrarına ulaşmak için nasıl bir politikanın izlenmesi gerektiği tartışmasının teorik temeli zaman tutarsızlığı teorisine dayanmaktadır. Bu teori ücret ve fiyat hareketlerinin gelecekteki para politikası beklentisine dayanarak ortaya çıkmaktadır.²⁷ Zaman tutarsızlığı ile anlatılmak istenen, politikacıların belirli bir dönemde (t döneminde) uygulamayı taahhüt ettikleri politikaları, özel sektör beklentilerinin bu yönde şekillenmesinden sonra (t+1 döneminde), yeni oluşan mevcut durum içinde optimal kontrol teorisini göz önüne alarak uygulamaya karar verdikleri politikalardan vazgeçmelerini ifade etmektedir.²⁸ Diğer bir deyişle ex ante ile ex post arasındaki farklılık zaman tutarsızlığı olarak adlandırılmaktadır.²⁹

Politikacıları dinamik tutarsızlık kapsamında sözlerinden döndüren güdü sürpriz enflasyon ile işsizliği düşürmektedir. İşsizliği para politikasından bağımsız bir olgu olarak niteleyen Barro ve Gordon, merkez bankasının t+1 dönemindeki enflasyonu beklenen enflasyonun üzerine çıkarttıklarında elde ettikleri sonuçlar ile beklenen enflasyona eşit olduğu durumda elde ettikleri sonuçla karşılaştırarak ilk durumda enflasyon ve işsizlik sonuçlarının suboptimal ancak tutarlı bir politika sonuçları olduğunu ifade etmektedirler.³⁰ Zira supotimal politika işsizlikte hiçbir düşmeye neden olmazken daha yüksek bir enflasyonu ortaya çıkaracaktır. Bu

²⁶ John P. Pudd, "NAIRU Is It Useful for Monetary Policy?", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, No:97-35, "**Handbook of Monetary Policy**", edited by Jack Rabin, Glenn L. Stevens, 2002, Newyork, s.876- 877

²⁷ Frederic S. Mishkin, Adam Posen, "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries", **Federal Reserve Bank of New York Policy Review**, August 1997, p. 11

²⁸ Finn Kydland, Edward Prescott, "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", **Journal of Political Economy**, Vol:85, No. 3, 1977, p. 475

²⁹ Brian Snowdon, Howard Vane, Peter Wynarczyk, "**A Modern Guide to Macroeconomics**", Third Edition, United Kingdom, Edward Elgar Publishing Company, 1996, p.206

³⁰ Robert Barro, David Gordon, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", **Journal of Political Economy**, Vol. 91, No. 4, 1983, p.589

nedenle zaman tutarsızlığı sorunu istikrarlı bir ekonomiyi bile istikrarsız hale getirebilmektedir.

Para otoritelerini duyurulan politikadan uzaklaştıran tek etmen reel değişkenler üzerinde etkiye sahip olma güdüsü değildir. Kimi zaman, zaman boyutunda tutarsızlık problemi, politikacıların özellikle politik seçim süreci içerisinde para otoriteleri üzerine yaptıkları baskı sonucunda da ortaya çıkabilmektedir.³¹

Bu bağlamda, para politikasında zaman tutarsızlığına yol açabilecek ihtiyari (discretionary) politikaların fiyat istikrarı hedefine ulaşmada uygulanması rasyonel bir politika olmadığı dile getirilmektedir. İhtiyari politika para otoritelerinin her dönem değişen şartlara göre yeniden optimizasyon araması demektir.³² Para politikasındaki politika tartışmalarında ihtiyari politika savunucuları para politikasını yönetenlerin takdir yetkisini kullanabilmelerini ve belli sayıda değişkenleri hedeflemek yerine çok sayıda faktörü değerlendirip en doğru kararı vermeleri konusunda özgür bırakılmaları gerektiğini savunurlar. Ancak geniş takdir yetkisi kimi zaman bütün toplumu değil de keyfi amaçlar içinde kullanılabilen demokratik seçim süreçlerinde keyfi ve irrasyonel şekilde yönlendirilebilmektedir.

Kurala dayalı politikaların savunucuları ise söz konusu nedenlerle ihtiyari politikalar yerine çerçevesi belirlenmiş kurala dayalı politikalar kullanılması gerektiğini ifade ederler.³³ Demokratik toplumlarda bu kuralların basit ve kolay anlaşılabilir olması tercih edilir çünkü politikadan ayrılışın kolayca anlaşılması otoriteleri bu eğilimden uzak tutacaktır. Hatta daha keskin bir çözüm olarak para politikasının amacı yasayla kesinleştirilmelidir.

³¹ Mishkin, Frederic S., “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes”, **NBER Working Paper**, No: 7044, March 1999, p. 2

³² Gülsün Gürkan Yay, “Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi”, **İktisat Dergisi**, 470-471, 2006, s. 3-17

³³ Kydland, Prescott, a.g.e, p.487

McCallum zaman boyutunda tutarsızlık probleminin merkez bankasının enflasyona yol açacak genişletici para politikası izleyeceği anlamı taşımadığının altını çizmektedir. Bundan ziyade geleceğe yönelik beklentilerle şekillenen ücret ve fiyat süreci merkez bankası için beklenmedik genişletici para politikalarının izlenme imkânını ortaya çıkarmaktadır. Ancak merkez bankaları bu olanak karşısında bu oyunda yer almak zorunda da değildir. Bundan ziyade dinamik tutarsızlığın literatüre katkısı, neden genişletici politikaların merkez bankaları üzerinde baskı konusu olduğu ve neden fiyat istikrarı taahhüdünde bulunan merkez bankalarının yüksek enflasyona sahip olduklarını aydınlatmaktadır.³⁴

1.1.4. ENFLASYONUN MALİYETLERİ

Enflasyonun maliyetleri (reel etkileri) çoğunlukla iki önemli faktöre bağlı olarak değişmektedir. Bunlardan ilki ekonominin kurumsal yapısı ile ilgilidir diğeri ise enflasyonun tahmin edilip edilmemesi ile ilgilidir.³⁵ Bu nedenle enflasyonun maliyetlerini incelerken beklenen enflasyon ve beklenmeyen enflasyon maliyetleri ayrımı daha açıklayıcı olacaktır.

1.1.4.1. BEKLENEN ENFLASYON MALİYETLERİ

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyindeki sürekli yükseliş veya paranın değerindeki sürekli düşüş olarak tanımlanmaktadır. Paranın değerindeki sürekli düşüş (azalan satın alma gücü) nedeni ile enflasyon elde para tutmanın maliyetini de arttırmaktadır. Bu nedenle bireyler ihtiyaç duyduklarından fazla miktarda para tutmak yerine gelirlerinin mümkün olduğunca büyük kısmını çeşitli finansal araçlara yatırarak, faiz geliri sağlayıp; erozyona uğrayan satın alma güçlerini bertaraf etmeye çalışmaktadırlar. Bu amaç doğrultusunda hesaplarından küçük miktarlarda para çekerek talep ettikleri ortalama nakit miktarını düşürürler böylelikle daha sık

³⁴ Benneth McCallum, "Two Fallacies Concerning Central- Bank Independence", **American Economic Review**, Vol. 85, No.2, May 1995, pp. 207- 211

³⁵ Stanley Fischer, Franco Modigliani, "Towards an Understanding of the Real Effects and Cost of Inflation",1980, **NBER Working Paper Series**, No, 0303, s. 810

bankaya gitme ihtiyacı içerisinde bulunurlar. Takunya (shoeleather) maliyeti olarak adlandırılan bu durumda maliyet bankaya yolculuk sırasında eskiyen ayakkabı derisi, bankaya giderken ve kuyrukta beklerken geçen süre olarak tanımlanmaktadır.³⁶

Takunya maliyetinin karşı muhatabı olarak bankacılık kesimi de bu durumdan farklı etkilenmektedir. Artan müşteri işlemlerini karşılayabilmek için söz konusu dönemde daha fazla veznedar istihdam etme, yeni şubeler açma, atm makine sayılarını artırma veya maliyetli otomasyon teknoloji yatırımlarına yönelme ihtiyacı doğmaktadır. Böylelikle enflasyonist dönemlerde kaynaklar finans sektörüne yönelerek sosyal kaybı oluşturmaktadır. Enflasyon düşük olmuş olsa idi finans sektörüne yönelen kaynaklar refahı arttıracak sektörlerle yönelebilirdi. Enflasyonun %10 oranında artması finans sektörünün yurt içi hasıla içindeki payının %1-1/2 oranında artmasına neden olmaktadır. Örneğin Almanya hiperenflasyonu en yoğun yaşadığı 1923 yılında 400 yeni bankanın kurulmasına şahit oldu. Bu rakam 1922 yılında kurulan banka sayısının 4 katı ve 1921 ve 1922 yılında kurulan banka sayılarının toplamalarının ise 6 katıdır.³⁷

Bir başka enflasyon maliyeti ise mali sektöre aşırı yatırımların yapılmasıyla ortaya çıkmaktadır.³⁸ Fiyatlar genel düzeyinin istikrarsız olması durumunda, verimli alanlara yatırım yapmaktan kaçınılarak, normal işlemlerde komisyonculuk yoluyla kazanç sağlama fırsatları daha yüksek olacaktır. Türkiye'nin uzun yıllardan beri yaşadığı yüksek enflasyonist ortamda, şirketlerin faaliyet dışı gelirlerinin, normal faaliyetlerden elde ettikleri gelirlerini aşmış olması, bu enflasyon maliyeti türüne örnek gösterilebilir.

³⁶ William B. English, "Inflation and Financial Sector Size", 1996, s.2, çevrimiçi: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1996/199616/199616pap.pdf>, 05.09.2007, Graham Dawson, Inflation and Unemployment, s. 56

³⁷ A.g.e s. 2- 39

³⁸ Bayram Çolakoğlu, "Merkez Bankası Para Politikasının Güvenirliliği", Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar, s.65, çevrimiçi, <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/bayram.doc>, 08.11.2007

Enflasyonun bir diğler maliyeti ise menü maliyetleridir. Nominal fiyatlardaki değişimler firmaların etiket, katalog veya menülerini değiştirmelerini gerekli kılar. Fiyat değişimleri için firmalar üretkenlik amacından uzak kıt kaynak kullanımına ihtiyaç duyarlar. Firmalar için ilave maliyet unsuru oluşturan bu durumun sıklaşması firmaların katlandıkları menü maliyetlerini fiyatlarına yansıtmalarına neden olur. Böylelikle enflasyonu daha da arttırıcı bir unsur olarak karşıya çıkabilmektedir.³⁹

Firmalar enflasyon nedeni ile artan girdi fiyatlarına sahip olsalar da çok sık olarak fiyat değişimlerine girmekten kaçınırlar. Enflasyonun tam olarak tahmin edildiği durumda dahi menü maliyetlerinin neden olduğu fiyat katılığı nedeni ile mallar arasındaki görelfi fiyatlar değişikliğe uğramaktadır. Piyasa ekonomisinde kaynakların etkin kullanımı görelfi fiyatların ışığında gerçekteştiği için enflasyon mikro ekonomik etkinsizliğe neden olmaktadır.⁴⁰

Vergi kanununda endeksleme sisteminin mevcut olmayışından kaynaklanan sonuçlar, enflasyonun doğrudan yol açtığı maliyetlerden olmasa da enflasyonun yükselmesi ile sosyal maliyete dönüşmektedir. Vergi sistemindeki temel sorun vergi matrahının nominal gelir veya nominal kazançlar üzerinden alınmasıdır.⁴¹ Artan oranlı gelir vergisi sistemi içinde endeksleme sisteminin bulunmayışı ile birlikte enflasyon süresince reel gelir artmasa da nominal gelir artıyorsa vergi mükellefleri bir üst vergi dilimlerine geçerek (bracket creep) daha yüksek vergi oranlarına tabii olurlar böylelikle daha fazla vergi ödemesini gerçekteştirmek zorunda kalırlar.⁴² Reel gelirdeki değişimin mevcut olmayışı ile birlikte ödenen daha yüksek oranlı vergi mükelleflerin harcanabilir gelirlerinde kayıplar ortaya çıkarak satın alma gücünü de beraberinde düşürmektedir.

Vergi sistemi şirketler ve bireysel yatırımcılar için daha büyük reel gelir kayba nedeni olmaktadır. Varlıklardan elde edilen nominal kazançlar da gelir olarak vergilendirilmelerinden ötürü enflasyonun artışı vergi sonrası kazancı daha fazla

³⁹ Fischer, Franco Modigliani, a.g.e., s. 816

⁴⁰ N. Gregory Mankiw, a.g.e, s. 164

⁴¹ Marvin Goodfriend, a.g.e., s. 9

⁴² Zafer Tunca, "Makro İktisat", Filiz Kitabevi, İstanbul, 2005, s.251

törpülemektedir. Tasarruf sahiplerinden devlete doğru gerçekleşen gelir transferi böylelikle sermaye oluşuma ve ekonomik büyümeye engel olmaktadır.⁴³ Ayrıca şirketlere, bina ve teçhizatlarının değeri üzerinden hesaplanan amortisman miktarını vergilendirilebilir gelirlerinden düşmeleri için de izin verilmektedir. Eğer amortisman indirimi yenileme maliyetlerinden çok, yatırımın orijinal maliyetlerine göre hesaplanıyorsa, amortisman indirimin reel değeri enflasyon tarafından önemli ölçüde yok edilecektir. Bunun sonucunda şirketler üzerinde vergi yükü artacak ve verimli yatırımların yapılması engellenecektir. Benzer durum sermaye kazançlarında da ortaya çıkmaktadır. Sermaye kazançları vergisi bir varlığın alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki farka göre hesaplanmaktadır. Alış fiyatının orijinal değerinden hesaplanması durumunda, bireyler varlık değeri artmasa bile sermaye kazançları üzerinden vergilendirilmiş olacaktır.⁴⁴ Fischer, enflasyonun sadece vergi kanalı ile topluma olan maliyetini hesaplayarak enflasyon oranında %10'luk bir artışın GSYH'nın %2-3'e denk gelen bir sosyal maliyet içerdiği ortaya koymuştur.⁴⁵

Beklenen enflasyonun hükümetin gelirlerini arttırıcı etkisi yanında hükümetin gelirlerini düşürücü etkisi de bulunmaktadır. Bu etki daha çok enflasyonun çok yüksek olduğu ve hızlı bir şekilde değiştiği ekonomilerde görülmektedir. Tanzi-Olivera olarak bilinen bu etki toplanan vergilerin geçmiş dönem nominal gelir üzerinden tahakkuk edildiği ancak tahakkuk edildiği tarihten belli bir süre sonra ödemenin gerçekleşmesinden kaynaklanmaktadır. Zira, aradan geçen zaman içinde vergi gelirleri artan enflasyon ile birlikte reel anlamda değer kaybederek bütçe açığını arttırmaktadır.⁴⁶ Artan bütçe açığı enflasyonu yükseltmekte yükselen enflasyon ise vergi gelirlerinin reel değerini düşürerek kısır döngüye sebebiyet vermektedir.

⁴³ Marvin Goodfriend, a.g.e., s. 9

⁴⁴ Erdal Demirhan, “**Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**”, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul, 2002, s.7

⁴⁵ Stanley Fischer, “Modern Approaches to Central Banking”, **NBER Working Paper Series**, No.5064, 1995, p. 16

⁴⁶ Blanchard, “Macroeconomics”, s. 502

Vergi sisteminde ortaya çıkan enflasyon kaynaklı bir başka olumsuzluk da kayıt dışı ekonominin yüksek oranlı enflasyon tarafından tetiklenmesidir. Enflasyon kaynaklı fiktif kârların vergilendirilmesi ve elde edilen gelirin enflasyon dolayısıyla daha yüksek vergi dilimlerine dahil olması sonucu vergi mükelleflerinin satın alma gücünün düşmekte olduğunu belirtilmişti. Satın alma gücündeki düşüşü telafi etme yollarını arayan mükellefler, bunu gerçek gelirlerini vergi idaresinden gizleyerek sağlama çabası içine girmeye başlamaktadırlar. Bu çabanın zincirleme sonuçları ise, vergi hasılatının düşmesi, kamu harcamalarının finansmanı için daha çok borçlanma, faiz oranlarının yükselmesi, reel ekonominin kredi maliyetlerinin artması vb. şeklinde sıralanmaktadır.⁴⁷

1.1.4.2. BEKLENMEYEN ENFLASYONUN MALİYETLERİ

Genel olarak beklenmeyen enflasyonun maliyetleri beklenen enflasyonun maliyetlerine göre daha ağırdır. Ancak ortaya çıkan enflasyondan bireylerin nasıl etkileneceği değişkendir. Diğer bir ifade ile enflasyon her zaman her kesim için istenmeyen olgu değildir.

Beklenmeyen enflasyon toplum içinde gelirin yeniden dağılımına ve servette değişimlere neden olmaktadır. Söz konusu etkilerin yönü ekonomide sözleşmelerinin yapılarına bağlıdır. İş akitlerinde enflasyon ücretlere gecikmeli olarak yansıdığı düşünüldüğünde ücret geliri elde edenlerden kar geliri elde edenlere doğru bir gelir transferi mevcuttur.⁴⁸ Nominal sabit ödemeli borç sözleşmelerinde ise borçlu ve alacaklı açısından enflasyondaki yükseliş borçlunun reel borcunun düşmesine neden olarak alacaklıdan borçluya doğru reel gelir transferine neden olmaktadır. Toplumdaki en büyük borçlunun devlet olduğu düşünülürse beklenmeyen enflasyon ile en büyük gelir transferi halktan devlete doğru gerçekleşmektedir.⁴⁹

⁴⁷ Bayram Çolakoğlu, s. 65

⁴⁸ Fischer, Modigliani, a.g.e., s. 14

⁴⁹ Graham Dawson, a.g.e., p. 99- 100

Görelî fiyatlardaki değişiklik piyasa ekonomisinde kaynakların tahsisinde rehberlik edecek işaret niteliğindedir. Dolayısıyla fiyatların yükselmesi görelî fiyatlardaki bu değişiklikleri algılama ve doğru tepki vermeyi zorlaştırmaktadır.

Enflasyonun ekonomi üzerindeki en ağır maliyeti büyümedir. Sadece enflasyonun varlığı veya enflasyonun yüksek oluşu değil enflasyonun hareketli ve değişken özelliği de gelecek ile ilgili karar alma sürecini uzatmakta yada optimal karar alınmasının önüne geçerek kaynakların üretken yatırımlara tahsis edilmesine engel olmaktadır.

Enflasyon ve enflasyon beklentisindeki belirsizlik gelirin yeniden dağılımına, yatırım kararlarının alınması sürecinde sorunlara ve görelî fiyatlarda dengenin bozulmasına neden olmakta ve bu durum büyüme karşısında kendini set olarak göstermektedir.

Enflasyon ve büyüme arasında yakın zamana kadar pozitif bir ilişkinin varlığı kabul edilmekteydi. Bunun bir nedeni para arzı ile büyüme arasındaki ilişkilerin neo-klasik dışsal büyüme modelleri üzerine kurulmuş olmasıdır. Başlangıçta araştırmalar Tobin etkisine vurgu yapmaktaydı. Tasarruf oranının değişmediği varsayımı ile para arzındaki artış enflasyona neden olacak, ortaya çıkan enflasyon elde nakit tutmanın alternatif maliyetini arttıracak bu nedenle tasarruflar paradan sermayeye doğru tahsis edilecekti. Böylelikle işçi başına düşen sermaye stoku artış göstererek büyüme gerçekleşecekti.⁵⁰ Enflasyon arttıkça yatırımların da beraberinde artması sonucu gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarının, durağan gelişmiş bir ekonomiye-zengin fiziksel sermaye ve eğitimli insan gücü- sahip ülkeleri yakalayınca kadar bu ülkelere göre daha fazla olacağı düşüncesi “yakınlaşma teorisi”ni ifade etmekteydi. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler için enflasyondan büyümeye doğru nedensellik ilişkisi unutulmamalıydı.⁵¹

⁵⁰ Larry E. Johns, Rodolfo E. Manuelli, “Growth And The Effects Of Inflation”, **NBER Working Paper**, No: 4523, 1993, s.3-4

⁵¹ Clive Briault, “The Cost of Inflation”, **Bank of England Quarterly Bulletin**, No.35, 1995, s. 37

Keynesyen ve Paracı okula mensup bazı iktisatçılar dört nedenden dolayı enflasyonun ekonomik büyümeyi olumlu etkileyeceği düşüncesine sahiptirler:⁵²

1. Enflasyondaki artış bireylerin servetlerinde azalışa neden olmakta, enflasyon öncesi reel tasarruf düzeyine ulaşmak isteyen bireyler bu nedenle daha fazla tasarruf eğilimine girmektedir. Sonuçta artan tasarruflar faiz oranlarını düşürerek yatırımları arttırmak suretiyle büyümeye neden olmaktadır.
2. Enflasyon yatırım portföyünü finansal sektörden reel sektöre doğru kaydırmakta bu da sermayenin yoğunluğunu artırmak suretiyle yukarıda ifade edilen neo-klasik büyüme modeli çerçevesine büyümeyi arttırmaktadır.
3. Enflasyonist dönemlerde bireylerin reel tasarruf düzeylerini koruyabilmek için ellerinde daha fazla para tutmak zorunda olmaları senyorej geliri veya enflasyon vergisini arttırmaktadır. Hane halkından devlete doğru yapılan gelir transferi sonucunda hükümet bu geliri yatırımların finansmanında kullanmakta ve enflasyonist süreç büyümeyi arttırmaktadır.
4. Enflasyon dönemlerinde nominal ücretlerin enflasyona ayak uyduramaması, toplu pazarlıkların zaman alması veya istikrar politikaları sonucu hükümetlerin reel ücreti düşürme isteği tasarruf eğilimi düşük olan kesimin reel gelirini artırırken, tasarruf eğilimi yüksek olan kesimin reel gelirini artırmak suretiyle ekonomik büyümeye neden olmaktadır.

Ancak 1980 sonrası yapılan pek çok ampirik çalışma enflasyon ile büyüme arasında kısa sürelinin ilişkinin pozitif olmasına karşı uzun dönemde bu ilişkinin tersine döndüğünü göstermeye başlamıştır.

⁵² Metin Berber, Seyfettin Artan, “Enflasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisi”, **Türkiye Ekonomik Kurumu Araştırmalar Metni 2004/21**, Ekim 2004, s.2-3

Andrés, Hernando uzun dönemde enflasyonun iki farklı kanalla büyümeyi olumsuz etkilediğini ifade etmektedir. İlki, yatırım meylindeki düşme iken diğeri kullanılan girdi etkinliğindeki azalmadır. OECD ülkeleri üzerine yapılan çalışmada enflasyonun büyüme üzerinde düşük enflasyonlu ülkelerde bile uzun dönemde olumsuz etkisinin var olduğunu, enflasyon oranında %1' lik bir düşüşün kişi başına geliri %0,5 ila %2 aralığında arttıracaklarını söylemektedirler. Bununla birlikte iki değişken arasındaki negatif ilişkinin düşük enflasyonlu ülkelerde istatistiksel olarak daha anlamlı çıktığını ifade ederler.⁵³

Fischer 80 ülke üzerinde yaptığı panel data çalışmasında enflasyon oranında % 1 oranında bir artışın yıllık üretim artışında %0,4 oranında azalmaya neden olacağını ifade eder. Ancak bu etkinin enflasyon düzeyi ile değişiklik göstereceğini düşük enflasyonlu ülkelerde (%0-%15) bu maliyetin %0.125 çıkacağını ekler.⁵⁴

Bruno ve Easterly 127 ülkenin 32 yıllık (1961-1992) enflasyon ve büyüme verilerini analiz ederek enflasyon oranının %10'un altında olduğu ekonomilerde kişi başına büyüme hızının %2 civarında olduğunu, enflasyonun %0-20 arasında olduğu ekonomilerde büyüme oranlarının oldukça yüksek olduğunu ancak %1000' in üzerinde enflasyona sahip ülkelerde bu oranın %6' ya düştüğünü söyler.⁵⁵

Dornbusch ve Fischer %15-30 arasında bir enflasyonu ılımlı enflasyon olarak tanımlayıp bu enflasyon düzeyinde büyümenin gerçekleşebileceğini ancak bu oranın üzerinde bir enflasyonda makro kontrollerin yüksek risk taşıması nedeni ile ekonomiye zarar vereceğini söyler. %40 enflasyonu eşik olarak tanımlayıp beş yıllık dönem içinde bu oranın üzerinde enflasyona sahip bir ekonomide ters büyümenin gerçekleşeceğini ve enflasyonda üç haneye ulaşma riskinin de iki katına çıkacağını belirtirler.⁵⁶

⁵³ Javier Andrés, Ignacio Hernando, "Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence for OECD", **NBER Working Paper**, No. 6062, 1997, s.12-18

⁵⁴ Stanley Fischer, "The Role of Macroeconomics Factors in Growth", **Journal of Monetary Economics**, 1993, No. 32, p.485- 512

⁵⁵ Michael Bruno, William Easterly, "Inflation Crises and Long Run Growth", **NBER Working Paper**, No. 5209, 1995, s. 7

⁵⁶ a.g.e.

Bruno ve Easterly de 2 yıl ard arda %40 eşiğini geçen ekonomileri enflasyon krizine sahip olarak değerlendirip bu ekonomilerin kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası büyüme oranlarını hem yıllık dünya ortalama büyüme oranlarıyla hem de ülkelerin kendi ortalama büyüme oranları ile karşılaştırır. Enflasyon krizi süresince ülkelerin büyüme hızının hem dünya ortalamasının hem de ülkelerin ortalama büyüme hızının altında kaldığını; ayrıca enflasyonu ılımlı seviyeye indirmeyi başarmış ülkelerin kriz sonrası büyüme oranlarının dünya ortalamasının üzerinde olmasıyla birlikte pek çok ülkede bu oranın kriz öncesi büyüme hızından daha fazla olduğu sonucuna ulaşırlar.⁵⁷

Barro büyümeye etki eden unsurları sabit tuttuğunda yıllık enflasyon oranında %10'luk bir artışın yıllık GSYH artış oranında %0,24 düşmeye neden olduğunu söyler. Düşük enflasyonlu ülkelerde enflasyon büyüme ilişkisinin daha anlamlı çıktığı görüşüne karşı çıkmaktadır. Bunun için incelediği 100 ülkeyi enflasyon oranı önce %15 altı ve üzeri olarak ikiye, daha sonra %15 altı, %15- %40 ve %40 üzeri olmak üzere üçe ayırır ve bu negatif ilişkinin düşük enflasyonlu ülkelerde çok önemli olmadığını ılımlı ve yüksek enflasyonlu ülkelerde dikkat çekici olduğunu belirtir.⁵⁸

1960'lı yıllardan bu yana yapılan çalışmalarda bulunan enflasyon ile reel büyüme arasındaki negatif ilişki kadar önemli olan bir diğer husus ise reel büyüme ile enflasyondaki değişkenlik arasındaki negatif ilişkidir.⁵⁹ Enflasyon oranındaki değişkenliğin artması ekonomide belirsizliklerin derinleşmesine ve ülkelerin reel üretim artışı üzerinde olumsuzluğa sebep olmaktadır.

Enflasyon ile büyüme arasındaki ilişki görüş birliği içinde bulunmasa da ortak kanı, bu iki değişken arasında uzun dönemde negatif bir ilişkinin var olduğudur. Ayrıca, söz konusu ilişki tek düze olmayıp fiyat istikrarından resesyona

⁵⁷ Michael Bruno, William Easterly, a.g.e., s. 10- 11

⁵⁸ Robert J. Barro, "Inflation and Economic Growth", **NBER Working Paper**, No. 5326, 1995, s. 9-10

⁵⁹ Karen Johnson, David Small, Ralph Tryon, "Monetary Policy and Price Stability", **International Finance Discussion Papers**, No:641, 1999,p. 17

geçişin büyümeyi arttırmayacağı veya farklı seviyelerde enflasyonda meydana gelen benzer oranda artışların benzer etkilere sahip olmayacağı konusunda itilafli görüşler mevcut değildir.

1.2. FİYAT İSTİKRARINA ULAŞMADA GELENEKSEL PARA POLİTİKALARI

Fiyat istikrarı sağlama görevi tayin edilmesinden sonra merkez bankalarının çoğuna bağımsızlık verilmiş ancak bu amaca hizmet eden en iyi parasal rejimin seçimi de yoğun tartışma konusu haline gelmiştir. Bu konuda ihtiyari (discretion) ve kurallara dayalı (policy rule) olmak üzere iki temel yaklaşım bulunmaktadır.⁶⁰ İhtiyari politikanın üstünlüğüne inanlar belirli değişkenlerin enflasyonun eğilimini yansıtmasına rağmen aynı zamanda birçok göstergenin göz önüne alınması gerektiğini ve bu göstergelerin yorumlanarak politikaların buna göre belirlenmesi gerektiğini savunmaktadır. Diğer yandan politika kurallarını savunanlar kararlı bir biçimde açık ve kesin hedeflerin kabul edilmesi gerektiğine inanmaktadırlar. Bu hedefler ise; belirli parasal toplamlardaki büyümeler, döviz kuru seviyesi ve enflasyon oranıdır.

Enflasyonun süreklilik gösterdiği ülkelerde, temel makroekonomik değişkenlerde yapılan düzenlemelerin enflasyonun düşürülmesinde yeterli olmadığı gözlemlenmektedir. Bu nedenle enflasyonu düşürmeye yönelik istikrar politikası uygulamaları, enflasyon beklentilerine yön verecek bir nominal çapanın kullanılmasını gerekli kılmaktadır. Enflasyonla mücadelede kullanılan istikrar programı seçilen çapaya göre isim almaktadır: Eğer nominal çapa olarak para arzı kullanılıyorsa “paraya dayalı istikrar programı”, eğer nominal çapa olarak döviz kuru kullanılıyorsa “döviz kuruna dayalı istikrar programı” adını almaktadır.⁶¹ Böylelikle enflasyonla mücadele etmek için söz konusu politikalar kural politikalarıdır.

⁶⁰ Erdal Demirhan, a.g.e., s. 10

⁶¹ Oğuz Yıldırım, “Kura Dayalı İstikrar Politikası Teori ve Ülke Uygulamaları”, Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, 2003, s.2, çevrimiçi: http://www.hazine.gov.tr/arastirma_inceleme/ar_inc_34.pdf, 19.09.2007

1.2.1. DÖVİZ KURUNA DAYALI PARA POLİTİKASI

Dışa açık bir ekonomide döviz kuru, mal, hizmet ve sermaye hareketlerinin yönü üzerinde sahip olduğu etki kadar ödemeler dengesi, enflasyon ve diğer makroekonomik değişkenler üzerindeki baskısı nedeniyle de en önemli fiyatlar arasındadır. Bu nedenle ekonomiye uygun döviz kuru rejimini seçmek ve yönetmek ülkenin rekabet gücü, makroekonomik istikrarı ve büyüme için elzem önem taşımaktadır.

Breton Woods sisteminin çökmesinden sonra enflasyon sorunu özellikle gelişmekte olan ülkeler için ciddi sorun teşkil etmeye başlamış enflasyonun altın standardı sistemi süresince makul düzeylerde kalması enflasyonla mücadelede sabit kur rejimini kuvvetli alternatif haline getirmiştir. Bu nedenle 1980 sonrası pek çok ülke enflasyonla mücadele de döviz kuruna dayalı para politikasını takip etmişlerdir.

Döviz kuruna dayalı istikrar politikası sadece gelişmekte olan ülkelerde değil gelişmiş ülkelerde de uygulanan bir para politikasıdır. Örneğin, Fransa ve İngiltere para birimlerini Alman Mark'ına bağlayarak enflasyonu düşürmeye başarmıştır. 1987 yılında Fransa, politikaya %3 enflasyon oranı ile başlarken 1992'ye kadar enflasyonunu %2' nin altına çekmeyi başarmıştır. Bu tarihta sözkonusu oran Almanya'nın enflasyon oranından bile düşüktür ve nihayet 1996 da her iki ülkenin enflasyon oranları % 2'nin biraz altında eşitlenmiştir. Benzer şekilde 1990 yılında Alman Mark'ına parasını sabitleyen İngiltere'de enflasyon oranı %10 iken ERM' den çıkmaya mecbur kaldığı 1992 yılında enflasyonunu %3 'e düşürmeyi başarmıştı.⁶²

Sabit döviz kuru rejimi, ülke parasının altın, gümüş gibi emtia fiyatına veya düşük enflasyonlu (ABD Doları, Euro) güçlü bir ekonominin para birimine

⁶² Frederic S. Mishkin, “ International Experiences with Different Monetary Policy Regimes”, **NBER Working Paper**, No: 7044, March 1999, p. 3

sabitlenmesi anlamını taşımaktadır. Nominal sabit döviz kuru rejimi ile döviz kuruna ekonomide çapa görevi tayin edilmektedir. Yerli paranın değeri üzerine kısıt koyan nominal çapa fiyat istikrarını amaçlayan başarılı bir para politikasının gerekli bileşeni olmaktadır. Zira, yerli paranın değeri üzerindeki kısıtla enflasyon beklentilerinin aşağıya çekilmesini de kolaylaştırır.⁶³ Ne var ki, nominal çapa tayininde önemli olan husus seçilen nominal çapa ile nihai hedefin yüksek ilişikte bulunmasıdır.

1.2.1.1. TEMEL ÖZELLİKLERİ

Kura dayalı istikrar programının uygulamaları sonrasında ortaya çıkan temel özellikler şu şekilde sıralanabilir:⁶⁴

1. Kura dayalı programlarda kurun nasıl hareket edeceği önceden açıklanacağı için kur reel olarak değerlendirilmektedir. Reel kurun değerlendirilmesini kısmen önlemek için programın başında yerli para devalüe edilmektedir.
2. Ülke parası reel olarak değerlendirildiği için dış ticaret dengesi bozulmakta dış açık artmaktadır.
3. Ekonomik faaliyetler genellikle ilk anda canlanmakta, özellikle reel GSYH, daha sonra bu canlanmayı daralma takip etmektedir. Bireyler gelecek dönem tüketimlerini bu dönemde gerçekleştirmeyi tercih ederek zamanlar arası ikamede bulunmaktadır. Özellikle dayanıklı tüketim mallarına olan talebin artmasıyla programın başında yurt içi talepte canlanma görülmektedir. Ancak talepteki artışın yatırımları ne yönde etkilediği konusunda kesinlik mevcut değildir.

⁶³ A.g.e., p. 1

⁶⁴Guillermo A. Calvo, Carlos A. Veght, "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries", December 1997, p. 12 , Oğuz Yıldırım, a.g.e, s. 4,

4. Ulusal tasarruflar düşmeye başlamakta bu durumla birlikte hem cari işlemler açığı genişlemekte hem de kamu ve özel sektörün döviz cinsinden yükümlülükleri artış göstermektedir.⁶⁵
5. Enflasyondaki düşme yavaş yavaş gerçekleşmektedir. Ancak heteredoks istikrar programlarında fiyat kontrollerinin mevcut olması nedeniyle bu düşüş biraz daha hızlanmaktadır.
6. Reel faizlerin politikaya verdiği tepkiler uygulanan politikanın ortodoks yada heterodoks politika olmasına bağlı olarak değişme gösterdiğinden muğlaktır. Ortodoks politikalarda programın başlarında reel faiz oranları genellikle düşmekteyken, heterodoks politikalarda önemli bir şekilde arttığı görülmektedir.
7. Başarılı bir kur programı için geniş dış finansman çok gerekli değildir. Kur yeterli rezerv ile desteklendiği ve mali durum kontrol edildiği sürece kamu finansmanı için dış kaynak gerekli olmayabilir. Programın ileriki aşamalarında ise, yurt içi politika öncelikleri, ve yüksek oranlı devalüasyon daha önemli rol oynamaktadır.

1.2.1.2. YARARLARI

Döviz kuruna dayalı istikrar programının sağladığı yararlar hem fiyat istikrarı olan nihai hedefe ulaşmada sağladığı kolaylıklar hem de ticareti uyarması ile reel ekonomiyi canlandırmasıdır. Kur çapasının sağladığı yararlar sırasıyla yatırımları ve ticareti arttırtması, enflasyon beklentilerini düşürmesi, dinamik tutarsızlık sorununun zayıflatması ve kolay anlaşılabilir olması olarak adlandırabiliriz.

⁶⁵ a.g.e.

1.2.1.2.1 YATIRIMLARI VE TİCARETLERİ ARTTIRMASI

Nominal döviz kurunun çapa olarak belirlenmesi uluslararası ticarete konu olan malların enflasyon oranını sabitleyerek enflasyonu doğrudan kontrol altına almaya yardımcı olur.⁶⁶ Ayrıca ulusal paranın ülkenin en büyük ticaret ortağının para birine sabitlenmesi ile kur riski ve işlem maliyetlerindeki azalma sonucu yatırım ve ticaret de gelişme beklenir. Sabit döviz kuru veya Avrupa Para Birliği gibi ortak bölgesel bir para, bölgesel ekonomik entegrasyonun gelişmesine yardımcı olabilir. Böylece ticaretini geliştirmeyi amaçlayan ülkeler ticari ortakları ile sabit döviz kurunu benimsemeye daha gönüllü olacaklardır.⁶⁷ Ne var ki, bölgesel birlikleri dışarıda tutarak, döviz kurundaki dalgalanmaların ticaret ve yatırımlar üzerinde etkisini araştıran yeterli sayıda çalışma bulunmamaktadır. Mevcut çalışmalar ise bu değişkenler arasındaki ilişkinin net olmadığını gösterir. Bulunan negatif ilişkiler çok anlamlı değildir.⁶⁸

1.2.1.2.2. ENFLASYON BEKLENTİLERİNİ DÜŞÜRMEŞİ

Sermaye hareketleri üzerinde herhangi bir kısıtlamanın olmadığı bir ekonomide merkez bankası, uygulayacağı para politikasını çapa ülkede uygulanan politikaya itaat edeceğinin taahhüdünde bulunur. Böylelikle para politikasında izlenecek kural açıklanmış olur.

Para politikası ihtiyari özelliğe sahip olduğu zaman enflasyonist eğilimler kendini daha fazla hissettirir. Enflasyonla mücadele etmek isteyen bir merkez bankası kurunu sabitleyerek ya da para kurulu gibi daha uç bir uygulama ile politikalarına daha fazla güven sağlayabilir. Sabit kur rejimini uygulayarak hükümet gerçekte iki taahhütte bulunur. Bunlardan ilki finansal politikalara yönelik olup

⁶⁶ Frederic S. Mishkin, “The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging- Market Countries?”, **International Finance**, Vol. 1, Issue: 1, October 1998, p. 83

⁶⁷ Guillermo A. Calvo, Frederic Mishkin, “ The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries”, **NBER Working Paper**, No: 9808, June 2003, p.18- 19

⁶⁸ Jeffrey A. Frankel, “ No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times”, **NBER Working Paper**, No: 7338, 1999, p. 11

hükümeti finanse etme amacıyla para arzının arttırılmayacağı iken ikincisi programın başında açıklanan kur üzerinden istenilen miktarda dövizin satılması ve satın alınması taahhüdüdür.⁶⁹ Bu taahhütlere dayanılarak döviz kuruna dayalı istikrar programının uygulandığı ülkelerdeki enflasyon beklentileri çapa ülkede gerçekleşen enflasyon oranına sabitlenir. Böylelikle çalışanlar, firma yöneticileri ve ücret- fiyat belirlemede söz sahibi diğer taraflar gelecekte düşük enflasyon bekleyişi içerisinde girdikleri ölçüde enflasyonun düşmesine katkı sağlayacaklardır.⁷⁰

Edwards, dezenflasyon sürecinde ülkelerin sabit kur uygulamalarının nedeni olarak politik güvensizliği, kurumların sofistike özelliğe sahip olamamalarını gösterir. Güvenirlilik ile kurun esnekliğinin ters yönde geliştiğini ifade eder.⁷¹ Nominal döviz kurunun sabitlenmesi ile çapa ülkenin politik istikrarı bireylerin programa olan güvenini arttıracaktır. Ancak nominal çapa her zaman güven unsuru özelliğine de sahip olamayabilmektedir. Eğer ekonomide aktörler döviz kuru hedeflemesiyle otoritelerin tercihlerinin de değiştiğine inanırlarsa, enflasyonun ataleti düşmeye başlayacaktır. Eğer aktörler otoritelerin taahhüdü konusunda şüphe içinde olurlarsa enflasyon beklentileri bu durumdan etkilenecektir.⁷² Dolayısıyla istikrar süreci ekonomik ajanların güvenini arkasına aldığı müddetçe çapa ülkedeki enflasyon oranı ülke içinde enflasyon beklentilerine referans değeri sağlayacaktır.

1.2.1.2.3. ZAMAN TUTARSIZLIĞI SORUNUNU ZAYIFLATMASI

Sabit döviz kuru rejimi kurun ciddi şekilde sabit tutulması durumunda ihtiyari politikaların uygulanma alanını daralttığı kurala dayalı politikalardan biridir.⁷³ Çünkü döviz kuru hedefi para politikasını yönetmede otomatik bir rol oynayarak zaman tutarsızlığı sorunu zayıflatmaya yardımcı olur. Zaman tutarsızlığı sorunu

⁶⁹ Peter J. Quirk, "Exchange Rate Regimes as Inflation Anchors", **Finance&Development**, Vol. 33, No.1, 1996, p. 43

⁷⁰ Jeffrey, A. Frankel, " Experince of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", **NBER Working Paper**, No: 10032, October 2003, p. 9

⁷¹ Sebastian Edwards, "Exchange Rates and Political Economy of Macroeconomic Discipline", **American Economic Review**, May 1996, Vol. 86, No. 2, p. 159- 162

⁷² Sebastian Edwards, " Exchange- Rate Anchors, Credibility, and Inertia: A Tale of Two Crises, Chile and Mexico", **The American Economic Review**, Vol: 86, No. 2, 1996, p. 176

⁷³ Fischer, *Modern Approaches to Central Banking* , p. 36

politikacıların uzun dönemde istenmeyen maliyetlerle toplumu karşı karşıya bırakmasına karşın kısa dönemli hedeflere ulaşmak için izlediği bir politikadır. Reel büyüklüklerde kısa dönemde iyileşme sağlayan aktivist politikalar zaman tutarsızlığı sorununun nedeni olabileceği gibi bu sorunun kaynağı merkez bankasının kendiliğinden değil politikacıların merkez bankasına yaptıkları baskı nedeni ile de ortaya çıkabilmektedir. Kaynağı her ne olursa olsun döviz kuru gibi nominal bir çapanın var olması genişletici para politikası izlenmesi güdüsünü düşürecektir.⁷⁴

1.2.1.2.4. KOLAY ANLAŞILIR OLMASI

Döviz kuru hedeflemesinin bir diğer avantajı ise halk tarafından izlenmesinin kolay olması açık ve anlaşılır olmasıdır.⁷⁵ Politikadan herhangi bir sapma doğrudan kurlara yansımaktadır. Döviz kurları ile ilgili bilginin erişimi kolay basit ve hızlı olması nedeni ile politikaya olan güven artacak ve politikanın başarı şansı yükselecektir.

1.2.1.3. SAKINCALARI

Döviz kuruna dayalı istikrar programının sahip olduğu sakıncalar özellikle gelişmekte olan ülkeler ve yükselen ülkelerde kendini daha fazla hissettiren ve bu programın uygulanması sonrasında ülkelere ağır faturalar çıkaran bir alternatif politikadır. Aşağıda bu tarz istikrar politikalarının sakıncalarını sırasıyla, bağımsız para politikasının uygulanamaması, şok transferi, spekülasyon atakları, zayıflayan sorumluluk ve finansal kırılganlık olarak açıklamaya çalışacağız.

⁷⁴ Frederic S. Mishkin, "International Experience with Different Monetary Policy Regimes", p. 2

⁷⁵ a.g.e., s. 3

1.2.1.3.1. BAĞIMSIZ PARA POLİTİKASININ UYGULANAMAMASI

Döviz kuruna dayalı istikrar programının neden olduğu en temel sorun hükümetin bağımsız para politikası kullanma olanağından tamamıyla vazgeçmesidir.⁷⁶ Sabit döviz kuru rejimi güvenilir olduğu müddetçe Taylor'un ortaya koyduğu faiz paritesi koşulu gerçekleşmek zorundadır. Buna göre yurt içi faiz oranı çapa ülkede uygulanan faiz oranına eşit olmalıdır. Bu kısıtın altında yatan neden imkânsız üçlü (impossible trilemma) teoremi ile açıklanmaktadır. Bu teoreme göre bir ülke sabit kur rejimi, serbest sermaye hareketleri ve bağımsız para politikası alternatiflerinden aynı anda en fazla iki tanesini gerçekleştirebilmektedir.⁷⁷ Örneğin, para arzında bir genişleme sonrası faiz oranlarındaki düşme sermaye çıkışına yol açacak ve para arzında daralmaya sebebiyet verecek uluslar arası rezerv miktarını düşürecektir. Böylelikle faiz oranı ve para arzı eski seviyesine geri dönecektir. Dolayısıyla sabit kur rejimi ve bağımsız sermaye hareketlerinin var olduğu ekonomik şartlarda politika sahibi ülkenin çapa ülkenin uyguladığı para politikasından çıkma şansına sahip değildir. Bu nedenle istikrar politikasını uygulayan ülke, bağımsız olarak yurt içinde ortaya çıkan şoklara müdahale etme amacıyla para politikasını uygulama kabiliyetini kaybetmektedir.

1.2.1.3.2. ŞOK TRANSFERİ

Çapa ülkede meydana gelen bir şok doğrudan doğruya enflasyonla mücadele eden ülkeyi de etkilemektedir. Çünkü şok sonrası çapa ülkede değişen faiz oranları kadar yurtiçinde de faiz oranlarının aynı yönde değişmesi gerekmektedir. Bu durumun çarpıcı bir örneği 1990 yılında Doğu Almanya ile Batı Almanya'nın birleşmesi sırasında görüldü. Birleşme sürecinde ortaya çıkan enflasyon endişeleri ve Doğu Almanya'nın yeniden inşası nedeni ile oluşan mali açık Almanya'yı faiz

⁷⁶ Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rate", **Journal of Economic Perspective**, Vol. 9, Issue: 4, Fall 1995, p. 74- 75

⁷⁷ James Tobin, "Financial Globalization", **World Development**, Vol. 28, No. 6, 2000, p. 110

artırımına mecbur bıraktı. ERM de çapa ülke konumundaki bu faiz artırımı parasını Alman markına sabitleyen ERM deki diğer ülkelere de yansıdı.⁷⁸

1.2.1.3.3. SPEKÜLATİF ATAKLAR

Finansal işlemlerde somut kağıt alış verişi gerektirmeyen iletişim devrimi sonrasında, gelişmiş ülkelerdeki tasarruf fazlalığının tasarruf açığına sahip Asya, Latin Amerika, Afrika ülkelerine ulaşmasında fiziksel engellerin bulunmadığı bir ortamda, mevcut olabilecek tek engel ulusal düzenlemelerdir. Gelişmekte olan ülkelerde birbiri ardına liberalize edilen ulusal sermaye piyasaları ya verimli sermayeye ulaşmada köprü görevine dönüşecek ya döviz krizleri, resesyonlar, depresyonlar, işsizlik artışı gibi sorunlar yaşatacak ya da her ikisine birden neden olacaktır. 1990 yılında bir gün içinde gerçekleşen sermaye işlemlerinin toplam hacmi 1.5 trilyon doları geçerken, aynı yıl merkez ülkelerden çevre ülkelere gerçekleşen yatırım sadece 150 milyar dolardır. Böylelikle dolaşımdaki sermayenin sadece küçük bir kısmı net sermaye girişi, çoğunluğu ise kısa süreli sermaye girişinden ibarettir.⁷⁹

Sermaye piyasalarının gelişmesi ve ülkelerin sermaye kontrollerini kaldırması ile sabit döviz kuru rejimi dışa açık ülkeleri spekülative ataklara daha açık hale getirmektedir. Bu durum gelişmekte olan ülkeler için daha büyük tehdit unsuru olmaktadır. Sabit döviz kuru rejimini uygulamadan önce teknik fizibilite olarak merkez bankalarının spekülative şoklara karşı koyabilmek için parasal taban (gücü yüksek parasal taban)' a eşit miktarda rezerv bulundurmaları gerekmektedir. Ancak uygulamada tabi ki merkez bankası spekülative atak karşısında parasal tabanı tamamıyla ortadan kaldırmaz bunun yerine spekülativeörlerin sermaye çıkışlarını durdurmaya yetecek kadar parasal daralmaya yol açarak faiz oranlarını yükseltir.⁸⁰

⁷⁸ Frederic S. Mishkin, a.g.e., p. 4

⁷⁹ James Tobin, a.g.e. p. 1101

⁸⁰ Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, a.g.e., p. 77- 79

Genellikle sabit kura duyulan güvendedeki eksiklikler kurun kırılmalığının ana nedenidir. Bu güven eksiklikleri politik hatalardan, ticaret veya verimlilik şoklarından, finansal sektörün zayıflığından, ekonominin önemli bir kesiminde bilançolarda döviz cinsinden borçlanmaların geniş yer tutmasından veya ülkede politik istikrarsızlıktan kaynaklanmaktadır. Hükümetin kuru sürdürme kabiliyeti üzerinde şüpheler arttıkça sermaye girişi aniden durur ve yabancı sermaye gözünü uluslar arası rezervlere diker. Bu durumda kuru sabit tutma çabası da rejimi karışıklıkların olduğu böylesi bir anda rejimi terk etmekte oldukça maliyetli olabilmektedir.⁸¹

Hükümetler döviz kurunu savunmak için çeşitli seçeneklere sahiptir; Döviz rezervlerine başvurma, faiz oranlarını artırma, kamu borçlanma gereğini düşürme, ya da ERM' ye üye ülkelerinin pek çoğunun yaptığı gibi sıkı kontrollü bir döviz kuru. Bir sınır söz konusu olduğu durumlarda adı geçen stratejilerin başarı şansı vardır. Ancak işsizliğin, kamu ve özel kesimin yüksek faiz oranlarından zarar gördüğü bir durumda bu politikalar ağır maliyetlere sahip olmaktadır. Bu nedenle hükümetler sabit kuru sürdürmenin maliyetlerini ve elde edecekleri kazançları karşılaştırmak zorundadır. Çoğunlukla böyle bir karşılaştırma sonucu sabit kuru sürdürme maliyetlerinin ağır olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Oluşturacağı maliyetler nedeni ile hükümetin sabit kuru sürdüreceğine piyasanın şüphe ile bakması veya sabit kuru başarı ile sürdürmenin düşük kazançlar getireceği beklentisi spekülâtif atağı tetikleyebilmektedir.⁸²

Yurtiçi veya yurtdışında yaşanan ekonomik şoklar nominal döviz kurunu resmi kur dengesinden uzaklaştırabilmektedir. Eğer resmi kur aşırı değerli ise kuru savunmak için şüphesiz faiz oranlarını yükseltmek ve cari açığı düşürecek mali politikalara başvurmak gereklidir. Ancak kurun dengeden uzaklaşması az olduğu ve gerekli politika önlemleri zamanında alındığı müddetçe şoktan korunma başarılı olmaktadır. Tersine dengesizliğin büyük olduğu, uygulanan politikanın yavaş tepki

⁸¹ Fahrettin Yağcı, "Choice of Exchange Rate Regimes For Developing Countries", **Africa Region Working Paper Series**, No. 16, April 2001, p. 10

⁸² Maurice Obstfeld, "The Logic of Currency Crises", **NBER Working Paper Series**, No.4640, Şubat 1994, s.21- 22

verdiği veya güçlü ve uzun süreli bir şokun varlığı nedeni ile gerekli politikalar etkisiz kalabilmekte döviz kuruna saldırı başarıyla gerçekleşmektedir.⁸³

Döviz kurunu faiz oranlarını yükselterek savunmak oldukça maliyetli olabilmektedir. 1992 krizinde İngiltere, Fransa, İtalya, İspanya ve İsveç merkez bankalarının döviz piyasasına müdahaleleri yaklaşık 100 milyar dolar bulmaktadır. Ayrıca söz konusu ülkelerde merkez bankalarının müdahaleler sırasındaki zararı 4 milyar ila 6 milyar dolar dolayındadır.⁸⁴

Kendi kendini besleyen beklentiler altında, spekülasyon atakları ekonomik göstergeler güçlü olsa dahi döviz krizlerine yol açabilmektedir. Ara rejimler spekülasyonlara tek yönlü bir bahis (one-way bet) sunmaktadır. Döviz piyasalarının sığ olduğu ekonomilerde büyük oyuncuların veya gelişmiş ülkelerin portföylerini yeniden tahsis etmeleri yerli paradan dövizde kaçışı başlatabilir. Oysa dalgalı kur rejiminde spekülasyonların karşısında iki yönlü bahis (two-way bet) söz konusudur. Kurun düşmesi sonucunda katlanılması olası alternatif spekülasyonları engellemeye yardımcı olan bir unsurdur.⁸⁵

1.2.1.3.4. ZAYIFLAYAN SORUMLULUK

Amerika'da uzun vadeli bono piyasası genişletici para politikasına imkân vermeyecek sinyal özelliğine sahiptir. Eğer FED genişletici politika izlerse ya da politikacılar bu amaçla FED'e baskı yaparlarsa bono piyasası enflasyon korkusuna maruz kalmakta uzun vadeli bono fiyatları hızla düşerken faiz oranları artmaktadır. Uzun vadeli bono piyasasındaki enflasyon endişeleri FED'i kısa vadeli istihdam hedefine ulaştıracak genişletici politikaları takip etmesini engelleyecek zaman boyutunda tutarsızlık problemini hafifletecektir. Böylelikle bono piyasasından alınan

⁸³ Stanley Fischer, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", January 2001, s. 5 (çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf>, 24. 09. 2007

⁸⁴ Frederic S. Mishkin, "The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging- Market Countries?" p.86

⁸⁵ Fahrettin Yağcı, a.g.e., p. 12

sinyaller FED' i enflasyonu kontrol altına almada daha sorumlu kılmaktadır. Diğer taraftan da politikacıların aynı sinyaller ile FED'in dezenflasyon politikasını eleştirme eğilimleri azalmaktadır.

Uzun vadeli bono piyasası pek çok ülkede özellikle gelişmekte olan ülkelerde mevcut değildir. Bu ülkelerde bono piyasasının işlevine benzer görevi döviz piyasası görmektedir. Kurlardaki günlük dalgalanmalar para politikasının durumu hakkında işaret niteliğine sahip olmakta böylelikle para otoritelerini politika ile ilgili daha sorumlu hale getirmektedir. Ancak sabit kur sisteminde günlük kur dalgalanmalarının olmayışı merkez bankasının politik sorumluluğunu düşürmektedir.⁸⁶

1.2.1.3.5. FİNANSAL KIRILGANLIK

Gelişmekte olan ülkeler açısından döviz kuruna dayalı istikrar programının sahip olduğu dezavantaj daha fazla önem arz etmektedir. Çünkü bu durum finansal kırılganlığı arttırmakta ve finansal krizlere yol açabilmektedir. Finansal kriz olasılığını arttıran nedenler şunlardır:⁸⁷

1. Gelişmekte olan ülkelerde borç sözleşmeleri gelişmiş ülkelerin tersine yabancı para cinsinden imzalanmaktadır. Bu nedenle gerçekleştirilecek bir devalüasyon firmaların borç yükünü arttıracaktır. Bilânçoda ulusal para cinsinden ifade edilen varlıklarda bir artış olmadığı için yükümlülüklerin artması firmaların net varlıklarını düşürecek ve borç geri ödemelerinde sorunların çıkmasına neden olacaktır. Ayrıca söz konusu durum firmaları aşırı risk almaya yöneltecek ve ahlaki tehlikeyi artıracaktır. Böylece daha büyük bir riskle karşılaşan borç verenler kredi arzını azaltacakları için ekonomik aktivite de daralacaktır.

⁸⁶ Mishkin, a.g.e., p.87

⁸⁷ Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", p. 8-10

2. Ulusal paranın değerindeki düşüş bankacılık kesiminde bilanço yapısını da bozmaktadır. Çünkü kısa dönemli yükümlülükler karşısında uzun dönemli kredi tahsisinde bulunan bankacılık yapısı karşılaştığı zorluk karşısında kredi arzını düşürmek zorunda kalmaktadır. Ödünç verilen fon miktarındaki düşüş yine ekonomik aktiviteyi daraltmaktadır. Diğer taraftan firmaların ve halkın borçlarını ödeyememe sorunu bankaların alacak tarafında kayıplara neden olabilmektedir.
3. Sabit döviz kuru yabancı yatırımcının kur riskini düşürerek yabancı sermaye girişinde artışa neden olmaktadır. Artan sermaye girişleriyle birlikte sermaye hareketlerinde denetim ve gözetim süreçlerindeki zayıflıklar ve hükümet garantileri finansal kurumların aşırı risk alma eğilimini artırmaktadır. Böylelikle borç verme patlaması yaşanarak banka bilançolarının kötüleşmesine neden olmaktadır.
4. Merkez bankasının spekülâtif ataklara karşı faiz oranlarını attırması banka bilançolarını olumsuz etkilemektedir. Çünkü bankaların kısa vadeli yükümlülüklerle sahip olması ve ekonominin küçülmesinden kaynaklanan yüksek kredi riski bilançoları daha çok kötüleştirerek bankacılık sistemindeki zayıflamayı arttıracaktır. Söz konusu durumun algılanması ile spekülâtörlerin saldırıları daha da artarak finansal kriz döviz krizine de neden olabilecektir.

1.2.2. PARASAL BÜYÜKLÜĞE DAYALI PARA POLİTİKASI

Parasal hedefleme, enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin artış oranının hedef alınarak belirlenmesidir.⁸⁸ Parasal hedefleme stratejisinin tercih edilmesi, para arzı değişkeninin yetkili para otoritelerince kısa süre içerisinde yönlendirilebileceği gerekçesine dayanmaktadır.

⁸⁸ Seyfettin Erdoğan, "Alternatif Para Politikaları Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2005, Sayı 9, s. 39

Para arzının kontrolüne dayanan bu istikrar programları kronik enflasyonun hâkim olduğu ekonomilerde pek uygulanmamaktadır. Ancak Almanya (1974), İsviçre (1975), Kanada (1975) ve İngiltere (1976) gibi nisbi düşük enflasyonlu gelişmiş ülkelerin yanı sıra Arjantin (1990), Brezilya(1990), Şili (1975), Dominik Cumhuriyeti(1991) ve Peru (1990) gibi kronik enflasyonlu gelişmekte olan ülkeler de parasal hedefleme programı ile fiyat istikrarı arayışına girişmişlerdir.⁸⁹

Parasal büyüklüklerle ilgili ilk olarak M. Friedman tarafından önerilen “para stokunun sabit bir oranda arttırılması” (x%) kuralından başka Bennet McCallum ve Meltzer tarafından önerilen para stoku veya parasal tabandaki değişim oranına göre ayarlanan miktar kuralları vardır.⁹⁰

Mc Callum Kural şu şekilde formüle edilmektedir:

$$\Delta b_t = \Delta x^* - \Delta v_t^* + 0,5(\Delta x^* - \Delta x_{t-1})$$

Δb_t = parasal tabandaki logaritmik değişme

Δx^* = nominal GSMH’da logaritmik değişme

Δv_t^* = ortalama dolaşım hızı artış oranı

Δx^* = hedef GSYİH büyüme hızı, $\pi + \Delta y^*$

Δy^* = uzun dönemli reel GSYİH artış hızı

Π^* = hedef enflasyon oranı

1.2.2.1. TEMEL ÖZELLİKLERİ

Parasal hedefleme stratejisinin üç temel özelliği mevcuttur⁹¹ :

⁸⁹Guillermo A. Calvo, Carlos A. Vegh, “Inflation Stabilization and Nominal Anchors”, **Contemporary Economic Policy**, 1994, Vol.12, No. 2, s. 39

⁹⁰ Gülsün Gürkan Yay, a.g.e., s. 7

⁹¹ Frederic Mishkin, a.g.e., p. 3

1. Para politikasının yürütülmesinde, güvenin parasal büyüklüğü ifade eden bilgiye dayanması,
2. Parasal büyüklük hedefinin ilan edilmesi ve
3. Parasal hedeften büyük ve sistematik sapmaları engellemek için belirli sorumluluk mekanizmalarının geliştirilmesi

Ayrıca parasal hedefleme mali baskınlığın düşük olduğu ve program süresince esnek döviz kuru rejiminin uygulanması gerekliliği üzerine inşa edilmiştir.⁹²

Parasal hedefleme politikasını ilk uygulanan merkez bankası Bundesbank'tır. Bundesbank'ı bu yönde karar almasına neden olan etmenler 1970'lerin başlarında artan enflasyon oranı ile mevcut politikanın sürdürülmesinde karşılaşılan güçlükler, sabit kur sistemine dayalı Bretton Woods sisteminin çöküşü ve Bundesbank'ın mekanik bir yolla takip etmemesine karşın söz konusu dönemde monetaristlerin parasal hedeflemeye yönelik çalışmalarındaki gelişmelerdir.

Ancak parasal büyüklüğe dayanan bu programın başarısı olmazsa olmaz iki şarta bağlıdır. Bunlardan ilki hedef değişken (enflasyon, nominal gelir) ile hedeflenen büyüklük arasında güçlü ve anlamlı ilişkinin bulunmasıdır⁹³. Bu da paranın dolanım hızının istikrarlı olmasını diğer bir deyişle para talebinin istikrarlı veya öngörülebilir olmasını gerektirir.⁹⁴ Aksi takdirde hedef değişken ile nihai hedef arasındaki ilişki zayıflayacaktır. Böyle bir durum hedef değişken üzerinde arzu edilen sonuçların doğmasına mani olacak ve parasal büyüklük para politikasının durumu ile ilgili etkin işareti sağlayamayacaktır. Bu gerekliliğin anlamı, merkez bankasının operasyonel hedeflerindeki değişiklere istikrarlı ve öngörülebilir tepki veren bir ara hedefin bulunması ve bu etkilerin hızlı bir şekilde nihai hedef üzerinde kendini göstermesidir.⁹⁵ İkinci şart ise parasal büyüklüğün tamamıyla merkez

⁹² Frederic Mishkin, Miguel A. Savastano, "Monetary Policy Strategies for Latin America", **Journal of Development Economics**, 2001, Vol. 66, s.424

⁹³ Mishkin, "a.g.e.", p.13

⁹⁴ Stanley Fischer, "Maintaining Price Stability", **Finance&Development**, 1996, Vol. 33, No. 4, p.

⁹⁵ Peter Schmid, "Monetary Targeting in Practise: The German Experience", Center for Financial Studies Working Paper 1999/03, İnternet Adresi: http://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/wp/99_03.pdf Erişim Tarihi: 21.08.2007

bankası kontrolü altında olmasıdır. Eğer değilse, parasal büyüklük, politikacıların niyetleri konusunda doğru sinyal olmaktan uzaklaşır ve böylelikle parasal otoriteyi politikanın sorumluluğundan uzaklaştırır.

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan parasal büyüklüğe dayalı istikrar programlarında edinilen tecrübeler aşağıda sıralanan ortak yargılara varmayı mümkün kılmaktadır⁹⁶:

1. Enflasyondaki düşme hızı döviz kuruna dayalı istikrar programına göre daha hızlı olsa da, bu düşüşün parasal artış oranına yavaş yaklaşması,
2. Yerli parada değerlenmenin meydana gelmesi,
3. Ticaret dengesinde veya cari işlemler hesabında belirgin bir tepkinin ortaya çıkmaması,
4. Programın başlangıcında kısa süreli de olsa ekonomik aktivitede keskin bir daralmaya neden olması ve
5. Bu programla ilgili likidite tayinlemesinin neden olduğu yurt içi reel faiz oranlarının yükselmesi.

1.2.2.2. PARASAL HEDEFLEMENİN YARARLARI

Parasal hedefleme politikasının en büyük avantajı, döviz kuruna dayalı istikrar politikasının tersine yurt içi bağımsız para politikası uygulayabilmesidir. Onun dışında önemli bir diğer fayda ise sadece bu politikada değil her türlü istikrar programı için önemi hayati olan şeffaflık ve hesap verebilirliğin mevcut oluşudur.

1.2.2.2.1. BAĞIMSIZ PARA POLİTİKASI UYGULANABİLMESİ

Normatif tartışmalarda iyi bir hedefte bulunması gereken özellikler şu şekilde sıralanmaktadır⁹⁷

⁹⁶ Calvo & Vegh, a.g.e., s. 39 -40

1. Hedefin kolay kontrol edilebilir olması,
2. Kamuya yüksek derecede açık olması (şeffaf olması),
3. Nihai hedefle yüksek korelasyona sahip olması,
4. Kısa aralıklarla gözlemlenebilir olması
5. Diğer ekonomik amaçlara ulaşmada herhangi bir engel teşkil etmemesi

Parasal hedeflemenin sıralanan özelliklere en fazla bağlı kaldığı alan bu büyüklüğün merkez bankasının kontrolü altında bulunmasıdır. Bu durum merkez bankasına yurtiçinde gelişen koşullarla başa çıkabilme olanağı tanıyarak döviz kuruna dayalı istikrar programı karşısında en büyük üstünlüğü ifade etmektedir.⁹⁸ Yine kur çapasından farklı olarak merkez bankasına dış ülkelerin enflasyon oranlarından farklı bağımsız bir enflasyon oranı hedefi belirleme serbestliği getirmektedir. Ayrıca geçici üretim dalgalanmaları ve belirli dış şoklara karşı para politikası alanı bırakmaktadır.⁹⁹

1.2.1.2.2 ŞEFFAFLIK VE HESAP VEREBİLİRLİĞİN ARTMASI

Uygulanan politika her ne olursa olsun araç hedeflerin varlığı merkez bankası ile kamuoyu arasında bir köprü görevini bünyesinde barındırmaktadır. Bu nedenle parasal büyüklüğün araç olarak seçildiği bu politikada adı geçen büyüklük iktisadi ajanlar için para politikası ve enflasyon beklentisine rehberlik etmektedir. Diğer taraftan yalnızca bir hedefin belirlenmesi ve bu hedefe hangi politikalarla ulaşılabileceğinin duyurulması bir taahhüt niteliği taşıyarak merkez bankasının hesap verilebilirliğini arttırmaktadır. Bununla birlikte hedeften sapmanın nedenlerinin açıklanmasını gerektirmekte, duyurulan politikadan uzaklaşma imkânını minimize etmekte ve nihai hedefe ulaşmada kolaylık sağlamaktadır.¹⁰⁰

⁹⁷ Alex Cukierman, “Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe” **Paper Presented at the Conference on European Monetary Policy**, November 30 and December 1, 1995, s. 4

⁹⁸ Mishkin, “International Experiences with Different Monetary Policy”, p.14

⁹⁹ Mishkin, Savastano, a.g.e., s. 424

¹⁰⁰ Peter Schmid, a.g.e., s. 4-5

Merkez bankalarının ortalama iki üç haftalık sürelerle güncelledikleri parasal büyüklüklere dayalı bilgilere ulaşım imkânının kolay olması politikanın kontrol edilmesini de kolaylaştırmaktadır.¹⁰¹ Ne var ki, parasal büyüklüklerin takibi enflasyondaki aylık veya döviz kurlarındaki günlük değişimlerinden daha zordur.

1.2.2.3 PARASAL HEDEFLEMENİN SAKINCALARI

Parasal hedefleme politikasının sakıncaları, döviz kuruna dayalı istikrar politikasından biraz daha farklı olarak bu politikanın artık teknik olarak uygulanamayacağını göstermesidir. Politikanın uygulanamamasının teknik nedeni olarak ilk sakınca nihai hedef ile araç değişken arasındaki ilişkinin zayıflamasıdır. Bunun dışında bir diğer sakınca ise ekonomik aktiviteyi düşürmesidir.

1.2.2.3.1. NİHAİ HEDEF İLE ARAÇ DEĞİŞKEN ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ZAYIFLAMASI

Parasal Hedefleme sisteminin en büyük sakıncası 1980'lerin başlarında finansal piyasalarda görülen entegrasyon ve bu piyasalarda kullanılacak alternatif araçların ortaya çıkması ile politikanın başarısı için gerekli olan koşulların ortadan kalkmaya başlamasıdır.

Parasal büyüklüğe dayalı istikrar politikalarında arzu edilen sonucu elde etmenin iki ön koşulu olduğunu söylemiştik. Bunlardan ilki hedef değişken ile hedeflenen büyüklük arasında kuvvetli bir ilişkinin var olması gerektiği idi. Söz konusu ilişkinin sürmesi ise istikrarlı ve öngörülebilir para talebi fonksiyonuna dayanmaktaydı. Ancak finansal kurumların para ikamesini geliştirecek yenilikleriyle

¹⁰¹ Mishkin, Savastano, a.g.e., s. 424

para talebinin git gide istikrarsız yapıya dönüşmeye başlaması, parasal büyüklükler ile enflasyon arasında kısa dönem korelasyonun zayıflamasına yol açmıştır.¹⁰²

Başarı için gerekli olan ikinci şart ise hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından kontrol ediliyor olmasıdır. Ancak merkez bankasının para arzı üzerinde mutlak bir hâkimiyete sahip değildir. Merkez bankası, emisyon ve zorunlu karşılık oranlarıyla para arzını etkileyebilir. Fakat para arzını etkileyecek nakit-mevduat oranı halk tarafından belirlerken mevduat ve ihtiyari rezervleri ise bankacılık kesimi tarafından belirlenmektedir. Ancak geniş tabanlı para stoku tanımlarına geçildikçe merkez bankasının parasal büyüklük üzerindeki hâkimiyeti sınırlanmaya başlayacağı için politikanın başarısı güçleşmektedir. Bu nedenle uygulamada hangi parasal büyüklüğün seçileceği tartışma konusu olmuştur. Dar anlamda parasal büyüklüğü merkez bankası daha kolay kontrol edebilmesine karşı; finansal liberalizasyon ile sermayenin dolaşımındaki engellerin ortadan kalkması ve finansal yenilikler olarak tanımlanan, ticari senetlerin çeşitliliğin artması, euro piyasaların oluşumu ve bu piyasalardan alternatif borçlanma imkânı, yeniden alım sözleşmesi, kredi kartları ve elektronik kartlar gibi yenilikler vb. seçilmesi gereken parasal büyüklük tartışmalarını M2 ve M3'e doğru kaydırmıştır. Ancak burada yatan en önemli sorun merkez bankasının M3 parasal büyüklük üzerinde kontrolünün zayıflığı politikanın başarı şansını zorlaştırmasıdır.

Reel balans talebinin kuramsal olarak reel gelir düzeyi yükseldiğinde arttığı, faiz oranı arttığında azaldığı hemen hemen herkes tarafından kabul edilmektedir. Ancak 1970'li yılların ortalarından sonra para talebi fonksiyonu bu mekanik ilişkiye ters düşecek şekilde kaymıştır. Böylelikle M1 için talep tahmini yapmak zorlaşmış 1980'lerde M2 para stoku hedeflemesine gidilmiştir. Nitekim aynı sorun 1990'lı yılların başında M2 tanımlı parasal büyüklükte kendini tekrardan göstermiştir.¹⁰³

¹⁰² Enzo Croce, Khan S. Mohsin, "Monetary Regimes and Inflation Targeting", **Finance & Development**, Vol. 37, No. 3, p. 49

¹⁰³ Nuray Çakır Yıldız, "İstikrar Programlarında Nominal Çapa ve Türkiye Örneğinde Enflasyon Hedeflemesi", Azim Yayıncılık, İstanbul, 2006, s. 51

1.2.2.3.2 EKONOMİK AKTİVİTEYİ DÜŞÜRMEŞİ

Parasal hedefleme stratejisi uygulanırken reel gelir ve toplam talep düzeyinde reel para balansları talebindeki istikrarsızlıktan kaynaklanan değışiklikleri görmek mümkündür. Reel para balanslarında artış (azalış) olmasına rağmen merkez bankası para miktarını hedeflediğı düzeyde tutmak isterse denge faiz oranı artar (azalır). Denge faiz oranındaki bir artış ise ekonomik aktivite üzerinde daraltıcı (genişletici) etkiye neden olur.¹⁰⁴

Parasal büyüklüğe dayalı bu istikrar politikası döviz kuruna esneklik imkanı sağlar. Böylece bu politika altında yatan bir diğer risk de yüksek faiz oranları sonucu yerli paranın aşırı değerlenebilmesidir. Aşırı değerli yerli para, uzun ve derin resesyon olasılığını arttırmaktadır. Bu durum, gelir üzerinde devrevi etkilere neden olabilecek ve politikadan dönüş riski ile finansal istikrarın altını oyabilecektir.¹⁰⁵ Ancak resesyon, kur çapasından farklı olarak, programın sonlarında değil başlangıç dönemlerinde ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle politikacılar parasal çapa ile kur çapası arasında tercih yaparken resesyonun zamanı (recession in now against recession after) konusunda da tercihte bulunmuş olmaktadır.¹⁰⁶ Politikanın güvenilirliği resesyonun şiddeti üzerinde de etkilidir. Çünkü güvenilir program karşısında reel balans talebi daha fazla artarak, sabit para arzı artış şartlarında yarattığı talep fazlalığı ile faiz oranları üzerinde daha yoğun baskı uygularken, daha az güvenli programda reel balans talebindeki artış daha az olacağı için faiz oranlarını arttırıcı etkisi daha az olacaktır.¹⁰⁷

Enflasyonun, parasal büyüklüklerde bir değışim olmadan çıktı düzeyini değıştiren nominal şoklardan, değışen faiz oranlarıyla para tutmanın alternatif

¹⁰⁴ Erdoğan, Seyfettin; (2005), “ Alternatif Para Politikaları Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 9, 2005, s. 42

¹⁰⁵ Rudiger Dornbusch, Federico Sturzenegger, Holger Wolf, “Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization”, **Brooking Papers of Economic Activity**, 2, 1990, p. 58

¹⁰⁶ Calvo, Vegh, “ Inflation Stabilization and BOP Crise”, p. 19-20

¹⁰⁷ Calvo, Vegh, “ Inflation Stabization and Nominal Anchor”, p. 42

maliyetleri etkilenerak para gelir oranındaki değişmelerden ve finansal kurumlardaki değişimleri takiben para tanımının değişebilmesinden etkilenerak parasal büyüme ile enflasyon arasındaki ilişki büyüklüğü kaybolmaya başlamıştır.¹⁰⁸

¹⁰⁸ Nuran Çakır Yıldız, s.65

II. BÖLÜM

PARA POLİTİKASINDA YENİ BİR STRATEJİ

ENFLASYON HEDEFLEMESİ

2.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Çeyrek asrı aşkın süredir para politikası alanında sürekli tartışılan konuların başında parasal alanda nasıl bir politikanın yürütülmesi gerektiği yer almaktadır. Para politikasının yürütülmesinde ihtilafli iki görüş kurala dayalı politikalar ve ihtiyari politikalaradır.

İhtiyari politika savunucuları, merkez bankasının politikanın uygulanacağı dönemin başında belirli bir kural belirleyip, politika süresi içinde sadece bu kurala dayalı hareketlerde bulunmasının oldukça yanlış olduğunu ifade etmektedirler. Çünkü söz konusu dönem içinde ortaya çıkan beklenmedik şok durumunda merkez bankasının kural politikasıyla ellerinin bağlanması ekonominin ödemesi gereken maliyeti ağırlaştırmaktadır. Bu nedenle merkez bankası politikayı uygulayacağı periyodun başında kuralları belirlemek yerine periyod içersinde sürekli enflasyonla ilgili verileri takip etmeli ve ilgili mevcut tüm bilgi seti ile reoptimizasyon kararları almalıdır.

Takdire bağlı politikanın tersine kurala bağlı politika savunucuları ise zaman tutarsızlığı sorunu üzerine giderek ihtiyari bir politika takip eden merkez bankasının her zaman enflasyonu arttırma eğilimi olmasından şikâyet etmektedirler. Reoptimizasyon sonucu alınacak kararın etkin olmadığını ve uzun dönemde politikanın maliyetlerini arttırdığını ifade etmektedirler.

Kural politikalar en geniş anlamı ile para politikasının yürütülmesinde, öngörülen bir rehber olarak tanımlanmaktadır.¹⁰⁹ Uygulamada kural politikası araç kuralı ve hedef kuralı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Literatürde en sık yer alan ve kural kelimesi telaffuz edildiğinde ilk akla gelen politika, araç kuralıdır. Araç kuralı, önceden belirlenen veya geleceğe yönelik değişkenlerin önceden tanımlanmış fonksiyonu olarak ifade edilebilir. Eğer araç, sadece önceden belirlenmiş değişkenlerin tanımlanmış fonksiyonu ise yani tanımlanmış bir tepki fonksiyonu ise açık araç kuralı olarak adlandırılır. Eğer araç, geleceğe yönelik değişkenlerin tanımlı bir fonksiyonu ise yani tanımlı bir örtülü tepki fonksiyonu ise örtülü araç kuralı olarak adlandırılır. Basit bir araç kuralı birkaç argümana sahiptir diğer bir deyişle kural önceden belirlenen veya geleceğe yönelik birkaç değişkene dayanmaktadır.¹¹⁰

Kısacası, araç kuralı merkez bankasının para politikası aracını sahip olduğu bilgi temeli üzerinde yönlendirmesidir. Ancak söz konusu bilgi, modeldeki az sayıdaki değişkenin şimdiki dönem değerinin tam olarak bilinmesine dayanıyorsa açık, geleceğe yönelik tahmin ise örtük araç kuralı olarak adlandırılmaktadır.

Enflasyon gibi uzun dönem politika amacına yönelik hedeflerden çok, ara hedeflere yönelimin sebepleri ise para politikası faaliyetleri ile enflasyon arasındaki gecikmelerin bu faaliyetler ile parasal toplamlar arasındaki gecikmelere göre daha uzun olmasına dair kanaat ve parasal büyüklüklerin para politikası tarafından doğrudan kontrol edilebileceğinin düşünülmesidir.¹¹¹

Enflasyon hedeflemesinin kural politika olarak mı yoksa ihtiyari politika olarak mı tanımlanması gerektiği konusu aslında bir sentez içermektedir. Mishkin'e göre kural politika ve ihtiyari politika arasındaki geleneksel ayrım yanlış sonuca ulaşmaya neden olabilmektedir. Daha uygun politik strateji, politikacıların uzun

¹⁰⁹ Lars E. O. Swensson, "Inflation Targeting As a Monetary Targeting Rule" **Journal of Monetary Economics**, Vol. 43, 1999, p.614

¹¹⁰ A.g.e. s. 614- 615

¹¹¹ Demirhan, a.g.e., s. 27

dönemde arzu edilmeyen sonuçlar doğuracak politikaları sistematik olarak takip etmelerinin önüne geçecek ve geleceğe yönelik modelleri kullanan kural benzeri bir politik stratejidir. Mishkin, enflasyon hedeflemesi politikasına kısaca “sınırlandırılmış ihtiyarilik” (restricted discretionary) demektedir.¹¹²

Aslında enflasyon hedeflemesi katı bir kuraldan uzak bir şekilde uygulanmaktadır. Bu nedenle sınırlandırılmış ihtiyari politika olarak adlandırılması mümkündür. Çünkü, ilk olarak, enflasyon hedeflemesi merkez bankasının para politikasını nasıl yönetmesini gösteren basit ve mekanik bir kural değildir. Daha çok enflasyon hedefine ulaşmada, merkez bankasının en uygun politikayı belirleyebilmesi için mevcut tüm bilgileri kullanmasını gerekli kılar. Basit bir kuralın tersine, merkez bankasının bir takım verileri önemsemeyip yalnızca bir iki önemli değişken üzerinde odaklanmasını reddeder. İkinci olarak ise enflasyon hedeflemesi uygulamada önemli ölçüde ihtiyariliği bünyesinde barındırmaktadır. Ekonomik koşullara göre kendini yeniden şekillendirmektedir.¹¹³

Enflasyon hedeflemesinde kullanılan para politikası aracı ise faiz oranlarıdır. Nominal katılığın var olduğu bir ortamda, kısa dönemde para politikası nominal faiz oranları aracılığı ile reel faiz oranlarını, reel aktiviteyi ve reel döviz kurlarını değiştirerek etkileyebilmektedir. Bu nedenle son yıllarda merkez bankaları tarafından kabul gören araç bankalar arası gecelik borçlanma faiz oranıdır. Merkez bankası gecelik borçlanma oranları üzerindeki hakimiyeti ile kısa dönemli faiz oranlarını etkilemektedir. Bu orana Almanya’ da Day-to-Day rate, Japonya’ da Call-Money Rate, Amerika da ise Federal Funds Rate adı verilmektedir.¹¹⁴

Basit bir araç kuralının en bilinen örneği Taylor kuralıdır:

$$i_t = i + 1,5 (\pi_t - 2) + 0,5 y_t$$

¹¹² Frederic Mishkin, ” International Experiences with Different Monetary Policy”, s.26

¹¹³ A.g.e., s. 26

¹¹⁴ Richard Clarida, Jordi Gali, Mark Getrler, “ Monetary Policy Rules in Practise: Some International Evidence”, **European Economic Review**, Vol. 42, 1998, p.1037-1046

i_t , t döneminde bankalar arası gecelik faizi oranı (federal funds rate), i ortalama gecelik faiz oranı, π_t son 4 çeyrekte gerçekleşen enflasyon oranı, y_t üretim açığıdır. Taylor Amerikan ekonomisi verilerini inceledikten sonra formüleştirdiği para politikası kuralında, bankalar arası gecelik faiz oranının, enflasyonun %2 düzeyinden sapmasına 1,5, üretim açığında meydana gelen değişmelere ise 0,5 katsayıları ile tepki vermediğini ifade etmektedir. Üretim açığı ve enflasyon sapmasının önündeki katsayılar politika içinde söz konusu göstergelere verilen önemi göstermektedir ve merkez bankasının politika önceliklerine göre bu katsayılar değişebilmektedir. Eğer y_t ve π_t t döneminde önceden belirlenmiş ise Taylor kuralı açık bir araç kuralıdır. Eğer t döneminde geleceğe yönelik ise Taylor kuralı kapalı bir araç kuralıdır.

Örtük bir araç kuralına örnek ise Canada Merkez Bankası'nın QPM modeli ve Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın uyguladığı tahmin ve politika sistemi örnek olarak verilebilir:

$$i_t = i_t^L + \gamma (\pi_{t+T|t} - \pi)$$

i_t kısa dönemli nominal faiz oranı, i_t^L uzun süreli nominal faiz oranı, $\pi_{t+T|t}$ T çeyrek sonrası için hesaplanan enflasyon tahmini, genelde T, 6-8 çeyreği ifade etmektedir, π enflasyon hedef aralığının orta noktasıdır ve son olarak $\gamma > 0$ dir. Burada kısa süreli faiz oranları ile uzun süreli faiz oranları arasındaki fark enflasyon tahmininin enflasyon hedefinden sapmasına orantılı olarak artmaktadır. Enflasyon hedefi ve uzun dönem faiz oranı geleceğe yönelik olduğu için söz konusu model örtülü araç kuralına örnektir. Buradaki örtülü araç kuralı katı enflasyon hedeflemesine sahip olumsuzluğu bünyesinde barındırmaktadır. Çünkü kayıp fonksiyonunda sadece enflasyonun kendisine yönelerek reel üretimin potansiyel üretimden sapması dikkate alınmamaktadır.

Araç kuralının para politikasında iyi bir politik kural olarak algılanmasını arttıran bir takım düşünceler mevcuttur. Bunlar sırasıyla: ¹¹⁵

1. Fiyatların yapışkan olduğu bir modelde, Taylor Prensibi olarak bilinen kısa süreli faiz oranlarının enflasyondaki değişim karşısındaki tepkisinin, enflasyondaki değişimle eş değil daha büyük olması gerektiği
2. Faiz oranlarının, geçmiş değerlerine yüksek bağımlılığı nedeniyle, faiz oranı düzgünleşmesi (interest rate smoothing) sonucu özel sektör enflasyon beklentilerinin olumlu etkilenmesi ve bu yolla ekonomik performansın artması
3. Para politikası aracının enflasyonun bizzat kendisinde görülen değişmelere değil, enflasyon değişmelerine neden olan unsurlardaki (gelecek enflasyonun mevcut enflasyon ve çıktı açığının etkisiyle oluştuğunu göz önüne alarak) değişmelere tepki vermesi

Bunun dışında ekonominin işleyişi hakkında asgari bilgi kullanarak uzun dönemde istikrarlı enflasyona ulaşacak şekilde ekonomiye yön vermesi açısından da avantajlıdır. Çünkü kural özel sektörün anlaması ve izlemesi için basittir. Ayrıca güvenilirliği sağlamaya ve sürdürmeye yardımcı olmaktadır. ¹¹⁶

Bununla birlikte basit bir kural politikasını taahhüt etmek isteyen merkez bankasına düşen görev sadece bu politikayı duyurmak ve mekanik bir biçimde kuralı takip etmektir. Taylor kuralını izleyen bir merkez bankası için yapılacak şey üretim ve enflasyonla ilgili gerekli bilgileri düzenli şekilde biriktirmek, potansiyel üretim tahminlerinde bulunmak, buna dayanarak üretim açığını ve ilgili faiz oranını hesaplamak, hesaplanan faiz oranını duyurmak ve piyasada işlemesini sağlamaktır. Bir sonraki dönem için süreç aynı mekanizmayla takip edilmektedir. ¹¹⁷

¹¹⁵ Lars O. Swensson, "What is Wrong with Taylor Rules?", Using Judgement in Monetary Policy thorough Targeting Ruls", **NBER Working Paper Series**, No. 9421, December 2002. s. 9

¹¹⁶ Clarida et al, p. 1059

¹¹⁷ A.g.e. s. 20

Ancak Taylor tarzı basit bir araç kuralı bir takım eksikliklere sahiptir¹¹⁸:

- 1) Faiz oranı düzgünleştirmesi olsun ya da olmasın enflasyon açığı ve üretim dışında önemli durum değişkenleri varsa Taylor tarzı araç kuralı optimal olmaktan uzaklaşacaktır. ABD gibi büyük ve fazlasıyla açık olmayan bir ekonomi için enflasyon ve üretim açığı en önemli değişkenler olabilir ama daha küçük ve daha açık bir ekonomi için reel döviz kuru, dış üretim, yabancı faiz oranları modele ilave edilmesi gereken hayati değişkenlerdir.
- 2) Kuralın mekanik bir yolla az sayıda argümana dayanması, merkez bankasına politika oluşturma sürecinde ihtiyari bir alan bırakmadığı gibi merkez bankasının model dışı bir bilgiyle hareket alanını da kısıtlamaktadır.
- 3) Basit bir araç kuralının bir defaya mahsus kurulması aktarım mekanizması, şok çeşitleri veya şokların kaynakları ile ilgili yeni bilgilerin elde edilmesi durumunda kuralın geliştirilmesine imkan tanımamaktadır.
- 4) Mevcut para politikasını yeterince ifade edemediği için merkez bankaları tarafından açık araç kuralı ilan edilmeyip böyle bir taahhüt de söz konusu değildir.

Bugün enflasyon hedeflemesi uygulasin ya da uygulamasin hiçbir merkez bankası açık araç kuralını uygulamamaktadır. Bütün merkez bankaları, kuralın dayandığı bilgiden çok daha fazla bilgiyle hareket etmektedir. Bununla birlikte belli bir oranda ihtiyarilik merkez bankalarının politika karar süreçlerinde kaçınılmaz özellik teşkil etmektedir.¹¹⁹

Swensson gibi Taylor da basit bir araç kuralının matematiksel olarak kâğıda dökülmesinin bu politikanın kâğıttaki mekanik ilişkiyle uygulanması anlamına

¹¹⁸ A.g.e. s. 23

¹¹⁹ Glenn D. Rudebusch, Lars O. Swensson, “ Policy Rules for Inflation Targeting”, **NBER Working Paper Series**, No. 6512, April 1998, s.2

gelmemesi gerektiğini düşünmektedir.¹²⁰ Söz konusu araç kuralı para politikası için sadece rehberlik teşkil etmelidir. Çünkü enflasyon ve üretim açığını tahmin edebilmek için aylık emtia fiyatları, istihdam düzeyi, sanayi üretimi ve benzer değişkenlerin değerlendirilmesi belli bir oranda ihtiyarılığı gerekli kılmaktadır. Dahası modele dâhil olmayan çeşitli faktörler nedeni ile de faiz oranlarının değişmesi gerektiği durumlar ortaya çıkabilmektedir.

Yukarda sayılan eksikliklerle birlikte Swensson, Taylor'un ihtiyarılık tanımının da içini doldurmadığı düşünür. Yani hangi durumlarda araç kuralından sapılması gerektiği, hangi durumlarda bu kuralın takip edilmesi gerektiğinin belirsiz kaldığını düşünerek gerçek yaşama uygunluk açısından araç kuralından ziyade hedefleme kuralının en uygun politika olduğunu belirtir.

Hedefleme kuralı en genel anlamda minimize edilecek bir kayıp fonksiyonun tayin edilmesidir. Daha açık bir ifade ile hedefleme kuralı bir hedef değişkeni, söz konusu hedef değişken için bir hedef düzeyini, bununla ilgili bir kayıp fonksiyonunu ve bu fonksiyonu minimize etmeyi ifade etmektedir.¹²¹ Döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, nominal GSYH hedeflemesi ve faiz oranı hedeflemesi gibi bir ara hedef stratejisi veya enflasyonun doğrudan hedeflenmesi gibi stratejiler hedef(leme) kuralı başlığı altında yer almaktadır.

Buna karşılık araç kuralının hedefleme kuralından daha etkin olduğunu iddia eden McCallum ise Swenssonu basit araç kuralını yalnızca Taylor kuralına bağlı kalarak analizlerde bulunmasından eleştirerek nominal gelir artış kuralının da araç kuralına örnek teşkil ettiğini ifade etmektedir. Böylelikle Swensson'un eleştirilerini araç kuralına değil sadece araç kuralının bir örneğine indirgemektedir. Bununla birlikte McCallum'a göre Taylor Kuralında dışa açık ekonomide enflasyon ve üretim dışındaki değişkenlerin mevcut olmayışı niteliksel ve niceliksel bir önem ifade etmemektedir. Nelson ile birlikte çalışmasında yine TÜFE enflasyonu, üretim ve reel

¹²⁰ John Taylor, "Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies", December 2000, s.5-6 (çevrimiçi): <http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Bank%20of%20Mexico%20Paper2.pdf>, 14.11.2007

¹²¹ Svensson, "Inflation Targeting As a Monetary Policy Rule", s. 617

faiz oranına yer verip parametrelerin yorumlanmasında değişikliğe giderek, dışa açık ekonomi modelinin formülleştirileceğini ifade etmektedir. İkinci olarak, ihtiyari kararların sadece modelle belirtilmesi gerekmediği gerekli durumlarda merkez bankasının modelin öngördüğü faiz oranının üzerinde veya altında bir oranı da belirleme imkânına sahip olarak ihtiyari kararın uygulanabilmektedir.¹²²

Svensson merkez bankalarının normalde basit bir Taylor kuralını, hatta basit bir hedefleme kuralı olan Friedman'ın % k kuralını uygulamadıklarını söyler. Aktarım mekanizmasındaki gelişmelerin daha iyi anlaşılması, tecrübelerdeki artış ve para politikası için daha iyi şekillenen amaçlarla merkez bankaları basit bir kural politikasını takip etmekten çok daha iyisini yapabilmektedir.¹²³ Bu nedenle reel faiz oranlarının hesaplanmasında yaşanan teknik zorluklar gibi politikanın uygulanması için elverişli olmayan şartlar dışında, hedefleme kuralı uygulanmalıdır. 1990'ların başlarından bu yana bu kuralı uygulayan merkez bankası sayısının hızla artması ve düşük enflasyonla birlikte son 10 yılda daha önce görülmeyen parasal ve reel istikrarın varlığı, hedefleme kuralının daha iyi anlaşılması ve geliştirilmesi gerektiğinin bir göstergesidir.

Enflasyon hedeflemesi içerisinde kurulan model para politikasının etkilerinin gecikmeli oluşu sebebiyle ileriye yönelik değişkenler içermelidir. Çünkü enflasyonun kendisi artmadan, önleyici politikaların uygulanması gereklidir. Kısaca merkez bankasının model içerisindeki enflasyon tahminlerinin önemi kritiktir

Makro ekonomik alanda rasyonel beklentiler devriminden önce firma ve tüketici davranışları geçici tepki fonksiyonları ile ortaya konurken; rasyonel beklentiler devrimi sonrasında modellerde ağırlık, geleceğe yönelik ve Euler koşulunu yerine getiren davranışlarla optimizasyona kaymaktadır. Bugün dünyanın en gelişmiş merkez bankalarının uyguladığı para politikası modelleri rasyonel birey

¹²² Bennett T. McCallum and Edward Nelson, "Targeting vs. Instrument Rules for Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Saint Louis Working Paper, No. 2004- 011A,2004, s.11 çevrimiçi: <http://research.stlouisfed.org/wp/2004/2004-011.pdf>, 12.11.2007

¹²³ Lars. E. O. Svensson, "Targeting Rules vs. Instrument Rules for Monetary Policy: What is Wrong with McCallum and Nelson?", **NBER Working Paper Series**, No. 10747, 2004, s.3

davranışları, optimalite ve geleceğe yönelik değişkenler üzerinde oluşturulmaktadır. Bu nedenle, genel ve özel hedefleme kuralları günümüzde uygulanan modern para politikasının optimizasyon ve geleceğe yönelik doğasıyla örtüşmektedir. Bu açıdan bakıldığında genel hedefleme kuralları para politikası için operasyonel hedefleri belirtirken; spesifik hedefleme kuralları para politikası için Euler koşulunu belirtmektedir. Optimal hedefleme kuralı ise hedef değişkenler arasında marjinal dönüşüm oranlarının marjinal ikame oranına eşitlenmesidir.¹²⁴ (Hedef değişkenler ise- kayıp fonksiyonun içinde yer alan değişkenler-enflasyon ve üretim açığıdır.)

Enflasyon para politikası araçlarındaki değişimlere uzun, farklı gecikmelerle ve farklı büyüklüklerle tepki vermektedir. Bununla birlikte enflasyon para politikası dışında ve bazen para politikasından daha az bir gecikmeyle farklı faktörler tarafından da etkilenmektedir. Bu gecikmeler ve enflasyon üzerindeki kontrol eksikliği merkez bankasını bir- yıl ilerisi için enflasyon tahmini yapmasını zorunlu kılmakta böylelikle önemli makro değişkenlerin tahmini ile enflasyon hedeflemesi enflasyon tahmini hedeflemesine dönüşmektedir. Cari bilgi düzeyine ve para politikası aracında değişimin olmamasına dayalı bankanın enflasyon tahmini artık bir ara hedef niteliğindedir. Eğer enflasyon tahmini enflasyon hedefinin üzerine (altında) çıkarsa daraltıcı (genişletici) para politikası izlenmelidir.¹²⁵

Merkez bankası enflasyon tahmini hedeflemesini en az üç farklı yoldan gerçekleştirebilir. İlk olarak, merkez bankası özel sektör tahminlerini hedeflemeyi amaçlayabilir. Bu yolla, merkez bankası özel sektör enflasyon tahminlerinin ilan edilen oranın üzerinde oluştuğunu görürse, faiz oranlarını arttır; tersine altında kaldığını görürse faiz oranlarını düşürür. İkinci olarak merkez bankası enflasyon tahminini çeşitli varlık fiyatları aracılığı ile hedefleyebilir. Bu yolla merkez bankası para politikasını otomatik olarak, emtia fiyatlarında, uzun dönemli bono

¹²⁴ Lars, E. O. Svensson, a.g.e., s. 5

¹²⁵ Lars E. O. Swensson, "Monetary Policy and Inflation Targeting", **NBER Reporter**, Winter 1997/98 5-8, p. 4-5

kazançlarında, faiz oranı spread'lerinde, tüketici fiyat endekslerinde ve nominal faiz oranları ile endeksli devlet tahvil faiz oranı arasındaki farklardaki değişimlere tepki gösteren bir mekanizma haline getirir. Son olarak, merkez bankası kendi iç enflasyon tahmini hedefleyebilir. Bu son durumda ise merkez bankası, para politikası aracını uzman çalışanlarının enflasyon tahminleri ile hedef enflasyon arasındaki farklılığı ortadan kaldıramaya yönelik olarak kullanır.¹²⁶

Uygulamada genel olarak merkez bankaları üçüncü alternatifi kullanmakta bankanın kendisi, enflasyonun gelecekteki değeri üzerine bir tahminde bulunmaktadır. Bu tahmin, hedeflenen enflasyon oranı(hükümetin ekonomi için en uygun bulduğu enflasyon oranı) ile karşılaştırılmaktadır. Hedef ile tahmin arasındaki bir fark ortaya çıkmış ise para politikasının ne şekilde ayarlanacağını bu fark göstermektedir.¹²⁷

İngiltere Merkez Bankası üç ayda bir yayınladığı enflasyon raporları ile hem özel sektör hem de kendi enflasyon tahminlerini yayınlamakta ve mekanik bir yolla olmasa da iki tahmin arasında fark olduğunda faiz oranlarını değiştirmektedir. Bununla birlikte istinasız bütün merkez bankaları politika süreci içinde finans piyasalarının enflasyon göstergelerini (uzun dönemli bono yields ve yields spread) de yakından takip etmektedirler.¹²⁸

Enflasyon hedeflemesi beş temel özellikten oluşmaktadır:¹²⁹

1. Orta vadeli sayısal enflasyon hedefinin halka duyurulması
2. Para politikasının öncelikli hedefinin fiyat istikrarı olduğu ve diğer hedeflerin ikincil sırada yer aldıklarına dair kurumsal bir taahhüdün oluşturulması

¹²⁶ Ben Bernanke, Michael Woodford, "Inflation Forecasts and Monetary Policy", **NBER Working Paper Series**, No. 6157, 1997, s.2-3

¹²⁷ Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, Sunil Sharma, Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy" **International Monetary Fund Economic Issues**, No. 15, 2000, p 2

¹²⁸ Bernanke, Woodford, a.g.e., s.3-4.

¹²⁹ Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", p. 105

3. Para politikası aracını ayarlarken sadece parasal büyüklük veya döviz kuru gibi tek bir değişkenin değil pek çok değişkenin dahil olduğu bilgi stratejisine dayanması
4. Para otoritelerinin para politikası ile ilgili planları hedefleri ve kararları hakkında halkla ve piyasa ile iletişime geçerek şeffaflığın artırılması
5. Enflasyon hedeflerinde merkez bankasının sorumluluğunun artması.

2.2. YENİ NEOKLASİK SENTEZ VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Yeni Neo-Klasik sentez teorik para politikası analizlerinde son yıllarda oldukça sık kullanılan bir paradigmadır. Dinamik genel denge teorisi üzerine kurulan ancak modern makro iktisattaki metodolojik gelişmeleri takip ederek geleneksel IS/LM modeline muhalif duran bir yapıya da sahiptir.¹³⁰

Yeni Neoklasik Sentez iki önemli öge üzerine inşa edilmiştir. İlk öge, Yeni Klasik Makro İktisat ve Reel İş Çevrimleri analizlerinde kullanılan zamanlar arası optimizasyon ve rasyonel beklentiler teorilerini, dinamik makro ekonomi içerisinde bir araya getirmesidir. İkinci öge ise, Yeni Keynezyen analizlerde kullanılan eksik rekabet ve maliyetli fiyat ayarlaması varsayımlarını yine dinamik model içerisinde bir araya getirmesidir. Reel İş Çevrimleri gibi Yeni Sentez de ekonomik dalgalanmaları ortaya koyacak sayısal modelleri geliştirmeyi amaçlamaktadır.¹³¹

Yeni Neoklasik Sentez' in bu ismi almasının nedeni Neoklasik Sentez'in ruhunu taşımasından gelmektedir. Neoklasik Sentez' de olduğu gibi Yeni Neoklasik sentez de kendi politikasını, kısa dönemde fiyat katılığının var olduğu düşüncesi temelinde oluşturmaktadır. Fiyat katılığının var olduğu böyle bir durumda, kısa

¹³⁰ R. Clarida, J. Gali, M. Gettler, "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", **Journal of Economic Literature**, Vol. 37, No. 4, December 1999, pp. 1664- 1665

¹³¹ Marvin Goodfriend, Robert G. King, "The New Neoclassical Synthesis and The Role of Monetary Policy, (çevrimiçi) http://www.richmondfed.org/publications/economic_research/working_papers/pdfs/wp98-5.pdf, 15/01/2008

dönemde reel ekonomik aktivitenin ana belirleyicisi toplam talep olmaktadır. Bu nedenle Yeni Neoklasik Sentez, para politikasının reel ekonomik aktivite üzerinde kuvvetli bir etkiye sahip olduğunu vurgulamaktadır. Modelde iktisadi dalgalanmaların para politikasından bağımsız bir şekilde yorumlanamayacağı veya tam olarak algılanamayacağı pozitif bir çıkarımı ifade ederken, makroekonomik faaliyetlerin etkin bir düzeyde gerçekleşebilmesi için toplam talebin para politikası ile yönetilmesi gerektiği normatif çıkarımı ifade etmektedir.¹³²

Mikro ekonomik temellerden makroekonomik sonuçlara ulaşan teoriyi daha detaylı inceleyecek olursak önce hane halkı davranışlarını, daha sonra firma davranışlarının hangi etmenler sonucunda şekillendiğini ortaya koymaya çalışalım. Hane halkının tüketim kararının zamanlar arası incelendiği modelde şimdiki zaman ve gelecek dönem söz konusudur.¹³³

$$c_2 = - (1+r)c_1 + (1+r)x \quad (1)$$

c_1 ve c_2 sırasıyla birinci ve ikinci dönem tüketim miktarını, r hane halkının kredi piyasasında borçlanabileceği reel faiz oranını göstermektedir. Hane halkının tüketimi birinci dönem y_1 ve ikinci dönem y_2 bütçe kısıtı altındadır. Denklemdaki x notasyonu, $x = y_1 + y_2 / 1+r$, hane halkının birinci ve ikinci dönem gelirlerinin cari dönemdeki reel faiz oranı ile iskonto edilerek bugünkü değerini ifade etmektedir. Hane halkının ömür boyu tüketimden sağlayacağı fayda

$$U(c_1, c_2) = U(c_1) + 1/1+\rho + U(c_2) \quad (2)$$

$U(c_1)$ ve $U(c_2)$ sırasıyla birinci ve ikinci dönem tüketimden sağlanan faydaları, $U(c_1, c_2)$ yaşam boyu tüketimden elde edilecek faydanın iskonto edilerek bugünkü değerini, $\rho > 0$ zaman tercih oranını ifade etmektedir. Fayda fonksiyonun logaritmik yapıya sahip olduğu belirtilerek toplam fayda fonksiyonunun birinci türevi alındığında $U'(c) = 1/c$ şekline dönüşecektir.

¹³² Goodfriend, King, A.g.e.

¹³³ Marvin Goodfriend, "Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Premier", **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, Vol.90/3, 2004, p. 23

$$(1+r) = (1+ \rho) c_2/ c_1 \quad (3)$$

Bu şekilde yaşam boyu tüketiminden maksimum faydayı elde edebilmek için hane halkının her bir dönem tüketiminden sağladığı faydaların oranlarının bir numaralı denklemdeki bütçe doğrusunun eğimini veren x' in katsayısına eşitlenmesi gerektiğini görüyoruz.

$$\square + n = 1 \quad (4)$$

Temsili bir hane halkı zamanını ya çalışarak ya da dinlenmeye ayırarak geçirmektedir. Dört numaralı denklem hane halkının zaman kısıtını göstererek \square notasyonu boş vakti, n ise çalışmaya ayırdığı vakti nitelemektedir. Hane halkı dinlenmeye ayırdığı vakitten doğrudan bir fayda sağlamaktadır. Bu nedenle hane halkının birinci dönem ve ikinci dönemde dinlenmeye ayırdığı vakit aynı tüketimde olduğu gibi kendinse fayda sağlayacaktır. Bu nedenle aynı fayda fonksiyonunda olduğu gibi burada da dinlenmeden sağlanan faydayı $u(1) = \log \square$ logaritmik fonksiyon olarak tanımlayıp birinci türevini alarak $u'(1) = 1/\square$ 'i elde ederiz.

$$1/\square = w/ c \quad (5)$$

Hane halkı vaktini çalışma ile dinleme arasında tahsis ederken faydasını maksimize edecek koşulu yerine getirir. Yani, boş vakitten doğrudan sağlayacağı marjinal fayda ile çalışmadan, dolaylı olarak sağlayacağı marjinal faydayı (c/w) eşitler.

$$n^s = 1- c/w \quad (6)$$

Beş numaralı denklemdeki boş vakti ortadan kaldırmak için dört numaralı denklemdeki zaman kısıtı kullanıldığında altı numaralı denklem elde edilir. Böylelikle emek arzı (n^s) hane halkı tüketiminin (c) ve reel ücretin (w) bir fonksiyonu olarak karşımıza çıkar. Buradan emek arzında görülebilecek üç olasılık göze çarpmaktadır. İlk olarak, reel ücretin sabit olduğu varsayımı altında, tüketim miktarında bir artışın emek arzını negatif etkileyecek oluşudur. Diğer bir deyişle reel ücretin sabit olduğu durumda, hane halkının yaşam boyu geliri daha fazla tüketime imkan veriyorsa, hane halkı vaktini daha çok dinlenme lehine tahsis edecektir. Böylelikle emek arzı olumsuz etkilenecektir. İkinci olarak, tüketim düzeyi sabit tutulduğunda emek arzı reel ücretle doğru orantılı değişim gösterecektir. Çünkü

saatlik reel ücretlerdeki artış dinlenmemin alternatif maliyetini arttıracaktır. Son olarak ise tüketim düzeyi ve reel ücretin eş oranlı artışı emek arzında herhangi bir değişime neden olmayacaktır.

Buraya kadar açıklanan gelişmeler hane halkının tüketim ve emek arzı davranışlarını ortaya koymaya çalışıyordu. Bundan sonra ise firma davranışları üzerine durup firmaların üretim ve istihdam kararlarının nasıl şekillendiğinin üzerinde durulacaktır. Teorinin firmalara ilişkin varsayımları ekonomide çok sayıda firmanın var olduğu, bu firmaların monopollü rekabet piyasasında faaliyet gösterdiği, hepsinin tüketim malı ürettiği, her bir firmanın ürettiği malın fiyatını belirleme serbestliğine sahip olduğu, belirlenen fiyatın marjinal maliyetin üzerinde seyrettiği, tüketim mallarının talep elastikiyetinin sabit olduğu ve son olarak tüm tüketim malları için talebin simetrik özellik göstermesinden ötürü tüketimi tek bir malın tüketimi olarak tayin etmesi olarak sıralanabilir.

$$c = a \cdot n \quad (7)$$

c toplam üretim miktarını, n üretim teknolojisine göre emek girdisini, a ise birim tüketim malı için saatlik emek verimliliğini ifade etmektedir. Böylelikle üretim çalışma düzeyi ve verimliliğe bağlı olarak değişmektedir. Verimlilik teknolojideki gelişmeyle zaman içinde değişebilmektedir.

$$\mu = P / MC \quad (8)$$

Monopollü rekabet piyasasında faaliyet gösteren firmaların marjinal maliyet üzerinde bir fiyat belirleme serbestliğine sahip olduğunu yukarıda belirtilmişti. μ markup fiyatlama, P birim tüketim malının dolar fiyatı, MC ise birim malını üretmenin marjinal maliyetini ifade etmektedir. Markup fiyatlama marjinal maliyetin üzerinde belirlenen fiyatın marjinal maliyete oranı olarak tanımlanmaktadır. Bir birim c malı üretmek için $1/a$ saate ihtiyaç duyulduğunu yedi numaralı denklemde görülmektedir. Eğer saatlik ücretin W dolar olduğu kabul edilirse bir birim c malı üretmek için ortaya çıkacak emek maliyeti (marjinal emek maliyeti) W/a olacaktır. (Emeğin tek girdi olarak varsayılması firma maliyetinin emek maliyeti ile özdeşliği anlamını taşımaktadır.) Böylelikle yukarıdaki denklemi yeniden düzenlenecek olursa

$$\mu = \frac{a}{W/P} = \frac{a}{w} \quad (9)$$

w reel ücreti ifade etmektedir. Denklemden markup'ı belirleyen iki unsurun işgücü verimliliği ve reel ücret olduğu görülmektedir. Böylelikle markup işgücü verimliliği ile doğru orantılı reel ücret ile ters orantılı yapı sergilemektedir. Yani işgücü verimliliği markup'ı arttırırken reel ücretlerin yükselişi markup'ı düşürecektir.

$$w^* = a / \mu^* \quad (10)$$

w* denge reel ücret düzeyi göstermektedir. Denge reel ücret düzeyi işgücü verimliliği ile doğru orantılı, markup ile ters orantılıdır.

$$n^s = 1 - a.n / a / \mu \quad (11)$$

altı numaralı emek arz fonksiyonundaki c ve w notasyonlarını yedi ve on numaralı denklemlerdeki gibi düzenlenirse yukarıdaki eşitliğe ulaşılır.

$$n^* = 1 / 1 + \mu \quad (12)$$

n* denge istihdam düzeyidir. On bir numaralı emek arzını, firmaların emek talebine (n) eşitlediğimizde on iki numaralı eşitliğe ulaşılır. Burada dikkati çeken durum, denge istihdam düzeyinin emek verimliliğine değil markup'a bağlı olarak değiştiğidir. Markup'taki artış istihdam düzeyini düşürürken tersine markup'taki düşüş ise istihdamı arttırmaktadır. Bunun nedeni verimlilikteki artışın tüketimi ve reel ücreti orantılı olarak etkilediğidir. Böylelikle altı numaralı denklemden açıkladığımız gibi verimlilik artışının emek arzına herhangi bir etkisi bulunmayacaktır.

$$c^* = a. 1 / 1 + \mu \quad (13)$$

c* denge üretim düzeyini ifade etmektedir. Denge üretim düzeyi işçi verimliliği ile doğru orantılı markup fiyatlandırma ile ters orantılı bir ilişki içinde olduğu görülmektedir. Firmalar, kısa dönemde karlarını maksimize kılmak amacıyla markup düzeylerini sabit tutmaları gerekmektedir. Ancak kısa dönemde firmaların toplam talep ve üretim şokları karşısında maliyetli fiyat ayarlaması nedeni ile her an

fiyatlarını değiştirmedikleri için markup dalgalanma göstermektedir. Markup' taki bu dalgalanma doğrudan üretim ve istihdam düzeyini etkilemektedir.

Yeni Neoklasik Sentez de markup' taki değişimlerin üretim ve istihdamı nasıl etkilediğini hem Keynesyen hem de Klasik görüşle açıklanabilmektedir. Keynesyen bakışla açıklanacak olursa, aktarım mekanizması toplam talepten istihdama doğrudur. Toplam talep arttıkça firmaların emek talebi de beraberinde artacaktır. Talepteki artışla birlikte firmalar gerekli emek miktarına ulaşabilmek için daha yüksek nominal ücret ödemeye razı olacak ve fiyatların kısa dönemde katı olduğu durumda nominal ücretlerdeki artış doğrudan reel ücretlerdeki artışa dönüşecektir. Altı numaralı denklemde görüldüğü gibi artan reel ücret, boş vaktin alternatif maliyetini arttırarak emek arzını arttıracaktır. Böylelikle üretimdeki artış sağlanmış olacaktır. Klasik bakış açısıyla açıklanacak olursa, istihdam düzeyi aynı Reel İş Çevrimlerindeki gibi markup ile ters orantılıdır. Ancak Reel İş Çevrimlerinde firmalar karını maksimize kılacak markup'ı sabit tutmak amacıyla esnek olarak fiyatları her dönem belirleyebilirlerken, Yeni NeoKlasik Sentez de kısa dönemde fiyatların yapışkan olması nedeni ile istihdam ve emek verimliliğindeki dalgalanmalarla birlikte markup'ın değişiklik göstermektedir. Aslında markup firmaların belirlediği bir vergi olarak düşünülebilir. Nasıl vergi oranı arttıkça arz edilen mal miktarı düşerse, aynı şekilde markup arttıkça emek verimliliğine göre reel ücret düşerek (reel ücretin marjinal fiziksel ürünün değerinin altına düşerek) arz edilen emek miktarı da düşecektir. Dolayısıyla üretimde düşecektir.¹³⁴

İki farklı markup kavramı Yeni Neoklasik Sentez içersinde önemli rol oynamaktadır. Bu iki farklı kavramı açıklamakta yarar vardır. Şimdiye kadar açıklanan markup' a aslında ortalama markup adı verilmektedir. Yani firmanın marjinal maliyet üzerinde belirlediği fiyatın marjinal maliyete oranıdır. Ortalama markup para politikasının aktarım mekanizmasında oldukça önemli role sahiptir. Marjinal markup ise sadece bir grup firmayı kapsamaktadır. Fiyatlarını sürekli değiştiren ve yeni bir mark up düzeyi oluşturan firmalar için geçerli olan bir

¹³⁴ A.g.e.

kavramdır. Aslında teknik olarak ortalama maliyetle aynı şekilde hesaplanmakta, söz konusu firma grubunun fiyatlarının marjinal maliyetlerine oranı olarak ifade edilmektedir. Kısa dönemde reel ekonomik aktivitenin belirleyicisi marjinal markup değil ortalama markup'tır. Ortalama markup ve marjinal markup şoklar karşısında birbirlerinden farklı hareket edebilmektedir. Örneğin nominal talepte bir artış karşısında fiyat ayarlamasına gitmeyen firmalar için ortalama markup düşerken, fiyat ayarlamasına giden firmalar için marjinal markup' ı artmaktadır.¹³⁵

Yeni Neoklasik Sentez para politikasının rolü hakkında dört önemli sonuca varmaktadır ki bu sonuçlar bugün dünyada gittikçe artan sayıda uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi politikası ile de örtüşmektedir.¹³⁶

1. Para politikası eylemleri bireysel fiyatların ve fiyatlar genel düzeyinin ekonomik koşullara kademeli uyumu nedeni ile reel ekonomi üzerine önemli bir etkiye sahip olabilmektedir
2. Maliyetli fiyat ayarlamasının varlığında bile uzun dönemde enflasyon ve reel aktivite arasında küçük bir ödünleşme vardır.
3. Enflasyonu elemine etmenin kazançları oldukça büyüktür
4. Para politikasının etkisini görmek için güvenilirlik elzem önem taşımaktadır.

Yeni Neoklasik Sentez para politikası aracı olarak kısa dönemli nominal faiz oranlarını (R) kullanmaktadır. Fisher denkleminin ifade ettiği gibi $R = r + E_{\pi}$ nominal faiz oranı reel faiz ve beklenen enflasyon oranının toplamını ifade etmektedir. Merkez bankasının sıfır enflasyonu başaracağı yönünde güvenin tam olduğunu varsayarsak, $E_{\pi} = 0$, nominal faiz oranı reel faiz oranına eşit olacak ve faiz haddindeki değişimler fiyatlar genel düzeyini etkilemeyecektir. Ayrıca halk gelecekteki markup'ın karı maksimize kılacak düzeyde olacağını ummakta $E_{\mu_2} = \mu^*$ ve bugünkü ve gelecekteki

¹³⁵ Goodfriend, King, A.g.e., p. 28

¹³⁶ Goodfriend, King

verimliliğin faiz oranları politikasından bağımsız olduğu varsayılmaktadır. Böylece hane halkının gelecekteki tüketimi gelecekteki geliri ile kısıtlanmış olacaktır.¹³⁷

$$c_2 = a_2 \cdot (1/1 + \mu) \quad (14)$$

faiz oranı politikasının cari dönemde makroekonomik değişkenler üzerinde etkisini görebilmek için yukarıdaki denklemi üç numaralı denklem içinde kullanarak

$$c_1 = (1 + \rho / 1 + r) \cdot a_2 (1/1 + \mu) \quad (15)$$

denklemi elde edilir. Yukarıdaki denklem faiz oranı politikasını toplam talep üzerindeki etkisini göstermektedir. Cari dönemdeki tüketim reel faiz oranı ile ters orantılıdır. Reel faiz oranlarındaki bir artış gelecek dönemdeki tüketimin fırsat maliyetini arttırarak cari dönemde toplam talebin düşmesine neden olacaktır. Toplam talepteki düşme (artış) istihdamın düşmesine (artmasına) n, daha düşük(yüksek) reel ücrete w, markup' ın μ yükselmesine (düşmesine)neden olacaktır.

Faiz oranı politikasının istihdam üzerinde göstereceği etki para politikasının güvenilirlik sorununu yaratmaktadır. Çünkü Yeni Neoklasik Sentezde para otoritesi fiyat istikrarı taahhüdünde hile yapma eğilimine sahiptir. Zira, para politikası eylemleri ile istihdamı arttırmak ve markup'ı düşürmek mümkündür. Önce, firmalar kar maksimizasyonu sağlayan markup'ı belirlerler, hane halkı açısından vergi niteliğinde olan bu markup'ın, hane halkının refahı üzerindeki etkisini geri çekmek için merkez bankası genişletici politika eğilimi içine girer. Bu eğilim merkez bankasının düşük enflasyon için güvenilirliğin güçlü olduğu zamanlarda daha fazla ortaya çıkmaktadır. Ancak ortaya çıkacak sorun merkez bankasının bu davranışı ile kendi güvenilirliğinin altını oymasındır. Eğer firmalar markup' ın sürekli olarak düşeceği beklentisi içine girerlerse orjinal markup düzeyini sağlayacak şekilde fiyatları arttırmaya başlarlar. Böylelikle enflasyon ve enflasyon beklentileri artar, düşük enflasyon için merkez bankası güvenilirliğini kaybeder. Bu nedenle para otoritesinin politika öncesinde bir taahhüdü yoksa düşük enflasyon dengesini sürdürmesi pek mümkün değildir. En azından para otoritesinin hile yapabilme

¹³⁷ Goodfriend, A.g.e, p. 32

olasılığı fiyat belirleyicilerin böyle bir politik hataya karşı çok hassas olmalarına neden olacak ve düşük enflasyon dengesi oldukça kırılğan bir yapıya sahip olacaktır.¹³⁸

Yeni Neoklasik Sentez sifira yakın düzeyde bir enflasyon oranına ulaşılmasını istemektedir. Çünkü fiyat katılığını var olduğu durumda enflasyon görelî fiyatları etkileyerek üretim miktarının değişmesine neden olabilecektir. İkinci olarak ortalama markup enflasyon oranına bağlıdır, enflasyon oranı sifir iken ortalama markup 'ta minimum düzeyde kalmış olacaktır. Son olarak eğer kaynaklar fiyatları ayarlamak için tüketilirse enflasyonun sifir olduğu durumda bu israf minimize edilmiş olacaktır. Bu nedenle Yeni Klasik Sentez enflasyon oranının sifira yakın olmasını istemektedir. Ancak para otoritesinin enflasyon üzerindeki mutlak kontrolünün bulunmayışı nedeni ile base drift'e imkan sağlayan enflasyon hedeflemesi fiyat düzeyi hedeflemesinden daha uygundur. Zira, fiyat düzeyi hedeflemesi ortalama markup'ın değişmesini gerektirmektedir.¹³⁹

Sonuç olarak Yeni Neoklasik Sentez para otoritesinin firmaların karını maksimize edecek ortalama markup' ı sabit tutmayı amaçlayan bir para politikasına sahip olması gerektiğini ifade etmekte ve bu politikaya da nötr para politikası adını vermektedir. Firmaların markup düzeylerini sabit tutacak şekilde nominal faiz oranları aracılığı ile dolaylı olarak reel faiz oranlarını etkileyip bu şekilde toplam talebi artırıp veya azaltarak üretim düzeyini sürekli potansiyel üretim düzeyinde tutmayı hedeflemelidir. Ancak bu şekilde fiyatların esnek olduğu durumda reel ekonominin şoklara vereceği tepki ortaya çıkabilecektir ve böylelikle gerçekleşen üretim ile potansiyel üretim arasında bir açık meydana gelmeyecektir.¹⁴⁰

¹³⁸ Goodfriend and King, A.g.e., p. 45, Goodfriend, A.g.e.

¹³⁹ A.g.e, p. 33- 40

¹⁴⁰ A.g.e, p. 36

2.3. ENFLASYON HEDEFLEMESİNDE ÖN KOŞULLAR

Enflasyon hedeflemesi uygulaması son yıllarda artan sayıda ülke tarafından uygulanması ve olumlu sonuçlar vermesi bu politikanın kayıtsız şartsız her ekonomi için uygun bir politika olduğu anlamını taşımamaktadır. Politikadan istenen sonucun elde edilmesi için henüz politika uygulanmaya başlamadan bir takım şartların yerine getirilmesi gerekmektedir. Politika ancak bu şekilde etkin olarak yürütülebilmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler için ön koşullar enflasyon hedeflemesi literatüründe önemli bir yere sahiptir. Ön koşulların yerine getirilmediği durumda merkez bankasının bu politikadan geri çekilmesi gerektiği örtülü bir argümandır. Aslında ön koşullar sadece enflasyon hedeflemesi için değil tüm istikrar politikaları için gereklidir. Ne var ki, gelişmekte olan ülkelerde ön koşullar olarak nitelendirilen gereklilikler, aslında politikayı uygulamadan önce değil, politikaya geçtikten sonra yerine getirilmektedir.¹⁴¹

Enflasyon hedeflemesi için gerekli üç önkoşul bulunmaktadır. Bunlar, fiyat istikrarı hedefinin önceliği, merkez bankası bağımsızlığı ve mali baskınlıktır. Şimdi sırasıyla adı geçen koşulları inceleyeceğiz.

2.3.1. FİYAT İSTİKRARININ ÖNCELİKLİ AMAÇ OLMASI

Enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlanması ile birlikte enflasyonun kontrol edilmesi para politikasının öncelikli veya ağır basan hedefi olarak algılanır ve merkez bankası enflasyon hedefi politikasının sonucundan sorumlu tutulur. Para

¹⁴¹ Jeffrey D. Amato, Stefan Gerlach, “Inflation targeting in emerging market and transition economies: Lessons after a decade”, *European Economic Review*, Vol. 46, 2002, p. 783

politikasının öncelikli amacı olmasının altında yatan mantık para politikasının orta-uzun vadede reel değişkenleri etkilemeyeceği düşüncesidir.¹⁴²

Para politikasının, literatürde fiyat istikrarını (düşük ve istikrarlı bir fiyat düzeyi) sağlaması ile sorumlu olması geniş bir alanda kabul görmesine rağmen, farklı hedeflere sahip olup olmaması gerektiği veya çoklu hedefe sahip bir merkez bankasının hangi hedefi öncelikli olarak seçmesi gerektiği aynı netlikte cevap bulamamaktadır.¹⁴³

Başarılı bir enflasyon hedeflemesi uygulaması için para otoritelerinin ücretler, nominal döviz kurları veya istihdam seviyesi gibi başka bir nominal değişkene yönelik hiçbir kesin taahhüdünün olmaması gerekmektedir. Aksi takdirde, enflasyon dışında belirlenen parasal büyüklükler veya nominal değişken hedeflerine ulaşabilmek için uygulanan politikalar, enflasyon hedeflemesi programı ile çelişebilmektedir. Bu nedenle, para politikasının yönetimi senyoraaj gelirleri gibi mali ihtiyaçları karşılamaya ya da döviz kuru gibi başka bir nominal değişkene ulaşmaya yönelik olmamalıdır.¹⁴⁴

Mishkin ve Schmitt gibi Debelle ve arkadaşlarına göre de enflasyon hedeflemesinin işleyebilmesi için ilk gereklilik para otoritelerinin ücretler, istihdam düzeyi, döviz kuru gibi diğer göstergeleri hedefleme isteğinden uzaklaşmalarıdır.¹⁴⁵ Bernanke ve Woodford'a göre ise enflasyon hedeflemesi, kısa dönemde çıktı veya döviz kuru istikrarı gibi diğer değişkenlerin hedeflenmesine engel olmasa da bu durum sadece enflasyon hedefine ulaşmada tamamlayıcı politikalar olarak sınırlandırılmalıdır.¹⁴⁶

¹⁴² Ben S. Bernanke, Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy", **Journal of Economic Perspectives**, Vol.11, No. 2, 1997, p.100

¹⁴³ Laurence H. Meyer, "Inflation Targets and Inflation Targeting", **North American Journal of Economics and Finance**, 2002, No. 13, s. 147

¹⁴⁴ Mishkin Schmitt, a.g.e., s.17

¹⁴⁵ Guy Debelle, v.d., a.g.e., s. 3

¹⁴⁶ Bernanke, Woodford, "a.g.e.", s. 1

Debel et al. döviz kurunu sabitlemeyi seçen bir ülkenin bağımsız para politikası uygulayamayacağı için kur hedefini para politikasına tercih edeceğini söyler. Böyle bir durumda, özellikle de sermaye giriş çıkışı serbest ise, enflasyon hedeflemesinin işlemesi mümkün olmayacaktır. Ayrıca halkın döviz kuru hedefi (enflasyon hedefine) karşısında enflasyon hedefine (döviz kuru hedefi) öncelik verip verilmeyeceğine dair bir güvencesi olmaması, her iki politikanın başarısı için gerekli olan güvenilirliği ortadan kaldıracaktır.¹⁴⁷

Merkez bankaları iki farklı anlayış altında fiyat istikrarını sağlamaya çalışmaktadırlar. Bunlardan ilkinde banka, hedefleri arasında öncelik piramidi oluşturur. Fiyat istikrarını para politikasının öncelikli amacı olarak değerlendirerek diğer potansiyel hedefleri fiyat istikrarının altına yerleştirir. (Hierarchical Mandate). Diğer anlayışta ise, fiyat istikrarı ve tam istihdam gibi iki potansiyel amaca eş ağırlık verir. (Dual Mandate). Her iki anlayışta da merkez bankası, açık sayısal bir enflasyon hedefi belirleyip fiyat istikrarı hedefini pekiştirebilir. Böylelikle merkez bankası bir yandan hiyerarşik ve ikili amaçları arasında bir tercihte bulunarak diğer taraftan açık veya örtülü enflasyon hedefini benimseyerek fiyat istikrarını sağlamaya çalışabilmektedir. Ancak 1990'lı yıllarda enflasyon hedeflemesi sistemini benimseyen çok sayıda merkez bankası açık enflasyon hedeflemesi ile birlikte hiyerarşik anlayışı bir araya getiren bir politika uygulamışlardır.¹⁴⁸ Dolayısıyla merkez bankasına ve uyguladığı para politikasının tek sorumluluğu fiyat istikrarı olarak sınırlandırılmıştır.

2.3.2. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI

Fiyat istikrarı ile mücadele etmek için hangi politika uygulanırsa uygulansın, başarı için gerekli ortak şart, merkez bankasına duyulan güvenin tam olmasıdır. Güven eksikliği sadece politikaların istenilen şekilde sonuçlanmasına engel olmaz;

¹⁴⁷ Debelle, v.d., a.g.e., s.3

¹⁴⁸ Meyer, a.g.e., s. 148

bununla birlikte daha yüksek enflasyon, üretim kaybı gibi olumsuzluklarla sonuçlanarak ekonominin darboğaza girmesine de neden olabilmektedir.

Para politikasına duyulan güvenin öneminin artması rasyonel beklentiler devrimine bağlanmaktadır. Çünkü belirli varsayımlar altında, güvenilir bir merkez bankası, dezenflasyon sürecini istihdam üzerinde olumsuz etkiye sebebiyet vermeden yönetebilmektedir. Burada güven kelimesi merkez bankasının yapacağını söylediği politikayı gerçekleştirmesidir.¹⁴⁹

Ekonomik dalgalanmaların iki nedeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki para talebi şoku veya arz şoku gibi para politikasının stabilize edeceği düşünülen standart egzojen şokların neden olduğu ekonomik değişkenliktir. İkinci ise politik belirsizlik kaynaklı ekonomik değişkenliktir. Bağımsız bir merkez bankası, politik ağırlıkta yaşanan üretim dalgalanmaları durumunda, ortalama enflasyonu ve üretimdeki değişikliğine düşürebilmektedir. Çünkü merkez bankasının bağımsızlığı sayesinde, para politikası öncelikleri, değişen hükümetlerin doğrudan kontrolünde olmamaktadır.¹⁵⁰

Merkez bankası bağımsızlığı, merkez bankası çalışanlarının hükümetin kısa dönemli çıkarları ile örtüşmediği durumda dahi almış oldukları kararları uygulayabilmelerini ifade etmektedir. Aynı zamanda bağımsızlık, merkez bankasının almış oldukları kararların olumsuz sonuçlanması durumunda kovulmak, ücret kesintisi veya itibarını kaybetme gibi yatırımlara sahip olmamalarıdır.¹⁵¹

Cukierman'e göre merkez bankası bağımsızlığı, yönetim kurulu üyelerinin dilediklerini yapabilme hürriyeti değil; ancak fiyat istikrarı hedefine kilitlenirken

¹⁴⁹ Alan S. Blinder, "Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?", **The American Economic Review**, Vol. 90, No. 5, 2000, s.1422

¹⁵⁰ Alberto Alesina, Roberto Gatti, "How Independent Should Central Bank Be? Independent Central Banks: Low Inflation at No Cost?", **The American Economic Review**, Vol. 85, No. 2, 1995, p. 19

¹⁵¹ Bernard Hayo, Stefan Voigt, "Inflation, Central Bank Independence and the Legal System", **International Centre of Economic Research Working Paper**, No.2, 2005, p. 4

kuruma, dışarıdan bir müdahalenin gelmemesidir. Böylelikle kurumun üzerindeki zorlama kalktıkça merkez bankası daha fazla bağımsızlaşacaktır.

Merkez bankası bağımsızlığı araç ve hedef bağımsızlığı olarak tanımlanmaktadır. Araç bağımsızlığı merkez bankasının hedeflerine ulaşmak için para politikası stratejilerini belirleme gücü ve ihtiyarına sahip olmasıdır. Merkez bankasının doğrudan ya da dolaylı olarak bütçe açığını finanse etmek gibi bir yükümlülüğünün olmaması ve faiz oranlarını belirleme gücüne sahip olması demektir. Bu durumda, banka, para politikası sonucundan sorumlu (hesap verebilir) olmaktadır.¹⁵² Hedef bağımsızlığı ise merkez bankasının hedeflerinin tam olarak tanımlanmamış olmasıdır. Fiyat istikrarı hedefi ve hedefin numaralandırılması durumunda merkez bankasının hedef bağımsızlığından söz edilemez.¹⁵³ Araç bağımsızlığına sahip merkez bankası için İngiltere; araç ve hedef bağımsızlığına sahip merkez bankası için ise FED'i örnek gösterebiliriz.

Araç ve hedef bağımsızlığı kavramları yerine ekonomik ve politik bağımsızlık kavramlarını kullanan iktisatçılar da vardır. Burada politik bağımsızlık, merkez bankasının, hükümetin etkisinde kalmadan hedeflerini seçebilme imkânıdır. Bu bağlamda hedef bağımsızlığı kavramına benzemektedir. Politik bağımsızlığın ölçütü merkez bankası başkanının veya yönetim kurulunun hükümet tarafından atanıp atanmaması, başkanın görev süresinin uzunluğu, yönetim kurulunda hükümetten bir temsilcinin bulunup bulunmaması, hükümetin para politikası kararlarını onaylamasının gerekli olup olmaması, fiyat istikrarı hedefinin merkez bankası kanununda(tüzüğünde) yer alıp almaması olarak sıralanabilir. Ekonomik bağımsızlık ise merkez bankasının para politikası araçlarını, kısıtlama olmadan kullanabilme imkânıdır. Aynı şekilde ekonomik bağımsızlıkta araç bağımsızlığına oldukça yakındır. Para politikası yürütülmesinde en genel kısıt merkez bankasının bütçe açıklarını finanse etmesi zorunluluğu ile ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle

¹⁵² Stanley Fischer, "Central Bank Independence Revisited", *The American Economic Review*, Vol. 85, No. 2, 1995, p. 203

¹⁵³ Fischer, "Modern Approaches to Central Banking", p. 41

ekonomik bağımsızlık hükümetlerin bütçe açıklarını merkez bankasının yurt içi kredileriyle finans edip etmemesiyle ölçülür.¹⁵⁴

Bağımsızlık kavramı ile birlikte bazı uygulamalar da dikkat çekmektedir. Örneğin merkez bankasının, bankaları denetleyip denetlememesi gerektiği sorusunun ucu hala açıktır. Bir diğer örnek esnek kurda olmasa bile, sabit kur sisteminde merkez bankasının döviz kurunu belirleme gücünün sınırlı oluşudur. Yani sabit döviz kurunda devalüasyon veya yeni parite kararı genellikle maliye bakanının sorumluluğundadır; bu sorumluluk merkez bankası ile paylaşılmaktadır.¹⁵⁵

Politik iktisat alanında hükümetin bir takım sorumluluklarını, bağımsız bir kuruma devrederken bu kararı hangi kriterlere göre aldığı tartışması hâkimdir. Uzun iş akitli bürokratlar ve bürokratlara göre daha kısa süreli görev başında bulunan hükümet temsilcileri arasındaki görev ve sorumluluk paylaşımında, hükümet temsilcilerinin inisiyatif almada neden kendi politik manevra alanlarından vazgeçmeye razı oldukları önemli bir başlıktır. Bu bağlamda Merkez bankası bağımsızlığına karşı literatürde geliştirilen eleştirilerde bulunmaktadır: Zaman tutarsızlığı sorunu para politikasından ziyade maliye politikası alanında (sermaye üzerine konan vergilerle) muhtemelen kendini daha keskin hissettirir iken neden maliye politikası bağımsız bir yetkili kuruma devredilmemektedir? Burada sorumluluk tayini, görevin karmaşıklığı, makam sahibinin görevi yürütmesi ile elde edeceği rant (seçimler) ve politikacıların bu pozisyon için uygun aday bulma imkan kriterlerine dayanmaktadır. Bu bağlamda para politikası diğer tüm kamu politikaları içinde en karmaşık olanıdır. Ayrıca politikacıların maliye politikasından elde ettikleri rantlar (hem prestij olarak hem de daha doğrudan maddi şekilde: rüşvet, ganimet vb.) para politikasından elde edeceklerinden çok daha fazladır. Son olarak politikacıların para politikasını yürütecek uygun bir aday bulması maliye politikasını yönetecek uygun bir aday bulmaktan çok daha kolaydır. Çünkü para politikasının amaçları oldukça açık belirtilmiştir. Maliye politikasını yönetecek kişi için açık tanımlanmış

¹⁵⁴ Alberto Alesina, Lawrence H. Summers, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", **Journal of Money Credit and Banking**, 1993, Vol. 23, No. 2, p.153

¹⁵⁵ Fischer, "Central Bank Independence Revisited", p. 203

görevler söz konusu olamamaktadır. Maliye politikası halkın sürekli değişen önceliklerine dayanmaktadır. Bu nedenle aday halkın sürekli değişen istek ve ihtiyaçlarını karşılayacak yetenekte olsa bile bunu ex ante öğrenmek oldukça zordur.¹⁵⁶

Para politikasının bağımsız bir merkez bankasının yetkisine verilmesindeki mantığı sadece zaman tutarsızlığı problemine indirgenin yanlış olduğunu düşünenlerde bulunmaktadır. Blinder'a göre "para politikası doğası gereği uzun bir zaman dilimine ihtiyaç duymaktadır". Bu düşünceden yola çıkarak bağımsız bir merkez bankasında görev alan bürokratların görev süresi seçilmişlerin görev süresiyle eş uzunlukta olmamalıdır. Uzun dönemli iş akitleri bürokratların para politikasını daha gayretli yönetmesine imkân tanıyarak daha iyi tahmin, daha az politik hata sonucu sosyal refahın artmasına imkân tanıyacaktır.¹⁵⁷

2.3.2.1. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞININ TEORİK ÇERÇEVESİ

Merkez bankası bağımsızlığının teorik temeli iki farklı yaklaşımla ifade edilmektedir. İlki muhafazakar merkez bankası modeli ikincisi ise optimal sözleşme teorisidir. Uygulamada her iki teoride bürokratlarca referans alınmıştır.

2.3.2.1.1. MUHAFAZAKÂR MERKEZ BANKASI MODELİ

Parasal otoriteler, üretim miktarı ve fiyatlar genel düzeyinin hedef düzeylerinden sapmalarının kareleri toplamını minimize etmek için çaba sarf etmektedirler. Bu amaca yönelik olarak da kayıp fonksiyonunu göz önüne alırlar. Böyle bir kayıp fonksiyonun genel şekli:¹⁵⁸

¹⁵⁶ Gauti Eggertsson, Eric Le Borgne, "A Political Agency Theory of Central Bank Independence", IMF Working Paper, No.03/ 144, 2004, (first version in July 2003, çevrimiçi: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03144.pdf>, 03.12. 2007

¹⁵⁷ A.g.e.

¹⁵⁸ Stephen G. Cecchetti, "Poliy Rules and Targets: Framing the Central Banker's Problems", **FRBNY Economic Policy Review**, 1998, June, Vol. 4, No. 2, p. 2

$$L = E_t \left[\sum_{i=0}^h \beta^i \{ \alpha [p_{t+i} - p_{t+i}^*]^2 + 1 - \alpha [y_{t+i} - y_{t+i}^*]^2 \} \right]$$

Bu arada p_t (log) fiyatlar genel düzeyi, y_t (log) üretim düzeyi, p^* ve y^* ise p ve y için arzu edilen düzeylerdir. β iskonto faktörü, h periyod uzunluğu, α üretimdeki sapma karşısında fiyatlar genel düzeyinin hedeften sapmasına verilen nisbi ağırlık ve E_t ise t zamanda bilgi düzeyine bağlı beklentidir. Kayıp fonksiyonu, fiyat ve üretim değişimleri karşısında otoritelere farklı politika öncelikleri hakkında bilgi tedarik eder.

Kayıp fonksiyonu, hem üretim hem de enflasyon oranının optimum düzeylerinden sapmalarına ağırlık vermektedir. Rogoff'a göre toplum, enflasyona sosyal kayıp fonksiyonunda yer alan ağırlıktan daha fazla ağırlık veren bir başkan merkez bankasına atayarak durumunu iyileştirme imkânına sahiptir.¹⁵⁹ Para politikası öncelikleri toplumun enflasyon önceliğinden daha üstün olan bir merkez bankası başkanının tayin edilmesi, daha düşük bir enflasyon oranına ulaşmada sürecinde taahhüt görevini üstlenmektedir.¹⁶⁰ Ancak Rogoff'un modelinde güvenilirlik ve esneklik arasında bir trade-off söz konudur.

Bu modelde,

$$y_t = \pi_t - \pi_t^e + \rho_t$$

y_t üretim miktarı, π enflasyon oranı, π_t^e beklenen enflasyon oranı ve ρ ise tesadüfi şoktur. Olaylar şu şekilde gelişmektedir. Önce enflasyon beklentisi oluşmakta, ardından bu beklenti ışığında nominal bağıtlar imzalanmakta ve son olarak şok gerçekleşmektedir.

Toplumun kayıp fonksiyonu ise şu şekilde belirtilebilir;

¹⁵⁹ Kenneth Rogoff, "Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target" **Quarterly Journal of Economics**, 1985, Vol. 100, No. 4, p. 1169-1170

¹⁶⁰ Alberto Alesina, Lawrence Summers, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance.", p. 151

$$L = \frac{1}{2} \pi_t^2 + \frac{b}{2} (y_t - k)^2$$

$b > 0$ ve $k > 0$ 'dır. Böylelikle üretim miktarı doğal üretim miktarını aşacaktır. Rogoff kendi kayıp fonksiyonunda fiyat sapmalarına daha fazla ağırlık veren bağımsız bir merkez bankası başkanını tayin etmenin optimal olduğunu belirtir. Böylelikle muhafazakâr başkanın kayıp fonksiyonu;

$$I_t = \frac{1+\varepsilon}{2} \pi_t^2 + \frac{b}{2} (y_t - k)^2$$

Burada ε enflasyona verilen ilave önem katsayısıdır. Ve bu değer $0 < \varepsilon < \infty$ 'dır.

Eğer enflasyona göre birinci türevi alıp sıfıra eşitledikten sonra rasyonel beklentiler davranışına göre çözersek elde edeceğimiz denklem;

$$\pi_t = \frac{b}{1+\varepsilon} k - \frac{b}{1+\varepsilon+b} \mu$$

bu durumda muhafazakar merkez bankasının enflasyona verdiği ilave ağırlık paydada yer aldığı ve değeri 0'dan büyük olduğu için enflasyon eğilimi ve enflasyondaki değişim düşme eğiliminde olacaktır. Ancak burada üretimdeki değişim muhafazakâr merkez bankasının artan bir fonksiyonudur. Bu nedenle ε sıfırdan büyük ancak sınırsız olmamalıdır.¹⁶¹

Rogoff'un modelinde ortaya çıkan önemli bir sonuç bağımsız ve muhafazakâr bir merkez bankası tayini ile enflasyondaki düşüş daha fazla, arz yanlı üretim dalgalanmaları maliyetinde oluşmaktadır. Çünkü muhafazakâr merkez bankasının üretim değişimlerine vereceği tepki hükümetin göstereceği tepkiden daha düşük olacaktır.¹⁶²

¹⁶¹ Sylvester C. W. Eijffinger, Jakob De Ham, "The Political Economy of Central Bank Independence", Special Papers in International Economics, No. 16, 1996, p. 8 çevrimiçi: http://www.princeton.edu/~ies/IES_Special_Papers/SP19.pdf

¹⁶² Ag.e.

2.3.2.1.2. ASİL- VEKİL YAKLAŞIMI

Merkez bankası bağımsızlığını asil vekil yaklaşımıyla inceleyen Walsh, Torsten ve Person ekonomideki bireyleri asil, merkez bankasını da vekil olarak görür. Böylelikle sorun pek çok asilin ve yalnızca tek bir vekilin var olduğu bir yapıya sahiptir. Bu bağlamda asiller vekili seçebilir ama vekilin hedef fonksiyonunu kesin olarak tayin edemezler. Ancak hiçbir yapısal sistem para politikasını yürüten kurumun başkanını bireysel vatandaşlar tarafından seçmeye imkan tanımaz. Bunun yerine demokrasilerde vatandaşlar hükümeti seçerler, merkez bankası başkanı da bu hükümet tarafından seçilir. Böylece para politikası çok boyutlu asil vekil problemine dönüşür.¹⁶³

Muhafazakâr merkez bankası bir dereceye kadar ihtiyari politika uygulama esnekliğine sahiptir. Mevcut olasılık merkez bankası başkanı ile yapılacak bir sözleşme ile önlenebilir böylelikle merkez bankası başkanı (vekil) toplumun (asilin) çıkarına ters düşmeyecek davranışları sergilemek zorunda kalacaktır.

Hükümetler merkez bankası başkanı ile imzalayacakları sözleşmelerle merkez bankasının hedef fonksiyonunu doğrudan doğruya etkileyebilme imkanına sahip olabilmektedirler. Örneğin Lohmann, ekonominin büyük bir türbülansa tabii olduğu durumda merkez bankası başkanının sözleşmesinin fesih edileceğini bilmesini; Rogoff hedefleme kuralının merkez bankası başkanının maaşının kurala uyup uymamasına bağlı olarak değiştirilebileceğini; Michelle Garfinkle ve Seonghwan Oh ise hedefleme kuralının merkez bankası başkanının hedefe ulaşmada başarısız olması durumunda cezalandırılacağı yasal olarak belirtilmesi gerektiğini tartışmaktadırlar.¹⁶⁴

Yukarda sayılan görüşler hükümetin merkez bankasına sunacağı optimal bir sözleşmenin var olup olmadığı sorusunu ortaya çıkarmaktadır. Bu durum klasik bir

¹⁶³ Carl E. Walsh, "Optimal Contracts for Central Bankers", *The American Economic Review*, 1995, Vol.85, No. 1, p. 150

¹⁶⁴ A.g.e., p.151

asil-vekil sorununa benzemektedir. Standart bir asil vekil sorununda herhangi biri, asilin, vekilin bundan sonraki davranışlarını etkileyecek bir sözleşme teklif etmesini umacaktır. Asil, vekilin gelirinin vekilin davranışlarına bağlı olacağını gösteren bir sözleşme hazırlayabilir. Eğer olayı para politikası çerçevesinde ele alacak olursak hedefe ulaşılmaması durumunda yöneticilere para cezasının uygulanması, yöneticilerin maaşlarının hedeflere ulaşıp ulaşılmamasına bağlı olması, atama ve görev süresinin yeniden uzatılması ile merkez bankası bütçe prosedürlerinde hedeflere uyma konusunda çeşitli teşvikler konulabilir.

2.3.2.2. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞININ ÖLÇÜLMESİ

Merkez bankalarının yasal bağımsızlığının derecesini hesaplamak oldukça güçtür. Çünkü gerçek bağımsızlık sadece yasaya dayanmamaktadır. Bununla birlikte bankanın hükümetle aralarında oluşturdukları gayri resmi anlaşmalara, banka personelinin niteliklerine, bankadaki kilit isimlerin kişisel karakterlerine benzer sayısız faktöre de dayanmaktadır. Ancak bu faktörlerin ölçülmesi imkânsız olduğu için pek çok çalışma merkez bankasının yasal bağımsızlığını ölçmeye yönelmiştir.¹⁶⁵ Litaratürde 3 farklı araştırma önem arz etmektedir. Bu araştırmalar Alesina'nın; Grilli, Masciandaro Tabellini'nin ve Cukierman, Webb, Neyaptı'nın araştırmalarıdır.

Alesina, Bade ve Parkin'in politik bağımsızlık çalışmalarını genişleterek, hazırladığı endeksle merkez bankalarının para politikası üzerinde nihai otoriteye sahip olup olmadığını, bankanın yönetim kurulunda herhangi bir hükümet yetkilisinin bulunup bulunmadığını ve kurul üyelerinin yarısından fazlasının hükümet tarafından atanıp atanmadığını, araştırarak ülkelerin merkez bankalarının politik bağımsızlıklarını ortaya koymaya çalışmıştır.¹⁶⁶

¹⁶⁵ Sylvester C.W Eijffinger, Jakob De Hann, "The Political Economy of Central Bank-Independence", **Special Papers in International Economics**, Vol. 19, 1996, p.22

¹⁶⁶ A.g.e., s.23; Alberto Alesina, Lawrence H. Summers, "Central Bank Independence and Macroeconomic Evidence: Some Comparative Evidence", **Journal of Money Credit and Banking**, Vol. 25, No. 2, p. 153

Grilli, Masciandaro ve Tabellini 1950- 1989 dönemine ilişkin on sekiz OECD ülkesinin merkez bankası bağımsızlığını hem politik bağımsızlık hem de önceki çalışmalardan farklı olarak ekonomik bağımsızlık çerçevesinde ayrı ayrı incelemişlerdir. Ekonomik ve politik bağımsızlıkların değerleri toplamı ülkenin merkez bankası bağımsızlığının değeri olarak ifade edilmektedir. Merkez bankasının para politikası üzerinde nihai hedefi seçebilme imkânı olarak tanımlanan politik bağımsızlık kriterleri şunlardır¹⁶⁷:

1. Hükümet müdahalesi olmadan merkez bankası başkanının atanması
2. Merkez bankası başkanının görev süresi beş yıldan fazla olması
3. Yönetim Kurulu üyelerinin hükümet müdahalesi olmadan atanması
4. Yönetim kurulunun görev süresi 5 yıldan fazla olması
5. Yönetim Kurulu içerisinde zorunlu olarak hükümet temsilcisinin bulunmaması
6. Para politikasını oluşturmada hükümetin onayının gerekmemesi
7. Öncelikli hedef olarak fiyat istikrarının yasal olarak belirtilmesi
8. Hükümet ile çatışma halinde merkez bankası pozisyonunu güçlendiren yasal düzenlemelerin var olması

Merkez bankasının operasyonel bağımsızlığını ifade eden ekonomik bağımsızlık ise şu kriterlere dayanmaktadır:¹⁶⁸

1. Hükümetin merkez bankasından doğrudan kredi elde edebileceği otomatik mekanizmanın var olmayışı
2. Mevcut olduğu durumda doğrudan kredi imkanı hükümete piyasa faiz oranları üzerinden sağlanması
3. Buy kredinin geçici olması
4. Bu kredinin sınırlı bir miktarda olması

¹⁶⁷ Grilli Vittorio, Donato Masciandaro, Guido Tabellini, “ Political and Monetary Institutions and Public Sinancial Policies in the Industrial Countries”, **Economic Policy**, Vol.13, 1991, p. 366- 367

¹⁶⁸ A.g.e., s.368- 369

5. Merkez bankasının kamu borçlanma piyasasında birincil piyasası temsil etmemesi
6. Merkez bankası kontrolündeki parasal araçların oranlarını belirleneme sorumluluğuna sahip olması
7. Merkez bankası bankacılık sektörünü yönetme, idare etme sorumluluğuna sahip olmaması veya sorumluluğu tek başına üstlenmemesi

Grilli, Masciandaro ve Tabellini yaptıkları çalışmalarla enflasyon ile merkez bankası bağımsızlığı arasında negatif ilişkinin var olduğunu ortaya çıkarmışlar ancak politik bağımsızlığın 1970'lerde ekonomik bağımsızlığın ise yüksek enflasyon dönemlerinde anlamlı olduğunu ifade etmişlerdir. Ayrıca merkez bankası bağımsızlığının büyüme düzeyi ve değişkenliği üzerinde bir etkiye sahip olmadığı sonucuna da ulaşmışlardır.¹⁶⁹

Cukierman, Webb ve Neyaptı, 1950-1989 yılları arasında 21 gelişmiş ve 51 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmalarında 4 ana başlık altında 16 kriter ile merkez bankası bağımsızlığını araştırıyorlar. Söz konusu kriterler:¹⁷⁰

1. Merkez bankası başkanı ile ilgili düzenlemeler

- a) Başkanın görev süresi
- b) Başkanı atamakla yetkilendirilmiş kurum
- c) Başkanın görevden alınması
- d) Başkanın hükümette başka bir görev alma imkanı

2. Politika Formülasyonu

- a) Para politikası formülasyonunda merkez bankasının sorumlu olup olmaması

¹⁶⁹ A.g.e., s. 372- 373

¹⁷⁰ Alex Cukierman, Steven B. Webb, Bilin Neyaptı, "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", **The World Bank Economic Review**, Vol. 6, No. 3, 1992, p. 355

- b) Merkez bankası ile hükümet arasında çıkabilecek bir çatışmada çözüme yönelik kuralların ne olduğu
- c) Hükümetin bütçe oluşturma sürecinde merkez bankasının iştirak derecesi

3. Merkez bankası hedefleri

- a) Öncelikli hedefin fiyat istikrarı olması

4. Merkez bankasının kamu sektörüne borç vermesi üzerindeki kısıtlamalar

- a) Avans alma
- b) Menkul kıymet ile borçlanma (tahvil)
- c) Merkez bankasının vade yapısı, faiz oranı, borç miktarı gibi borçlanma koşullarında sahip olduğu otorite
- d) Merkez bankasının potansiyel borçlularının döngü genişliği
- e) Borçlanma üzerinde kısıtlamaların var olduğu durumda kısıtlama türleri
- f) Borcun vade yapısı
- g) Borç verme durumunda borç miktarına uygulanan faiz oranı üzerine kısıtlamalar
- h) Bono tahvil ihracında merkez bankasının birincil piyasada yer almasının yasaklanması

Alesina; Grille, Masciandaro, Tabellini ve Cukierman'ın araştırmalarında ülkelerin bağımsızlık derecelerinde bazı farklılıklar görülsede bu üç çalışmada ortak bulgusu enflasyon ile merkez bankası bağımsızlığı arasında negatif bir ilişkinin var olduğudur. Söz konusu negatif ilişki öncelikle sanayi ülkelerinde görülmüşse de çalışma örneklem gurubu gelişmekte olan ülkeleri de kapsayacak şekilde genişletildiğinde sonuç değişiklik arz etmemektedir. Bununla birlikte diğer bir ortak sonuç ise merkez bankası bağımsızlığının büyümeyi sekteye uğratmamasıdır.¹⁷¹

¹⁷¹ C Alex Cukierman, "Central Bank Independence and Monetary Control", *The Economic Journal*, Vol. 104, No. 427, 1994, p.1438

Arnone, Laurens, Segalotto ve Sommer küresel boyutta, 1980'lerin sonundaki merkez bankası bağımsızlığı ile 2003 yılı sonundaki merkez bankası bağımsızlığını karşılaştıran çalışmalarında hem gelişmiş hem gelişmekte hem de yükselen piyasalarda gerek politik bağımsızlık gerekse ekonomik bağımsızlığın artış gösterdiğini belirtmektedirler.

1980'lerin sonlarındaki veriler 25 gelişmiş, 22 yükselen ve 21 gelişmekte olan ekonomiler olmak üzere 68 merkez bankası verilerine dayanırken, 2003 yılı verileri ise 28 gelişmiş, 32 yükselen ve 103 gelişmekte olan ekonomilerin yasal belgelerine dayanmaktadır. Çalışmadan çıkan sonuçlar şu şekilde özetlenebilir:¹⁷²

1. Söz konusu dönem içinde 163 merkez bankasının tümü için bağımsızlık ikiye katlanmıştır. Yine tüm ülke grupları için ekonomik bağımsızlık politik bağımsızlıktan daha fazladır.
2. Gelişmiş ülkelerin 1980'lerin sonunda diğer ülke gruplarına göre bağımsızlığı daha yüksekti ve bu ülkeler zaman içerisinde bağımsızlığını arttırmaya devam etti. Bu ülkelerde ekonomik bağımsızlık oldukça yüksek olduğu için gelişmeler daha çok politik bağımsızlığı arttırmaya yöneliktir
3. Yükselen piyasalarda dönem içerisinde bağımsızlık iki katından fazla gelişme gösterdi. Ekonomik ve politik bağımsızlık gelişmeleri paralellik gösterse de gelişmiş ülkelerde olduğu gibi ekonomik özerklik politik özerklikten daha fazladır.
4. Gelişmekte olan ülkelerde ise politik bağımsızlık düşüktür. Ayrıca bağımsızlığın artış hızı hala çok yavaştır. Ancak ekonomik bağımsızlık için durumun iyiye gittiği gözlemlenmektedir.

¹⁷² Marco Arnone, Bernard J. Laurens, Jean- François Segalotto, Martin Sommer, "Central Bank Autonomy and Lessons From Global Trends", **IMF Working Paper**, WP/07/88, 2007, p. 10

2.3.2.3. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞININ EKONOMİK ETKİLERİ

25 yılı aşkın bir süredir başta Yeni Zelanda, Şili, Meksika, Arjantin, İspanya, Fransa, Birleşik Krallık ve eski sosyalist ülkeler olmak üzere gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasına otonom nitelik kazandıran yasal değişim dalgaları gözlemlenmektedir. Bu yasal değişiklikler sayesinde merkez bankası yüksek istihdam, büyüme, düşük faiz oranları ya da bütçe açığını finanse etmek gibi diğer hedefleri göz ardı ederek doğrudan fiyat istikrarına odaklanmaktadır. Yüksek bağımsızlığa sahip Bundesbank ve Swiss National Bank' ın düşük fiyat düzeyini sağlama ve sürdürme başarısı ile sermaye hareketlerindeki liberalizasyon sürecinde bu eğilimi arttıran diğer hususlardır.

Merkez bankası bağımsızlığına ilişkin politikaların iki dayanağı mevcuttur. Bunlardan ilki teorik diğeri ise amprik dayanaktır. Teorik dayanak politikacıların nominal ücretlerdeki katılıklar nedeniyle enflasyon yaratarak istihdamı artırma güdüsü üzerinde durur. Diğeri bir değişle politikacıların neden enflasyon eğiliminde olduklarını açıklar. Amprik dayanak ise merkez bankası bağımsızlığı ve enflasyon arasındaki negatif ilişkinin var olduğunu ortaya koyan çeşitli gözlemlere dayanmaktadır.¹⁷³

Merkez bankasının bağımsızlığı ve ekonominin performansı arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmaya çalışan çalışmaların bulguları şu şekilde özetlenebilir:¹⁷⁴

1. Sanayileşmiş ülkelerde enflasyonla merkez bankası yasal bağımsızlığı arasında negatif bir ilişki varken bu ilişki merkez bankası başkanının değişimden bağımsızdır.

2. Az gelişmiş ülkelerde yasal bağımsızlık ile enflasyon arasında bir ilişki söz konusu değil. Ancak enflasyon ile merkez bankası başkanı değişim hızı arasında pozitif bir ilişki söz konusudur.

¹⁷³ Cukierman, a.g.e., pp. 1437- 1438

¹⁷⁴ A.g.e., p. 1440

3. Enflasyon ve enflasyondaki değişkenlik ile merkez bankasına yönelik politik baskı arasında pozitif bir ilişki vardır.

4. Diğer şartlar eşit iken, parasal duyurular yapan parasal yetkililer daha düşük enflasyon oranına ulaşmaktadır.

5. Sanayileşmiş ülkelerde ortalama reel büyüme hızı ile merkez bankası yasal bağımsızlığı arasında bir ilişki yoktur.

6. Az gelişmiş ülkelerde merkez bankası bağımsızlığının büyüme üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu bulunmuştur.

7. Belirli bir ülkede büyüme hızındaki değişkenlik o ülkenin gelişmişlik düzeyi ile negatif ilişkide başkan devrinin yüksek olduğu merkez bankası bağımsızlığı ile ilişkisizdir.

8. Az gelişmiş ülkelerde merkez bankası başkanının sıkça değişmesi veya politik baskının yüksek olması ile özel sektör yatırımları arasında negatif bir ilişki söz konusudur.

2.3.3. MALİ BASKINLIĞIN OLMAMASI

Merkez bankasının yasal anlamda bağımsızlığını kazanmış olması fiyat istikrarını sağlamak için yeterli değildir. Bu bağımsızlığın yanında gelişmiş istikrarlı finansal piyasaların varlığı ve ülkede mali baskınlığın (fiscal dominance) bulunmaması gerekmektedir.¹⁷⁵

Mali baskınlık ile anlatılmak istenen, mali gelişmelerin para politikası yönetimi üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmaması veya para politikasını ciddi biçimde kısıtlamamasıdır. Daha açık bir ifadeyle mali baskınlık, merkez bankasının kamu kesimine verdiği doğrudan borcun çok düşük olması veya bu eylemin hiç gerçekleşmemesi; hükümetin geniş bir gelir tabanına sahip olması; yurtiçi finansal piyasaların kamu borçlanma araçlarını emecek derinlikte olması; son olarak kamu borç stokunun hoş olmayan dinamikleri arttırmayacağı anlamındadır.¹⁷⁶

¹⁷⁵ Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **American Economic Review**, Vol.90, No. 2, 2000, p. 107

¹⁷⁶ Paul R. Mason, Miguel A. Savastano, Sunil Sharma, "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", **IMF Working Paper**: WP/97/130, 1997, s.8

Bu şartların yerine getirilmediği durumda, mali dengesizlikler nominal hedefe ulaşmada para politikasının etkinliğini zayıflatacak, enflasyonist eğilimleri artıracak ve merkez bankasını daha yüksek bir enflasyon oranında uyarlayıcı para politikası izlemeye zorlayacaktır. Bu bağlamda yıllık kronik enflasyon oranı %15-25 olan bir ülkede sadece para politikasına dayanılarak enflasyonda istikrarlı bir düşüş beklemek yanlış olacaktır. Böylesi bir enflasyon düzeyinde para ve maliye politikaları birbirlerinden ayrılamaz¹⁷⁷

Para politikasının hükümetin finansman ihtiyacına göre belirlendiği mali baskınlık durumunda, merkez bankasının öncelikli hedefi, fiyat istikrarı olmaktan çıkmakta ve enflasyon hedefine ulaşması güçleşmektedir. Bu durumda, kamu sektörü gelirleri büyük ölçüde senyoraaj gelirlerinden veya devlet tahvili ihraçlarından sağlanmaktadır. Kamu finansmanının senyoraaj gelirlerinden sağlandığı ülkelerde, kamuda gelecekte herhangi bir zaman diliminde, mali krizin önlenmesi amacıyla mali desteğe ihtiyaç duyulacağı beklentisi oluşmakta ve merkez bankasının itibarı zedelenmektedir. Mali kriz oluştuğunda ise, söz konusu mali destek uygulanmakta olan para politikasına ek bir yük getirmektedir.

Friedman'ın para politikasının uzun dönemde sadece nominal değişkenler üzerinde kontrol sağlamaya yarayan bir araç olduğuna yaptığı vurgu daha sonra Sargent ve Wallace tarafından yeniden gözden geçirilerek, mali baskınlığın mevcut olduğu bir ekonomide para politikasının uzun dönemde bile enflasyonu kontrol altına alamayan bir araç olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.¹⁷⁸

Gelirlerin harcamalar karşısında yetersiz kaldığı durumda hükümet oluşan bütçe açığının bir kısmını para otoritesinin emisyon geliriyle bir kısmını ise bono satışları ile finanse edecektir. Enflasyonun belirlenmesinde bütçe açığının bu

¹⁷⁷ R. Mason, Miguel A. Savastano, Sunil Sharma, "Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries", **Finance & Development**, 1998, Vol.35, No.1, p. 35

¹⁷⁸ Thomas Sargent, Neil Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, 1981, p. 1-6

finansman kombinasyonu önem arz etmektedir. Bu nedenle enflasyon sadece para politikası değil aynı zamanda maliye politikasının da etkisi altındadır.

Bu etki alanı içinde para politikasının maliye politikasına karşı belirleyiciliği veya maliye politikasının para politikası karşısında belirleyiciliği önemlidir. Eğer para politikası maliye politikasına karşı belirleyici ise para otoritesi bağımsız olarak baz para artış hızını duyurur. Böylelikle para otoritesi mali otoritelere dönemin başında senyoraj gelirini bildirir. Mali otoriteler, veri senyoraj geliri ve bono talebi kısıtı ile karşı karşıya kalır. Böyle bir durumda, monterist ekonomide para otoritesi, bağımsız olarak baz para artış hızını belirleyebildiği için enflasyon üzerindeki kontrolünü muhafaza etmiş olur. Ancak, eğer maliye politikası para politikası üzerinde baskınlığa sahipse mali otoriteler bağımsızca bütçelerini oluşturabilecektir. Bütçe açıklarını veya fazlasını oluşturduğu bütçeyle duyurabilirler. Böyle bir durumda ise para otoritesi bono talebi kısıtı ile karşı karşıya kalmış olur. Para otoritesi bono gelirleri çıktıktan sonra açığı finanse etmek için yeterli kaynağı senyoraj ile sağlamak zorunda kalacaktır. Eğer bono satışları açığı kapatmada yetersiz ise merkez bankası yarattığı baz para artışı ile enflasyonun artmasını tolere etmekten başka seçeneğe sahip değildir.¹⁷⁹

Baz para ile fiyatlar genel düzeyi arasında yakın ilişki olduğu düşünülerek baz paradaki sürekli artış karşısında merkez bankasının enflasyon üzerindeki hakimiyeti kaybolacaktır. Bunun için para otoritesi baz para artış hızını düşürecek ve halkın elinde tuttuğu reel bono stoğunu arttırma yolunu tercih edecektir. Baz para artış hızı düştüğü sürece bono ana para ve faiz ödemeleri için gittikçe daha fazla bono satışları gerçekleşmek zorunda kalacaktır. Bono faiz oranları, ekonominin büyüme hızından yüksek olduğu sürece reel bono stoku ekonomin ölçeğinden çok daha fazla artacaktır. Ancak bu durum sonsuza kadar sürmeyecektir. Çünkü ekonominin ölçeğine göre bono stoku belli bir süre sonra üst sınıra ulaşacaktır. Sınıra ulaşıldıktan sonra ise enflasyonla mücadele etmek amacıyla satılan bonoların anapara

¹⁷⁹ A.g.e.

ve faiz ödemeleri için yada en azından bir kısmı için, ilave baz para yaratmak (senyoraj) kaçınılmaz olacaktır.¹⁸⁰

Wallace ve Sargent'ın hoş olmayan monetarist aritmetik adını verdikleri bu teori mali baskınlığın varlığı ile enflasyonla mücadele etmek için bugün ekonominin büyüme ve nüfus artış hızından daha yüksek reel faizli bono satışları, gelecekte bugün sıkı para politikası uygulamak yerine gevşek para politikası uygulandığı durumla karşılaştırıldığında daha yüksek enflasyonla sonuçlanacağını söylemektedir.¹⁸¹

Her hükümet zamanlar arası kısıtla karşı karşıya kalmaktadır: Hükümetlerin yükümlülüklerinin bugünkü reel değeri gelecekteki temel bütçe fazlasının(vergi gelirleri eksi faiz ödemesi olmayan harcamalar) bugüne iskonto edilmiş haline eşittir. Eğer bu kısıt politika değişikliğine veya fiyatlar genel düzeyinde bir değişikliğe neden olmadan tatmin ediliyorsa cari dönemdeki maliye politikasının sürdürülebilir olduğu söylenir. Eğer hükümet borç birikimini sınırlamak için temel açığını ayarlıyorsa, merkez bankası bu durumdan etkilenmiyor demektir. Böyle bir rejime Parasal baskın veya Ricardian rejim adı verilmektedir. Tersine mali baskınlık veya Ricardian olmayan rejim altında ise temel açık reel yükümlülüklerden bağımsız olarak oluşturulmaktadır.¹⁸²

Mali baskınlığın neden olduğu bir olumsuz durum ise yüksek faizli bonoların geri ödenmeme olasılığını arttırması ile ortaya çıkmaktadır. Dışa açık bir ekonomide merkez bankası tarafından arttırılan reel faiz oranları toplam talep üzerinde yarattığı doğrudan etki ve ulusal paranın değeri üzerinde yarattığı dolaylı etki ile enflasyonun düşmesine yardımcı olmaktadır. Reel faiz oranlarındaki bu artış bonoların çekiciliğini de arttırmaktadır. Bununla birlikte eğer mali şartlar kötü ise (yüksek borç düzeyi, yüksek döviz cinsinden borçlanma oranı, yüksek riskten kaçınma) ve eğer reel faiz oranlarındaki artış borcun geri ödenme riskini arttırıyorsa, bu artış,

¹⁸⁰ A.g.e.

¹⁸¹ A.g.e.

¹⁸² A.g.e.

bonoların çekiciliğini düşürmekte ve ulusal paranın değer kaybetmesine neden olabilmektedir. Söz konusu durumun gerçekleşmesiyle enflasyon yeniden yükselme eğilimine girmektedir. Böyle bir durumda enflasyon ile mücadele etmek için doğru araç, para politikası değil maliye politikası olacaktır.¹⁸³

Yüksek bütçe açığının monetizasyon yoluyla finansmanının en aza indirilmesiyle sağlanan güçlü mali yapı, enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğini artırmakta ve enflasyonu düşürmenin reel maliyetlerini sınırlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başlangıcında güçlü mali yapının varlığının önemi, ülkenin enflasyona ilişkin geçmişine, hükümetin kısa dönemli ve öncelikli mali açıkları karşılamak amacıyla yaptığı girişimlerin para politikası üzerindeki etkilerine ve hükümetin finansman ihtiyacını gidermek için mali piyasalardaki borçlanma yeteneğine bağlıdır. Mali yapıdaki söz konusu başlangıç durumları, enflasyon hedeflemesinin güvenilirliğini artırmak amacıyla gereken merkez bankasının hükümeti finanse etmesine ilişkin limitler veya uygulanacak mali kurallar gibi kurumsal ayarlamaların belirlenmesini sağlamaktadır.¹⁸⁴

Enflasyon hedefinin duyurulma şekli de maliye politikasının para politikasına uygun şekilde biçimleneceği düşüncesini olumlu etkileyebilmektedir. Çünkü enflasyon hedeflemesinde, enflasyon hedefini kimi ülkelerde sadece merkez bankası, kimi ülkelerde sadece hükümetler kimi ülkelerde ise her iki kurum ortaklaşa duyurmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimini ilk uygulanan ülkelerde durum hükümetinde karar ve ilan aşamasında süreç içinde yer almasıdır. Bu durum hükümetin uygulayacağı maliye politikasının para politikası ile uyumlu olacağını dolaylı olarak ifade etmesi anlamına geldiği için politik güvenilirliği arttırmaktadır.¹⁸⁵

¹⁸³ Olivier Blanchard, "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil", **NBER Working Paper**, No. 10389, p.3,4- 32

¹⁸⁴ Alina Carare, Andrea Schaechter, Mark Stone, Mark Zemler, "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", **IMF Working Paper**, WP 02/102, 2002, p.11

¹⁸⁵ Alina Carare, Andrea Schaechter, Mark Stone, Mark Zemler, "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", **IMF Working Paper**, WP 02/102, 2002, p.6

Tablo:1 2001 Aralık Enflasyon Hedefinin Duyurulması

Hedefin Kim Tarafından Duyurulduğu	Ülkeler
Hükümet	Brezilya,İrlanda, İsrail,Norveç,İngiltere
Merkez Bankası	Şili, Kolombiya, Finlandiya*, Meksika, Polanya,İspanya*
	İsveç, Tayland
Hükümet+ Merkez Bankası	Avusturalya,

Kaynak: Alina Carare, Andrea Schaechter, Mark Stone, Mark Zemler, “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, **IMF Working Paper**, WP 02/102, 2002, p.6

*: Finlandiya ve İspanya ilgili veri Ocak 1999 Avrupa Parasal Birliğe dahil olmadan önceki dönemi ifade etmektedir.

Tablo 1.'de enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkelerin bir kısmını görmekteyiz. Buna göre hükümetin duyurduğu politikada sınıfında sadece İngiltere gelişmiş ülkeyi temsil ederken, merkez bankasının duyurduğu politika sınıfında İspanya, Finlandiya ve İsveç gelişmiş ülkeleri temsil etmektedir. Ortak ilanda yer alan ülke ise Avusturalya' dır. Yukarıdaki tablodan çıkardığımız sonuç gelişmiş ülke ve gelişmekte olan ülke ayrımı mümkün olmamaktadır. Enflasyon hedeflemesi sadece hükümet tarafından veya sadece merkez bankası tarafından ilan edilebileceği gibi her iki kurumun ortaklaşa bir ilanı ile de mümkündür. Yukarıda da ifade edildiği gibi politikanın duyurulması sırasında hükümetin merkez bankasının yanında yer alması bütçe tasarılarının ve harcamaların para politikasına riayet edeceğini ifade etmektedir.

2.3.4. ŞEFFAFLIK VE HESAP VEREBİLİRLİK

Para politikasının enflasyon üzerinde etkisinin değişken ve gecikmeli olması merkez bankalarını geleceğe yönelik politika uygulamak zorunda bırakmaktadır. Bu nedenle önce, gelecek dönem için bir enflasyon oranını hesaplamalı sonra bu oranın hedeften olası sapmasına karşılık politika araçlarını kullanılmalıdır. Bununla birlikte

fiyat istikrarına ulaşmak için enflasyon hedeflemesi uygulamayan merkez bankalarının da geleceğe yönelik para politikası uygulamalarına bir engel yoktur. Ancak enflasyon hedeflemesinin ayırt edici özelliği hedefleme ile birlikte şeffaflık ve hesap verebilirliğin mevcut oluşudur.¹⁸⁶

Merkez bankaları için hesap vermeye yol açan unsur şeffaflığın gelişmesidir. Şeffaflığın sağlanması merkez bankası inanırlılığının artmasına ve özel sektörün enflasyon beklentilerinin merkez bankası faaliyetlerine daha fazla duyarlı olmasına neden olmaktadır. Bu durum genellikle merkez bankasının hedeflenen enflasyondan sapmasının maliyetlerini arttırmaktadır.¹⁸⁷ Ayrıca etkinliğin arttırmasına ve para politikasının gecikme sürecinin düşmesine neden olan artan şeffaflık ücret ve fiyat kararlarını da değiştirmektedir.¹⁸⁸

Şeffaflık para politikasının açık, basit ve kolay anlaşılır olmasıdır. Şeffaf bir politika merkez bankası ile toplum arasındaki iletişimi kolaylaştıracaktır.¹⁸⁹ Şöyle ki bir merkez bankasının fiyat istikrarı önceliğini açıklaması ile gelecek 2 yıl için fiyat endeksinin %1-3 aralığında olacağına dair taahhüdü arasında anlamlı bir farklılık vardır. Çünkü bu rakamlar toplumun kısa ve uzun vadeli planları için önemli bir ipucudur. Dolayısıyla bu hedefe ulaşmada merkez bankasının başarısız olduğu durumda bunun halk tarafından anlaşılması da oldukça kolay olmaktadır. Bu nedenle otoriteler böylesi bir durumda hedeften neden sapıldığını açıklamak zorundadır. Bu zorunluluk ise otoritelere hedefi yakalamak için kuvvetli bir güdü oluşturmaktadır.¹⁹⁰

Merkez bankasının hükümetle sık sık iletişim içinde olması ya da çalışanlarının para politikası stratejileri hakkında kamuoyu açıklaması yapması Almanya veya Amerika gibi enflasyon hedeflemesi uygulamayan ülkelerinde kullandığı iletişim kanallarıdır. Ancak enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez

¹⁸⁶ George A. Khan, Klara Parrish, "Conducting Monetary Policy With Inflation Targets", **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Vol.7, Third Quarter, 1998, p.5

¹⁸⁷ Erdal Demirhan, a.g.e., s.37

¹⁸⁸ Guy Debelle, v.d., "Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy", 1998, çevrimiçi: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues15/index.htm>, 29.12.2007

¹⁸⁹ Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", p. 21

¹⁹⁰ Khan, Parrish, a.g.e., s.7

bankaları, enflasyon raporları (ilk kez İngiltere Merkez Bankası tarafından yayınlanmaya başlayan) ya da para politikası raporlarını periodik olarak yayınlamak farklı bir uygulamayı gerçekleştirmektedirler.¹⁹¹

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde merkez bankaları sözü edilen iletişim araçları ile halka, finansal piyasa katılımcılarına ve politikacılara para politikasının hedefleri ve sınırlarını, enflasyon hedeflemesinin mantığını; enflasyon hedefinin rakamsal değerini ve bunun nasıl belirlendiğini, cari ekonomik şartlarda enflasyon hedefinin nasıl başarılabileceğini ve hedeften olası sapmaların nedenlerini açıklamayı amaçlamaktadır. İletişimdeki artış (şeffaflık) para politikası, faiz oranları ve enflasyondaki belirsizlikleri düşürerek özel sektör planlamalarını arttırmaktadır.¹⁹²

Demokratik toplumlarda para politikası hedeflerinin açık tanımı ve hiyerarşisi seçimle göreve gelen politikacılar tarafından belirlenmelidir. Ne var ki, böyle bir kararın seçimle göreve gelmeyen veya bu şekilde göreve gelmiş kişilerin sorumluluğu altında olmadan bağımsız bir kuruma bırakılmış olması demokratik toplum doğasına aykırı olup olmadığı da sorgulanabilmektedir. Ayrıca para politikasının hedefleri açık bir şekilde tanımlanmalıdır. Belirli bir önceliği olmadan çoklu hedeflerin eşanlı olarak belirtilmesinden ziyade tek bir hedefin seçilmesi hem yetkililerin hem de kamuoyunun kontrol etkinliğini arttırmaktadır. Bu nedenle merkez bankası kanunu açık olmalı hedefleri öncelik sırasına koymalıdır. Mesela, FED birbiriyle çatışan çoklu hedeflere sahiptir. (Maksimum istihdam, istikrarlı fiyatlar ve ılımlı uzun dönem faiz oranı). Ne FED kanunu, ne de diğer kanunlar herhangi bir öncelik sırası belirtmez. Oysa, Yeni Zelanda Merkez Bankası Kanununda ise hedef açıktır: öncelikli hedef, fiyat istikrarının sağlanmasıdır.¹⁹³

Şeffaflık hesap verebilirlik için oldukça önemli bir unsurdur. Demokratik hesap verebilme ile ilgili hangi düzenlemeler olursa olsun şeffaflık olmadan hesap verebilirliğin alanı sınırlandırılmış olmaktadır. Çünkü Merkez bankasının

¹⁹¹ Mishkin, a.g.e., s. 21- 22

¹⁹² a.g.e., s. 22

¹⁹³ Sylvester C. H. Eijffinger, Marco Hoeberichts, "Central Bank Accountability and Some Transparency : Theory and Some Evidence", **International Finance**, Vol.5, No. 1,2002, p. 75

davranışı hakkında bilgiler performansını değerlendirmek için çok önemlidir. Para politikasında alınan kararların altında yatan nedenler açık oldukça hükme varmak ve merkez bankası yetkililerinin davranışları hakkında hesap sorma imkânına sahip olmak kolaylaşmaktadır. Bu nedenle merkez bankası belirli aralıklarla geçmişteki performansını ve gelecek planlarını raporlamalı veya çeşitli kanallarla bunu duyurmalıdır. Avrupa Merkez Bankası (ECB) yasası en az 3 ayda bir para politikası ile ilgili bir rapor yayınlamasını öngörürken ne Maastricht Anlaşması ne de merkez bankası konunu bu raporun içeriği konusunda detaylara yer vermeyip bunu merkez bankası yetkililerine bırakmıştır. Ancak yasa 3 ayda 1 rapor yayınlamasına olanak tanıırken ECB'nin aylık bülten yayınlaması şeffaflık ve hesap verebilirlik alanında ciddi şikâyetler aldığımızın göstergesidir.¹⁹⁴ Enflasyon hedeflemesinde ülkelerin kullandığı iletişim araçları tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo: 2 Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Kullanılan İletişim Araçları

		Enflasyon/Para Politikası Raporları		Diğer İletişim Araçları		
Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler	Parasal Eylemlerin Basın Yoluyla İlanı	Sıklık	Enflasyon Performansı ve Parasal Eylemlerin Yeniden İncelenmesi	Yayın: Araştırma/Enflasyon tahmini için Model Kullanımı	Medya ve Diğer Kamu Araçları	Para Politikası Komit. Tutanaklarının Yayınlanması
Yükselen Ülkeler						
Brezilya	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Evet
Şili	Evet	Bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Hayır
Kolombiya	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Sıklıkla	Evet	Hayır
Çek Cumhuriyeti	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Evet
Macaristan	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/ Bazen	Evet	Hayır
İsrail	Evet	Ayda Bir	Evet	Evet/ Bazen	Evet	Hayır
Meksika	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Hayır
Polonya	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Hayır
Tayland	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Hayır

¹⁹⁴ a.g.e.,s. 76

Gelişmiş Ülkeler

Avusturalya	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Evet	Evet	Hayır
Kanada	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Evet	Evet	Hayır
İzlanda	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Hayır
Kore	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Hayır
Yeni Zelanda	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Evet	Evet	Hayır
Norveç	Evet	Dört Ayda Bir	Evet	Evet/Evet	Evet	Hayır
İsveç	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Evet	Evet	Evet
İngiltere	Evet	Üç ayda Bir	Evet	Evet/Evet	Evet	Evet

Kaynak: Alina Carare, Andrea Schaechter, Mark Stone, Mark Zemler, “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, **IMF Working Paper**, WP 02/102, 2002, p.10

Enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerde, para politikasının hesap verebilirliğini ve şeffaflığını sağlamak için enflasyon raporu dışında araçlar da kullanılmaktadır: Bunlardan birincisi; hedeflere ulaşamadığı zaman bunun sebeplerini, enflasyon hedefine ulaşılmasına yönelik önlemleri ve bu önlemlerin etkisini göstereceği zamanı belirten zorunlu bir açık mektubun (open letter) yayınlanmasıdır. Bir diğeri merkez bankası yönetim kurulunun parlamento huzuruna çıkmasıdır. Üçüncü araç ise faiz oranlarına dair karar verecek para politikası komitesinin toplantı tutanaklarının yayınlanmasıdır.¹⁹⁵ Bunlardan başka hesap verebilirliğin en katı şekli Yeni Zelanda merkez bankası kanununda görülmektedir. Yasaya göre Merkez bankası başkanı sadece bir çeyrek içinde olsa enflasyonun hedeften sapması durumunda işini kaybetmektedir.

2.4. ENFLASYON HEDEFİNİN TEKNİK ÇERÇEVESİ

Enflasyon hedeflemesinin teknik çerçevesi bize enflasyon hedeflemesinin ne şekilde uygulanacağını ve politik detayları sunmaktadır. Öncelikle enflasyon hedeflemesinde hedeflenen enflasyonun fiyat düzeyi hedeflemesi olmadığı ardından

¹⁹⁵ Erdal Demirhan, a.g.e., s.39

ise hedefin ne şekilde belirlendiği, endeksin seçimi, hedef aralığının varlığı ve zaman boyutu açıklanmaya çalışılacaktır.

2.4.1. ENFLASYON HEDEFİ - FİYAT DÜZEYİ HEDEFİ AYRIMI

Gerek politikacılar gerekse parasal otoriteler ekonomi için arzu edilen durumun fiyat istikrarı ile sağlanacağını söylemektedirler. Ancak fiyat istikrarı ile anlatılmak istenen fiyatların sabit kalması (fiyat hedefi) midir yoksa belli bir oranda artmasına (enflasyon hedefi) izin verilmesi midir?

Bu bağlamda enflasyon hedefi ile ulaşılması istenen nihai hedef fiyat düzey hedefi mi olmalı yoksa enflasyon hedefi mi olmalı tartışmaları sürdürmektedir. Fiyat düzeyini hedef alan bir merkez bankası ile enflasyon düzeyini hedef alan bir merkez bankasının izleyeceği para politikası farklılaşacağı için bu iki kavram arasındaki farklılıkları belirtmekte fayda vardır.

Fiyat düzeyi hedeflemesinde merkez bankası önceden belirlenmiş bir band içinde fiyat seviyesini sabit ya da kararlı bir artış doğrultusunda tutmaya çalışır. Enflasyon hedeflemesinde ise para otoritesi genel fiyat düzeyindeki örtülü enflasyon oranı için bir hedef ya da hedef aralığı bildirir. Enflasyon hedeflemesinde amaç fiyatlardaki büyüme oranını istikrara kavuşturmadır.¹⁹⁶

Parasal otoriteler, üretim miktarı ve fiyatlar genel düzeyinin hedef düzeylerinden sapmalarının kareleri toplamını minimize etmek için çaba sarf etmektedirler. Böyle bir kayıp fonksiyonun genel şekli:¹⁹⁷

¹⁹⁶ Nuray Çakır, “Enflasyon Hedefli Politikanın Bir Sonraki Adımı: Fiyat Seviyesi Hedeflemesi”, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 2007/1, 2007, s.20

¹⁹⁷ Stephen G. Cecchetti, “Poliy Rules and Targets: Framing the Central Banker’s Problems”, **FRBNY Economic Policy Review**, 1998, June, Vol. 4, No. 2, p. 2

$$L = E_t \left[\sum_{i=0}^h \beta^i \{ \alpha [p_{t+i} - p_{t+i}^*]^2 + 1 - \alpha [y_{t+i} - y_{t+i}^*]^2 \} \right]$$

Bu arada p_t (log) fiyatlar genel düzeyi, y_t (log) üretim düzeyi, p^* ve y^* ise p ve y için arzu edilen düzeylerdir. β iskonto faktörü, h periyod uzunluğu, α üretimdeki sapma karşısında fiyatlar genel düzeyinin hedeften sapmasına verilen nisbi ağırlık ve E_t ise t zamanda bilgi düzeyine bağlı beklentidir. Kayıp fonksiyonu, fiyat ve üretim değişimleri karşısında otoritelere farklı politika öncelikleri hakkında bilgi tedarik eder. Ancak burada kayıp fonksiyonunu tamamlamak için p^* ve y^* tanımı oldukça önemlidir. Y^* nin alacağı değeri ihmal ederek fiyat düzeyi hedefi için

$$p^* = p_{t-1}^* + \pi^* = \pi^* t$$

π^* arzu edilen durağan enflasyon düzeyidir. Yani, t dönemindeki optimal enflasyon düzeyi bir önceki dönemdeki optimal enflasyon düzeyi artı enflasyondaki optimal değişimden ibaret olmalıdır.

$$p^* = p_{t-1} + \pi^*$$

Enflasyon hedeflemesinde ise optimal enflasyon geçen dönem gerçekleşen enflasyon oranı artı optimal değişimden oluşmaktadır. Böylelikle her iki politika arasındaki fark fiyat değişimlerinin izleyeceği yoldur. Fiyat düzeyi hedefi kısa dönemde fiyatları daha hareketli kılarken uzun dönemde enflasyon hedeflemesinin neden olacağı hareketlilikten daha azına neden olacaktır.

$$p^* = \pi^* t + \sum_{i=0}^{\infty} (p_{t-i} - p_{t-i}^*)$$

Örneğin geçen sene için hedeflenen enflasyon oranı %2 ve geçen sene gerçekleşen enflasyon oranı %4 olduğu durumda enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankası için bu hedef bu yıl için yine %2 olarak kalacak ve geçen seneki başarısızlık giderilmeye çalışılmayacaktır. Hedeflenen enflasyon oranı geçen yılın gerçekleşen enflasyon oranı üzerinden hesaplanacaktır. Böylelikle bir baz kayması yaşanacaktır. (Base drift). Fiyat düzeyi hedeflemesine sahip merkez bankası ise her

dönem için fiyat endeksini sabit tutmayı amaçlamaktadır. Geçen senenin başında fiyat endeksi 100 kabul edip yılsonunda endeks 104'e çıkmışsa merkez bankası önümüzdeki yıl için endeksi yeniden 100'e indirmek için çaba sarf edecektir. Böyle Bir durumda deflasyonist ayarlamaları gerekli kılmaktadır.

Fiyat seviyesi hedefinin daha sık deflasyonist dönemlere neden olması finansal istikrarsızlığı da arttırmaktadır. Sanayileşmiş ülkelerde finansal istikrarsızlığın oluşması ve gelişmesi için tek faktör deflasyondur. Bu ülkelerdeki borç sözleşmeleri genellikle uzun vadeli olduğu için meydana gelecek bir deflasyon firmaların ve halkın reel borçlarının artmasına neden olacaktır. Bu da, bilançolarında bir bozulmaya ve net sermayelerinde bir azalmaya neden olacaktır. Net sermayedeki azalışla beraber borç verenler için ahlaki risk bu borçluları aşırı risk almaya teşvik edecektir ve ters seçim problemleri aratacaktır.¹⁹⁸

Geleneksel kanı fiyat düzeyi hedeflemesinin enflasyon oranında artan oynaklığa sebebiyet vereceği ve bu nedenle üretimdeki değişkenliği arttıracığı yönünde olsa da fiyat düzeyi hedefini enflasyon hedefinin önünde tutan görüşlerde vardır.

Swensson kabul gören genel kanının tersine fiyat düzeyi hedefinin sanıldığı gibi üretimde değişikliklere neden olmayacağını ifade etmektedir. Bu nedenle enflasyon hedefi yerine fiyat düzeyi hedefinin benimsenmesi gerektiğini ifade eder.

Enflasyon hedeflemesinin nispi dezavantajı beklenmeyen şokların fiyat düzeyine etkisinin unutulması ve bu etkinin bertaraf edilmesi için girişimlerde bulunulmamasıdır. Böylelikle enflasyon hedeflemesi altında uzun dönemde enflasyon tahminleri büyük dalgalanmalar gösterebilmektedir. Diğer taraftan katı bir fiyat düzey hedeflemesinde ise gerçekleşen enflasyonun hedeflenen oranının altında kalması veya üzerine çıkması durumu bir sonraki dönem içinde bertaraf

¹⁹⁸ Serdar Öztürk, "Enflasyon Hedeflemesi", s. 71-72

edilmektedir. Böylelikle uzun dönemde enflasyon tahminlerinde değişim azalırken kısa dönemde daha büyük dalgalanmalar oluşabilmektedir.¹⁹⁹

Burada küçük ancak önemli bir husus da sıfır enflasyonun fiyat düzeyi hedeflemesi ile aynı anlamı taşımadığıdır. Farklılığın nedeni ise sıfır enflasyon hedeflemesinde hedeften uzaklaşmanın telafi edilmemesidir.²⁰⁰

2.4.2. ENFLASYON HEDEFİNİN BELİRLENMESİ

Enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra hedeflenen enflasyon oranının ne olacağı önemli bir sorudur. Zira, merkez bankası için para politikasının öncelikli amacı fiyat istikrarıdır ifadesi optimal enflasyon oranının ne olması gerektiği sorusunu ortaya çıkarmaktadır.

Dünya uygulamalarına bakıldığında düşük enflasyona sahip ülkelerde enflasyon oranı yüzde sıfır olarak değil genellikle %1 ila %3 gibi pozitif bir oran olarak belirlenmektedir. Pozitif enflasyon oranı hedeflenmesi çeşitli argümanlara dayanmaktadır.

Öncelikle enflasyonu ölçen endekslerin pozitif eğilimler taşıdığı, ortalama olarak enflasyonu %0,5 ila %2 arasında mevcut artıştan daha yüksek gösterdiği iddia edilmektedir.²⁰¹ Çünkü endeks içerisinde kalite farkları göz önüne alınmadığından ve sabit ağırlık endekslerde ikame eğilimi ortaya çıktığından enflasyon artma eğiliminde görünmektedir. Böylelikle endeksin enflasyonu %0 olarak gösterdiği durumda aslında deflasyon yaşanmakta ve finansal sistemin işleyişine zarar vermektedir.

İkinci olarak ücretlerdeki nominal katılıklar nedeni ile pozitif enflasyon oranı gerekli durumlarda reel ücret ayarlama imkanı ile para otoritelerine manevra alanı

¹⁹⁹ Lars E. O. Swensson, “Monetary Policy and Inflation Targeting”, **NBER Reporter**, Winter 1997/98 5-8 s. 3, Ben S. Bernanke, Frederic S. Mishkin, “Inflation Targeting in A New Framework for Monetary Policy”, p. 5,

²⁰⁰ Erdal Demirhan, “Para Politikasının Değişen Yüzü”, s. 31

²⁰¹ Bernanke, Mishkin, “Inflation Targeting: A New Framwork for Monetary Policy”, p. 17

açacaktır. Nominal ücretlerin katı olduğu durumda reel ücretlerdeki düşüşler sadece fiyatlar genel düzeyindeki artışla mümkün olabilmektedir. Bu nedenle çok düşük bir enflasyon oranı reel ücret esnekliğini azaltacak ve emek piyasasının tahsis etkinliğini olumsuz etkileyebilecektir. Böylelikle yüzde sıfır gibi bir enflasyon oranı doğal işsizlik oranını da arttırabilecektir.²⁰²

Üçüncü olarak nominal faiz oranları hiçbir zaman sıfırın altına düşmeyeceği için sıfır enflasyon oranı altında reel faiz oranları hiçbir zaman negatif olamamaktadır. Bu durum merkez bankası politikacılarının şoklara tepki verme imkanını sınırlaması anlamına gelmektedir.²⁰³ Bu nedenle özellikle gelişmekte olan ülkeler enflasyon hedefini gelişmiş ülkelerin biraz daha üzerinde hedeflemeli ve bu hedef oran yavaş yavaş düşürülmelidir.²⁰⁴

Yukarıda sayılan nedenler ile gelişmiş ekonomilere sahip ülkeler enflasyon hedeflemesinde %2 oranını kendilerine hedef alırlarken gelişmekte olan ülkeler için bu oran biraz daha yüksek tutulup kademeli olarak %2'ye düşürülmektedir. Bu ifadeyi destekleyen görüş Balassa- Samuelson etkisidir.²⁰⁵ Yükselen ekonomilerin ortalama büyüme hızları gelişmiş ülkelerin büyüme hızlarından daha fazla olduğu durumda enflasyon hedefini gelişmiş ülkelerle aynı düzeyde belirlemek ticari malların fiyatlarında çok düşük artışlara (belki azalışlar) yol açabilmektedir. Dolayısıyla ticari malların fiyat artış oranını uluslar arası düzeyde tutabilmek ve istikrarlı döviz kuruna sahip olabilmek için yükselen ekonomilerde merkez bankaları gelişmiş ülkelerin enflasyon hedeflerinin (%1-2 oranında)biraz daha üzerinde enflasyon hedefine ulaşmak istemelidirler

²⁰² a.g.e.

²⁰³ Stephen G. Cecchetti, "Policy Rules and Targets: Framing the Central Banker's Problems", **FRBNY Economic Policy Review**, 1998, June, Vol. 4, No. 2, p. 8

²⁰⁴ Anil Duman, "Inflation Targeting as a Monetary Policy and its Applicability to Developing Countries", **TCMB Research Department Working Paper**, No. 7, June 2002, p. 11

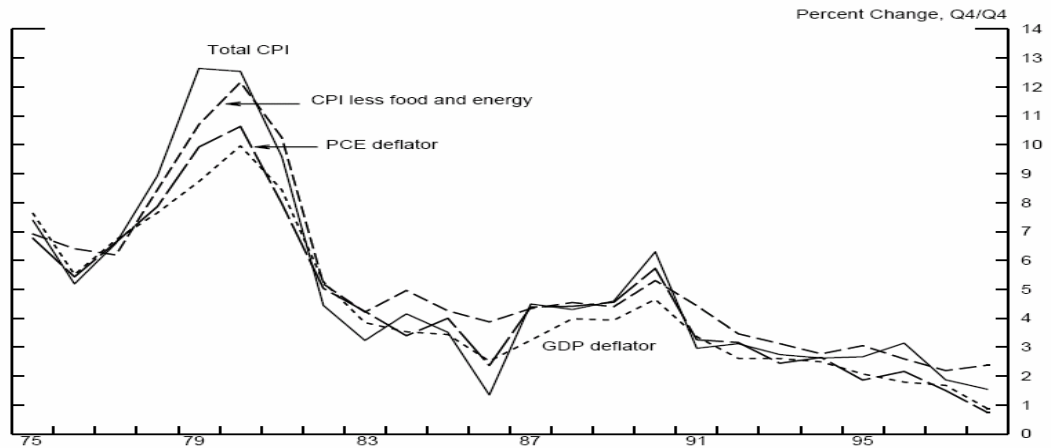
²⁰⁵ Jeffrey D. Amato, Stefan Gerlach, "Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade", **European Economic Review**, Vol .46, 2002, p. 788

2.4.3. FİYAT ENDEKSİNİN SEÇİMİ

Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin kullanacakları fiyat serilerinin tanımları kritik bir konudur. Bu serilerin toplum tarafından tam olarak anlaşılmasının yanında bireysel fiyat şokları karşısında trendi sürekli değiştirmeyecek özelliğe de sahip olmaları gerekmektedir.²⁰⁶

Alternatif fiyat endeksleri TÜFE, ÜFE veya toptan fiyat endeksi ve GSMH deflatörüdür. Üretici veya toptan eşya fiyat endeksi sepeti sınırlı sayıda mal içermesi ve hizmet kalemlerinin bu sepette yer almaması nedeni ile genel fiyat eğilimlerini tam olarak yansıtamazlar. GSMH deflatörü ise ithal mal ve hizmetlerin fiyatları ile ilgilenmediği için tüketimden çok üretilen mal ve hizmetlerin fiyat değişimlerini yansıtmaktadır. Tüketici fiyat endeksleri sabit ağırlıkta bir endeks olup geniş bir mal ve hizmet sepetine sahiptir. Ayrıca belirli aralıklarla güncellenmektedir. Gerçekte gerek TÜFE gerek ÜFE gerekse deflatörün ölçtüğü enflasyon oranları birbirlerinden farklılık göstermektedir. Bu farklılıklar politikacıların enflasyon oranlarında büyük değişiklik yapmak istediklerinde çok fazla önem arz etmez iken amaç enflasyonu sifıra yakın bir düzeye indirmek veya çok düşük bir enflasyon düzeyine çekmek ise endeks seçimi oldukça önemlidir.²⁰⁷

Şekil:1 Çeşitli Enflasyon Endeskleri



²⁰⁶ Bernanke, Mishkin, a.g.e., p. 16

²⁰⁷ Karen Johnson, David Small, Ralph Tryon, "Monetary Policy and Price Stability", **International Finance Discussing Papers**, No.641,1999, p. 11

Tabloda 1975 -1999 yılları arasında Amerika’da farklı endekslerle ölçülen enflasyon oranları gösterilmektedir. Görüldüğü gibi bazı yıllarda çeşitli endekslerle ölçülen enflasyon oranları farklılık göstermektedir. Enflasyon oranının 1979-80 ve 1986 gibi kırılmalar gösterdiği dönemlerde bu farklılıklar artarken; sonraki yıllarda, 1994 yılı gibi, enflasyonun düşmesi ile birlikte farklılıklar da azalmaya başlamıştır. Ne var ki, 1996-1998 de farklılıklar yeniden artmaya başlamıştır. Daha da önemlisi 1998 yılında, gıda ve enerji fiyatlarının tüketici fiyat endeksinden arındırıldığı durumda enflasyon bir önceki yıla göre artıyor görünürken diğer endekslerde düştüğü görülmektedir. Aynı yıl için GSMH deflatörü kullanıldığında enflasyon oranı %1 gibi istikrarlı seyri yansıttığı, çekirdek enflasyon ile ölçüldüğünde ise fiyat artışının %2’nin üzerinde çıktığı görülüyor. Dolayısı ile enflasyon oranının %1-2 seçildiği durumda fiyat endeks seçimleri daha fazla önem kazanmaktadır. Yalnız böyle bir durumda hangi fiyat endeksinin kullanılması gerektiği sorusunun mutlak bir cevabı bulunmamaktadır.

Enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerin bir çoğu, enflasyon hedeflerini TÜFE enflasyonuna göre tespit etmektedirler. Politika uzun dönem enflasyon sonucuna ulaşmaya odaklandığı sürece, TÜFE enflasyonun hedeflenmesi uygun olacaktır. Çünkü kısa vadeli enflasyonda geçici dalgalanmalar uzun dönem söz konusu olduğunda ortadan kalkacaktır.²⁰⁸

Gerek gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri arasındaki yapısal farklılıklar gerekse merkez bankası kontrolü dışında gelişen gelişmeler fiyat endeksinin seçimi kadar dikkat çekici bir diğer konuyu ortaya çıkarmaktadır: Hedeflenen enflasyonun toplam TÜFE enflasyonu mu olması gerektiği yoksa çekirdek enflasyonun mu hedeflenmesi gerektiğidir. Çünkü TÜFE sahip olduğu avantajların yanında merkez bankası kontrolünün dışında gelişen fiyat hareketlerini de yansıtmaktadır. Bu nedenle pek çok merkez bankası gıda fiyatları, enerji fiyatları, narhlar, dolaylı vergiler, arz yönlü fiyat değişimleri, faiz oranları değişimi gibi

²⁰⁸ Erdal Demirhan, a.g.e., s.40

doğrudan kontrol edemediği tüm unsurları TÜFE endeksinden kendine çıkararak çekirdek enflasyonu hedef almaktadır. Çekirdek enflasyonun hedeflemesi demek para otoritesinin bu fiyatlarda görülen değişimlerin yalnızca ilk etkilerine uyum göstereceği ancak ücret- fiyat spiralinden doğan ikinci etkiye uyum göstermeyeceği anlamı taşımaktadır.²⁰⁹

Ancak sıralanan nedenler ile çekirdek enflasyonu hedefleyen merkez bankaları için de bazı problemler devam etmektedir. Çünkü örneğin, gıda ve narhlardan arındırılmış endeks hayat pahalılığını tam olarak endekslere yansıtamayacaktır. Bunun dışında çekirdek enflasyon güvenirlilik sorununa da yol açmaktadır. Brezilya’ da çekirdek enflasyonun hedeflemesi endekste enflasyonu düşük göstermek için ex post değişimlere neden olacağı kanısı taşıdığı için merkez bankası TÜFE’ yi endeks olarak seçmiştir. Aynı şekilde Polonya Merkez Bankası da ayrı bir çekirdek enflasyon hesaplama aracı olmamasının güven sorunu taşıdığı gerekçesiyle çekirdek enflasyonu hedeflemeyen merkez bankaları arasındadır.²¹⁰

2.4.4. HEDEFİN TANIMI

Enflasyon hedeflemesinde hedefin tanımı nokta hedefe karşılık bant içerisinde belirlenen enflasyon aralığı veya enflasyon oranı için belirlenen bir tavan olarak şekillenebilmektedir. Avusturya’da ve Finlandiya’da sistem nokta hedef üzerine yoğunlaşırken Kanada, Yeni Zelanda, İsveç ve İngiltere’ de enflasyon hedefi belirli bir bant içinde belirlenmektedir. İspanya’da ise yetkililer hedefi enflasyon oranı için bir tavan sınırı olarak belirlemişlerdir.²¹¹

Enflasyon hedeflemesi politikası uygulayan çoğu ülkede enflasyon oranına ilişkin bant aralıkları belirlenmiştir. Söz konusu bantlar ölçüm hataları ve bazı fiyatlardaki beklenmedik şoklar karşısında esneklik kazanılması amacını taşımaktadır. Bant aralıkları bazı ülkelerde dar tutulmuşken bazı ülkelere ise daha

²⁰⁹ Croce, Khan, a.g.e., s. 50

²¹⁰ Amato, Gerlach , a.g.e., s. 787

²¹¹ Guy Debelle, “Inflation Targeting as a Framework of Monetary Policy”, p.10

geniştir. Enflasyon hedeflemesi rejimini seçen gelişmiş ülkelerin enflasyon hedeflerindeki değişmeye genel olarak %2 puanlık bir tolerans tanınmaktadır.²¹²

Uygulamada bant aralığını kullanan merkez bankaları arasında bazıları aralığın orta noktasını enflasyon hedefi olarak nitelendirmektedirler. Eğer bir aralık nokta orta nokta belirtilmeden hedeflenmişse bant içinde enflasyonun hareketlerine hangi ölçüde izin verileceğine dair sorular ortaya çıkacaktır. Eğer bant içerisinde her nokta için farksızlık söz konusu ise enflasyonun üst sınırına doğru bir eğilim ortaya çıkacaktır.²¹³ Bantın genişliğinin daralması enflasyon hedefi için daha katı bir taahhüt anlamı taşımaktadır. Bununla birlikte aralık daraldıkça bankanın öngörülemeyen gelişmelere verebileceği tepkide sınırlanmış olmaktadır. Merkez bankası en iyi performansı sergilese bile bazı kaçınılmaz hataların oluşması enflasyonu dar aralığın dışına çıkartabilmektedir. Böylesi bir başarısızlık ise para otoritesine olan güven sorununu ortaya çıkartarak enflasyonun sapışından daha büyük maliyetlere neden olabilmektedir.

Hedefin tanımlaması aynı zamanda politikanın katılık derecesini de ifade etmektedir. Geniş bant aralığından nokta hedefe doğru geçildikçe politika esneklikten uzaklaşacaktır. Zira, bant aralığı para otoritelerine beklenmeyen durumlar karşısında belirli bir kaçış imkanı sağlamaya yardımcı olmaktadır.

2.4.5. ZAMAN ARALIĞI

Para politikasının zaman boyutu hedeflenen enflasyon düzeyine hangi hızda ulaşılacağını gösterir. Enflasyon hedeflemesinin genel bir özelliği bu politikayı uygulayan ülkelerin politika başlangıcına kadar enflasyon oranlarını düşürmeleridir. Bu özellik gerek enflasyon hedeflemesi politikası uygulayan gerekse bu politikaya geçiş aşamasında olan tüm ülkelerde gözlenmektedir.²¹⁴ Enflasyon hedefinin zaman boyutu da kısmen politikanın başladığı zaman, enflasyon düzeyinin ne olduğuna

²¹² Nuran Çakır Yıldız, “İstiklal Programlarında Nominal Çapa Politikaları ve Türkiye Örneğinde Enflasyon Hedeflemesi”, s. 141

²¹³ Laurence Meyer, “Inflation Targets and Inflation Targeting”, p. 159

²¹⁴ Guy Debelle, a.g.e., p. 6

bağlıdır. Eğer başlangıçta enflasyon oranı arzu edilen oranın üzerindeyse bu durumda politikanın hızı, enflasyonu düşürmenin maliyetine bağlı olmaktadır. Tedrici bir dezenflasyon uzun süreli sözleşmelerin var olduğu, beklentilerin uyarlayıcı olduğu ve güven eksikliğinin bulunduğu durumda tercih edilmektedir. Ancak enflasyon beklentilerindeki ataletin kırılması, güvenilirliğin kazanılması içinde hızlı bir dezenflasyon önerilmektedir.²¹⁵

Enflasyon hedeflemesinde bir yıl veya daha uzun süre uygulama zamanı olarak belirlenebilmektedir. Uygulamada, bir yıldan kısa ve dört yıldan uzun sürenin belirlenmesi pek akıllıca görünmemektedir. Çok kısa bir süre ile dar bir bandın belirlenmesinde üç sakınca ortaya çıkmaktadır.²¹⁶ İlki, kontrol sorunu ortaya çıkmasıdır. Para politikası optimal yürütülse dahi hedeften sapmalar kısa sürede oluşabilmektedir. Çünkü kısa süre içerisinde enflasyon para politikası ile kontrol edilememektedir. İkinci olarak, araç istikrarsızlığına yol açabilmektedir. Zira, merkez bankası kısa zaman içinde hedefi tutturmak amacıyla para politikası araçlarında ciddi ayarlamalara gitmek zorunda kalacaktır. Bu da faiz oranları, döviz kurları gibi değişkenlerin değerlerinde büyük bir değişim anlamındadır. Son sakınca ise bu durumun istenmeyen üretim dalgalanmalarına neden olmasıdır.

Benzer şekilde çok uzun bir sürenin belirlenmesi ise güven eksikliği yaratmaktadır. Zaman seçimi merkez bankasının hedef seçiminde şeffaflık ile esneklik arasında tradeoff'ünü etkiler: Zaman aralığı kısaldıkça enflasyon hedeflemesi politikasının katılığı ortaya çıkmaktadır. Çünkü seçilen kısa dönem merkez bankasının hareket özgürlüğünün kısıtlanması anlamını taşımaktadır.²¹⁷

²¹⁵ Enzo Croce, Mohsin S. Khan, a.g.e., s. 50

²¹⁶ Frederic S. Mishkin, Klaus Schmitt-Hebbel, "One Decade of Inflation Targeting In the World: What To We Know And What To We Need Know?", **NBER Working Paper Series**, No. 8397, 2001, p. 12

²¹⁷ Ben S. Bernanke, A. Posen, F. S. Mishkin, A. Posen, "Inflation Targeting Lessons From the **International Experience**", Princeton University Press, 1999, New Jersey, p. 31

2.5. ENFLASYON HEDEFİNİN YARARLARI

Enflasyon hedeflemesinin sahip olduğu avantajları altı başlık altında toplanabilmektedir:²¹⁸

1. Para Politikasının ulusal ekonomideki şoklara ağırlık vermesini sağlaması
2. Ara hedef nihai hedef özdeşliği
3. Merkez bankalarının belirlenen enflasyon hedefine ulaşmaları için güvenilirliklerini ve hesap verebilirliklerini arttırması
4. Para politikasının uygulanmasında şeffaflık ve açıklığı arttırması
5. Alternatif politikalara bakıldığında daha anlaşılır olması
6. Merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanmalarında ve kontrol etmelerinde bağımsızlık sağlaması

Enflasyon hedeflemesinin sahip olduğu avantajların pek çoğu aynı zamanda politikanın önkoşulları olduğu dikkat çekicidir. Bu nedenle sayılan avantajların sın dördü daha önce açıklandığı için bu başlık altında sadece ilk iki avantajın üzerinde durulacaktır.

2.5.1. YURTIÇİ EKONOMİK KOŞULLARA UYUMU VE DOLAŞIM HIZI KAYNAKLI SORUNLARDAN UZAKLIĞI

Enflasyon hedeflemesi döviz kuru hedeflemesinin tersine, para politikasının yurt içinde gelişen koşullara göre değişmesine ve meydana gelen şoklara tepki göstermesine olanak tanımaktadır. Parasal hedeflemenin ise tersine politikanın başarısı için para ve enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkini olması elzem değildir. Bu politika böyle bir ilişkiye dayanmamakta ancak para politikası aracını en iyi şekilde belirlemek için mevcut tüm bilgilerin kullanımını gerektirmektedir.²¹⁹

²¹⁸ Ahmet Kuzucuoğlu, “Enflasyon Hedeflemesi”, çevrimiçi:

http://www.vergidegundem.com/files/Makale2_subat06.doc, 28.01.2008

²¹⁹ Frederic S. Mishkin, “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”, p. 105

Enflasyon hedeflemesinde hedefin tanımı politikanın künyesi olarak görülebilmektedir. Zira nokta hedef, bir yıllık zaman boyutu ve endeks olarak toplam TÜFE'nin belirlenmesi izlenecek politikanın oldukça katı olduğunu ve örtülü olarak fiyat istikrarına ulaşmak için reel dalgalanmalara gerekli tepkinin verilmeyeceğine tersine araçlardaki kesin hareketlerin reel ekonomiyi olumsuz etkileyebileceği peşinen kabul edilmesidir. Teorik olarak böyle bir hedef tanımı mümkün olmasına karşılık uygulamada bant içerisinde ve ortalama 2-3 yıl olarak saptanan hedef, örtük olarak, merkez bankasına reel ekonomide meydana gelebilecek olumsuzluklara tepki verme imkânını peşinen kazandırmaktadır.

2.5.2. ŞEFFAFLIK VE HESAP VEREBİLİRLİĞİN ARTMASI

Enflasyon hedeflemesini başarısının anahtarı şeffaflık ve halka bilgi iletişimi sağlama konusundaki vurgusudur. Artan bilgilendirme ve şeffaflığın merkez bankasının hesap verebilmesini arttırdığı bununda merkez bankasının kısa vadeli genişleyici para politikalarına başvurma ve zaman tutarsızlığına düşmelerini engellediği yani kısaca politik baskıların etkilerini azalttığı görülmektedir. Ayrıca artan şeffaflık ve hesap verebilirlik merkez bankasının bağımsızlığının artmasına da yardım etmektedir.²²⁰

2.5.3. ARA HEDEF NİHAİ HEDEF ÖZDEŞLİĞİ

Enflasyon hedeflemesi diğer hedefleme politikalarının tersine nihai hedefe ulaşma yolunda kendine enflasyon oranının kendisinden farklı bir göstergiyi ara hedef olarak atamamıştır. Döviz kuruna dayalı hedeflemede döviz kurları, parasal büyüklüğe dayanan politikalarda ise ara hedef parasal büyüklüğün nihai hedefle tutarlı arzu edilen düzeyde bulunmasıydı. Aynı zamanda söz konusu ara hedefler enflasyon beklentilerini asgari düzeye indirmeye yardımcı olacak nominal çapa görevine sahiptiler.

²²⁰ Mishkin, a.g.e.

Ancak sabit kur sisteminin sahip olduğu avantajların yanında uzun süre enflasyonu bu döviz kurunu sabitleyerek kontrol altına alınamaması, yurt içi şoklar karşında gerekli politikaların izlenmesinde para otoritelerinin elini bağlaması, politik başarısızlık durumunda maliyetlerinin yüksek olması gibi nedenlerle nominal çapa ve ara hedef görevi tayin edilmemektedir. Benzer şekilde parasal büyüklük ile enflasyon arasındaki tutarlı ilişkinin ortadan kalkması parasal büyüklüğün güvenilir bir ara hedef olamayacağını göstermektedir.

Enflasyon hedeflemesinde ise ara hedef enflasyon oranının kendisidir. Nihai hedefe ulaştıracak kısa dönemler için belirlenen enflasyon oranları ara hedef olarak belirlenmektedir. Tahmin edilen enflasyonun ara hedef enflasyon oranlarından farklılık göstermesi durumunda para politikası araçlarında değişikliğe gidilmektedir. Böylelikle hedefin başarıya ulaşp ulaşmayacağı konusunda politika daha kolay takip edilmekte bu durum para otoritelerinin hesap verebilirliğini arttırmaktadır.

2.6. ENFLASYON HEDEFİNİN SAKINCALARI

Enflasyon hedeflemesi rejiminin sahip olduğu avantajlar ve alternatif politikalar karşısında belirli üstünlükleri olmasına karşılık önceki politikaların sahip olduğu gibi bir takım sakıncaları da mevcuttur. Sakıncaları arasında en dikkat çekenleri uygulanan para politikası etkisinin belirsiz oluşu ve üretim dalgalanmalarına neden oluşudur.

2.6.1. PARA POLİTİKASI ETKİLERİNİN BELİRSİZLİĞİ

Enflasyon hedeflemesinin sahip olduğu en büyük sorun para politikası etkilerinin belirsizliğinin para otoritelerinin enflasyonu kontrol etmede başarısını sınırlamasıdır. Böylelikle politikacılar için hedeflenen enflasyon oranını tam olarak tutturmak döviz kurunu sabitlemekten veya parasal büyüklük hedefini başarmaktan daha zordur. Ayrıca para politikasının etkilerindeki gecikmeler çok uzun olduğu için politikanın başarılı olup olmadığını değerlendirebilmek için uzun zamanın geçmesi

gereklidir. Bu sorun diğer iki hedefleme politikasında için sorun teşkil etmemektedir.²²¹

Para politikasındaki söz konusu gecikme enflasyon hedeflemesi politikası sürecinde iki zorluğu ortaya çıkarmaktadır. İlk zorluk, merkez bankasının enflasyon hedeflemesini yürütebilmek için gerekli olan bilginin ara değişken kullanıldığı durumdan çok fazla olması gerektiğidir.²²² Bu durum kendi içinde hem avantaj hem dezavantaj barındırmaktadır. Enflasyon tahminin pek çok değişkene bağlı olarak belirlenmesi avantaj iken; döviz kuru veya parasal büyüklükler gibi para politikalarının etkilerinin kısa sürede takip edilebileceği ayrı bir ara hedefin mevcut olmaması politikanın uygunluğunu test etmek açısından dezavantajdır.

Ancak bu olumsuzluğu giderecek ara hedef yine enflasyonun orta vadeli tahminidir. Swenanson'a göre nihai değişkenin hedeflenmesi ile ilgili tüm bilgileri içinde barındırdığı koşulla parasal büyüklük gibi bir ara hedef optimal kontrol sistemi içinde ara hedef olarak belirlenebilir. Ancak herhangi bir değişken, bir ara hedefin, hedef değişkenin gelecekteki değeri hakkında sahip olduğu marjinal bilgiden fazlasına sahip ise bu durumda enflasyon tahminini hedeflemek tek bir ara hedefe sahip olmaktan daha iyidir.²²³

İkinci zorluk ise merkez bankasının güvenilirliği ile ilgilidir. Enflasyonu tahmin etmenin zorluğu ve enflasyon üzerinde kontrolün mutlak olmayışı gerçeği merkez bankasının hesap verebilirliğini zayıflatmasıdır. Bu durum özellikle gelişmekte olan ülkeler için daha büyük dezavantaj sergilemektedir. Bu nedenle enflasyon hedefindeki sapmaların merkez bankalarının güvenilirliklerini zedeleyebilmektedir²²⁴.

²²¹ Frederic S. Mishkin, Adam Posen, "Inflation Targeting Lessons From Four Countries", p. 14

²²² Bernanke, Woodford, "Inflation Forecasts and Monetary Policy", s.1

²²³ Lars E. O. Swensson, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", **NBER Working Paper**: 5797, 1997, s. 26, Bernanke, Mishkin, "Inflation Targeting A New Framework.", s. 19

²²⁴ Mishin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", p. 106

2.6.2. ÜRETİM DALGALANMALARINA NEDEN OLMASI

Enflasyon hedeflemesinin ikinci dezavantajı pratikten ziyade teorik nitelik taşımaktadır. Enflasyon hedeflemesi teorik olarak katı ve esnek hedefleme olarak ayrılmakta bu ayrımın belirleyen etmenin de kayıp fonksiyonunda üretim açığına pozitif katsayı verilip verilmemesine bağlı olduğunu söylemiştik. Katı enflasyon hedeflemesi uygulanan para politikalarının kısa dönemde reel sektör üzerinde olumsuz etkilerini göz ardı etmekte idi. Böyle bir durumda, önceden duyurulan zaman içinde hedefe ulaşmak için beklenmeyen durumlar karşısında sert tepkilerin verilmesi reel sektörde dalgalanmalara neden olacağıdır. Ancak uygulama da hemen hiçbir merkez bankası katı enflasyon hedeflemesi uygulamadıkları için politikaya yöneltilen bu eleştiri teorik yazında kalmaktadır.

Dünyada enflasyon hedeflemesinin on yıllık uygulanmasından ardından Corbo, Landerretche ve Shmidt- Hebbel bu politikayı uygulayan ülkelerin fedakârlık oranlarını hesaplayarak oranları enflasyon hedeflemesine sahip olmayan ülkelerin oranlarıyla karşılaştırarak enflasyon hedeflemesinin fedakarlık haddini yükselten bir politika olmadığını ileri sürerler. Enflasyon hedefini on yıl uygulayan, politikaya henüz geçmiş olan ve bu politikayı uygulamayan ülkeler olarak örneklem grubunu üçe ayıran araştırmacılar fedakârlık hadlerini hem GSYH hem de sanayi üretimi olarak iki farklı şekilde hesaplamışlardır. Elde edilen sonuçlar Tablo 3 ve Tablo 4 de sırasıyla gösterilmektedir. Tablo 3’ de sadece enflasyon hedeflemesi uygulayan ve yeni uygulamaya başlamış ülkelerin fedakârlık hadlerine yer verilmiştir. Politika öncesi 3 yıl ve politika sonrası 1 yıl dönem aralığı olarak alınarak GSYH üzerinden hesaplanan fedakarlık haddi -2,3 ila 2,5 arasında değişirken, sanayi üretimi üzerinden hesaplanan fedakarlık haddi -4,2 ila 23,3 arasında büyük değişim göstermektedir.²²⁵

²²⁵ Vittorio Corbo, Oscar Landerretche, Kalus Schmidt- Hebbel, “Assessing Inflation Targeting After A Decade of World Experience”, Oesterreichische Nationalbank Working Paper, No. 51, 2001, p.6

Tablo:3 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Fedakârlık Hadleri

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler	Enflasyon Hedeflemesine		Enflasyon Hedeflemesine Henüz Geçenler		
	GSYH	Sanayi Üretimi	GSYH	Sanayi Üretimi	
Avusturya	1,1	3,3	Brezilya	-0,2	-0,2
Finlandiya	2,4	6,2	Kolombiya	0,2	1,8
İngiltere	0,9	3,8	Meksika	0,0	-2,7
İsrail	0,6	4,6	Kore	0,4	1,7
İspanya	2,5	18,2	Güney Afrika	-2,3	-1,5
İsveç	0,6	6,6			
Kanada	-2,3	-4,2			
Şili	-0,4	23,3			
Yeni Zelanda	0,2	-2,1			
Ortalama	0,6	6,6		-0,4	-0,2

Kaynak: Vittorio Corbo, Oscar Landerretche, Kalus Schmidt- Hebbel, “Assessing Inflation Targeting After A Decade of World Experience”, **Oesterreichische Nationalbank Working Paper**, No. 51, 2001, p.36

Tablo 4 ve Tablo 5’ de ise üç farklı ülke grubuna yer verilmektedir. Burada alternatif bir yolla fedakârlık hadlerini karşılaştırmışlardır. Tabloda enflasyon hedeflemesi altında, dezenflasyon sürecinde oluşan fedakârlık hadleri ile enflasyon hedeflemesi öncesi fedakârlık hadleri karşılaştırma imkanı bulunmakta; hem de bu oranlar ile politikaya yeni geçen ve bu politikayı uygulamayan ülkelerin 1990’larda sahip oldukları ortalama fedakârlık hadleri karşılaştırılabilir. Tablo 4 de GSYH verilerine dayanan fedakârlık hadleri gösterilmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde politika öncesi ve sonrasında fedakârlık hadlerinde büyük farklılıklar görülmezken politikaya yeni geçen ülkelerle karşılaştırıldığında oldukça fazladır.

Tablo:4 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan ve Uygulamayan Ülkelerde Fedakârlık Hadleri

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler	Enflasyon Hedeflemesine Henüz Geçenler		Enflasyon Hedeflemesi Uygulamayan Ülkeler			
	Önce	Sonra	1990'lar	1990'lar		
Avusturya	-1,41	0,01	Brezilya	-0,58	Almanya	-0,12
Finlandiya	0,03	-4,74	Kolombiya	0,00	Amerika	0,78
İngiltere	0,75	0,02	Meksika	-3,06	Danimarka	0,90
İsrail	0,17	-0,14	Kore	0,15	Endonezya	2,36
İspanya	0,85	0,82	Güney Afrika	-5,69	Fransa	-0,45
İsveç	0,08	0,22			Hollanda	1,47
Kanada	6,84	0,64			İsviçre	0,87
Şili	0,37	-0,7			İtalya	0,25
Yeni Zelanda	-0,67	0,22			Japonya	1,46
					Norveç	-0,87
					Portekiz	-0,39
Ortalama	"-0,22"	"0,06"		-1,84		0,57

“”: Kanada ve Finlandiya hariç tutulmuştur.

Kaynak: Vittorio Corbo, Oscar Landerretche, Kalus Schmidt- Hebbel, “Assessing Inflation Targeting After A Decade of World Experience”, **Oesterreichische Nationalbank Working Paper**, No. 51, 2001,p.36

Tablo 5’ de ise fedakârlık hadleri sanayi üretim verilerine dayanmakta ve farklı bir sonuç ortaya çıkmaktadır. Politikayı uygulayan ülkeler arasında fedakârlık haddi ortalama olarak anlamlı şekilde negatif çıkmakta ve aynı ülkelerin politika öncesinde sahip oldukları fedakârlık haddinden, politikaya yeni geçmiş ve politikayı uygulamayan ülkelerdeki ortalama fedakârlık haddinden daha düşük bir orana sahip oldukları görülmektedir. Bu sonuç en azından sanayi üretimi göz önüne alındığında enflasyon hedeflemesinin enflasyon istikrarında daha düşük bir üretim maliyeti sahip olduğu argümanını desteklemektedir.

Tablo:5 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Politika Öncesi Ve Sonrası Fedakarlık Hadlerinin Uygulamayan Ülkelerle Karşılaştırılması

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler			Enflasyon Hedeflemesine Henüz Geçenler	1990'lar	Enflasyon Hedeflemesi Uygulamayan Ülkeler	1990'lar
	Önce	Sonra				
Avusturalya	-1,3	0,1	Brezilya	0	Almanya	3
Finlandiya	3,2	-4,5	Kolombiya	-0,1	Amerika	-0,7
İngiltere	-0,8	0,3	Meksika	-0,60	Danimarka	-0,8
İsrail	3,5	0	Kore	-0,4	Endonezya	-3,3
İspanya	1,8	-4,9	Güney Afrika	-2,9	Fransa	-1,2
İsveç	0	-2,2			Hollanda	3,7
Kanada	-1,2	1,4			İsviçre	2
Şili	-0,5	-0,6			İtalya	3,7
Yeni Zelanda	-0,2	-0,2			Japonya	2,8
					Norveç	-0,7
					Portekiz	-0,1
Ortalama	0,5	-1,2		-1,84		0,8

Kaynak: Vittorio Corbo, Oscar Landerretche, Kalus Schmidt- Hebbel, “Assessing Inflation Targeting After A Decade of World Experience”, Oesterreichische Nationalbank Working Paper, No. 51, 2001.p.37

BÖLÜM III

TÜRKİYE’DE ENFLASYON GELİŞMELERİ VE GELENEKSEL POLİTİKA DENEYİMLERİ

3.1. 1980 ÖNCESİ DÖNEM

Türkiye’ nin seksen öncesi dönemini üç alt başlıkta inceleyebiliriz. 1923-1946 yılları arasını birinci dönem olarak, 1946- 1970 yılları arasını da ikinci dönem olarak ve 1970- 1980 yılları arasını ise üçüncü dönem olarak inceleyeceğiz. 1946 yılının ilk iki dönemi birbirinden ayıran yıl olması özelliği, cumhuriyetin kuruluşundan bu yıla kadar fiyatlar genel düzeyinde önemli artışların görülmemesi, Türkiye’nin enflasyonla ilk gerçek tanışmasının bu yıla tekabül etmesinden kaynaklanmaktadır. İkinci dönem ile üçüncü dönemi ayıran 1970 yılı ise enflasyonun Türkiye ekonomisi için endişe verici yılların başlangıcı olması ve bu yıl itibari ile enflasyon oranının çift haneye taşınmış olmasıdır.

3.1.1. 1923 - 1946 DÖNEMİ

Cumhuriyetin ilk yılları üç denge üzerine kurulmuştur: bütçe dengeliği, fiyat istikrarı ve dış ticarete denklik. Sıkı para ve maliye politikaları bu hedeflerin gerçekleşmesi adına ödün verilmeden uygulanmıştır.²²⁶ Bununla birlikte cumhuriyetin kurulmasının ardından paranın değerinin istikrarlı kalması hükümetin oldukça önem verdiği ve bunu prestij göstergesi saydığı bir konu haline gelmiştir. Söz konusu dönemde fiyat artışları endişe verici boyutlara ulaşmasa da ve enflasyonist bir süreç yaşanmasa da 1923- 1929 yılları arasında TL’ nin dövizler ve altın karşısında değeri yılda ortalama %4 oranında düşmüştür. Söz konusu değer kaybı ve para değerindeki dalgalanma dış ticaret dengesinin açıkları ile ve paranın

²²⁶ Zeynep Karaçor, “Enflasyon Kültür ve Geleneği: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Analiz”, **Türkiye Ekonomisi Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Editör: Ahmet Ay, Çizgi Kitapevi, Konya, 2007, s.107

değer saklama aracı olarak talep edilmeyip mübadele aracı olarak ihtiyaç olduğunda talep edilmesi açıklanabilmektedir.²²⁷

Lozan Antlaşması gereği Savaş Tazminatı Ödemelerinin başlayacağı 1929 yılının büyük buhranla çakışması ile birlikte olumlu konjonktür bozulmaya başlamıştır. Dış ödemeler dengesinin açık vermesi, Türk parasının değerinin düşmesi, dış ticaret hadlerinin Türkiye aleyhine değişmesi, deflasyonist bir süreç girilmesi, iç ticaret hadlerinin tarım aleyhine dönmesi, tarımsal ürün ekim alanlarının daralması gibi ortaya çıkan olumsuzluklar neticesinde devletin sanayileşmede öncü rol oynaması devletçi politikaların ortaya çıkış zeminini oluşturmuştur.²²⁸

Bununla birlikte Türk Parasının Kıymetini Korumak amacıyla 1930'de bir yasa çıkarılarak kambiyo kontrolü sağlanmış ve döviz spekülasyonu önlenmek istenmiştir. Ayrıca aynı yıl TCMB kurularak emisyon işi düzene bağlanmıştır. Hükümetin TL üzerindeki spekülasyon oyunları durdurmak ve paranın değerindeki dalgalanmaları önlemek amacıyla başlatılan bu girişim 1970 yılına kadar 14 defa uzatılmış sonrasında ise sürekli hale getirilmiştir.²²⁹

1923- 1929 yılları arasındaki ılımlı fiyat artışları sonrasında 1930- 1934 yılları arasında büyük buhranın etkisiyle fiyatlar genel düzeyi % 46.5 oranında gerilemiş diğer bir deyişle bu dönemde fiyatlar 1929 yılındaki fiyat ortalamasının yarısına düşmüştür. Ancak 1935 sonrasında fiyatlar ılımlı bir ivme ile yeniden yükselmeye başlamıştır. 1930- 1938 dönemde yıllık ortalama fiyat artışı %5' in altında kalmıştır.²³⁰

Cumhuriyet' in ilk yıllarında kavram olarak fiyat artışlarının değil de hayat pahalılığının tartışıldığı görülmektedir; bu durumda bozulan üretimin yarattığı kıtlık ve gelirlerin düşüklüğü belirleyicidir. Aynı sorun 1930' lu yıllarda da devam etmeye

²²⁷ Hüseyin Şahin, “Türkiye Ekonomisi”, Ezgi Kitapevi, 9. Baskı, Bursa, 2007, s.50

²²⁸ Zeynep Karaçor, A.g.e., s.108

²²⁹ Hüseyin Şahin, s. 50

²³⁰ Hüseyin Şahin, A.g.e., s.50, 72

ve bu nedenle İkinci Dünya Savaşı' nın hemen öncesindeki dönemde, fiyatlar düşmesine rağmen pahalılık şikâyetleri sürmüştür.²³¹

Türkiye İkinci Dünya Savaşına girmemesine rağmen cephelerde fiilen savaşmanın dışında savaş ekonomisinin koşullarını tüm ağırlığı ile yaşayan bir ülke olmuştur. Savaş öncesinde başlayan planlama çalışmaları ve sınai yatırım programları, savunma harcamalarının bütçeye hakim olması yüzünden tümüyle ertelenmiş ve bu nedenle 1940- 1945 dönemi iktisadi gelişmenin durması anlamında bir kesinti niteliği taşımıştır.²³²

Savaş döneminde üretimin ve ithalatın düşmesinden ve talebin artmasından kaynaklanan bu dengesizliğe para ve maliye politikalarının yarattığı mali dengesizlik de eklenince fiyatlar genel seviyesinde görülmemiş artışlar meydana gelmiştir. Fiyatlar genel seviyesi 1938- 1945 yılları arasında %400 artmıştır. Savaş yıllarında yapılan harcamalar normal bütçe gelirleri ile karşılanmayınca hükümet daha yoğun bir şekilde iç borçlanmaya gitmiş 1942 yılında tekrar eski düzeyine indirmeyi başarsa da, 1934- 1938 döneminde borçların toplam bütçe gelirlerine oranı yaklaşık %9.4 iken, 1939- 1941 yılları arasında bu oran ortalama % 38.9' a yükselmiştir. Bu dönemde alınan borçların büyük bölümü TCMB kredilerinden oluşmakta böylelikle 1938 yılına kadar son derece istikrarlı seyreden emisyon çarpıcı şekilde artış göstermiştir. Emisyon hacmi 1938' de 240 milyon TL iken, 1938 yılında 318 milyon TL, 1942'de 700 milyon TL ve 1945' de 1051 milyon TL düzeyine ulaşarak cumhuriyetin ilkesi sayılan sıkı para politikası ve ulusal paranın değerinin istikrarlı tutma amacından uzaklaşmak zorunda kalınmıştır.²³³

²³¹ Fatma Doğruel, A. Suut Doğruel, "Türkiye' de Enflasyon Tarihi", TCMB, Bileşim Maatbaası, İstanbul, 2005, s.76

²³² Korkut Boratav, "Türkiye İktisat Tarihi 1908- 2002", İmge Kitapevi, 8. Baskı, Ankara, 2004, s 81.

²³³ Hüseyin Şahin, A.g.e., s. 89-91

3.1.2. 1946- 1970 DÖNEMİ

Türkiye savaşa dahil olmamasına rağmen, hükümetin ağır savunma masraflarına girişmesi, ithalat olanaklarının daralması, özel sektör yatırımlarının verimli alanlardan spekülatif amaçlara yönelmesi ve devletin sanayi yatırımlarında yavaşlamaların görülmesi bu dönemde yüksek bir enflasyonist sürecin yaşanmasına neden olmuştur. Bu dönemde, savaş süresince yaşanan hayat pahalılığından, savaş sonrası enflasyon olgusuna geçiş kendini iyice hissettirmiştir.²³⁴

1946 yılı siyasi bakımdan tek parti rejiminden çok partili parlamenter sisteme geçilen yıl olmakla birlikte bu yıla, salt iktisadi bakımdan da bir dönüm noktası niteliği kazandıran özellik, on altı yıldır kesintisiz olarak izlenen kapalı, korumacı, dış dengeye dayalı ve içe dönük iktisat politikalarından adım adım uzaklaşmaya başlandığı, dolayısıyla dış yardım, kredi ve yabancı sermaye yatırımlarıyla ayakta duran bir ekonomik yapının yerleşmesi olmuştur.²³⁵

İkinci Dünya Savaşı sırasında Türk Lirasının iç ve dış değeri arasında önemli farklılıkların ortaya çıkmıştır. Bu nedenle Recep Peker hükümeti TL' nin gerçek değerine ulaşması amacıyla 7 Eylül 1946 yılında 1 dolar karşılığı yerli parayı 1.28TL den 2.80 TL' ye çıkarmıştır. Böylelikle iç ve dış fiyat farklılıkları ortadan kalkmış; aynı zamanda dış ticaretin önündeki kota benzeri suni önlemlerinde kaldırılmasına zemin hazırlanmıştır.²³⁶

Devalüasyonun temel amacı ithalatın düşürülmesi ihracatın artırılması iken 1946 devalüasyonu beklenen sonucu vermemiş üretimde beklenen sonuç yaşanmamış, devlet giderleri artarak bütçe açıklarını çoğaltmış, TL' nin satın alma gücünü düşürmüş ve ithalatta düşüş yerine artışa yol açmıştır.²³⁷ 1930 yılı sonrasında, 1938 yılı hariç tutulursa, Cumhuriyet tarihi boyunca dış ticaret fazlasının

²³⁴ Zeynep Karaçor, A.g.e., s. 110

²³⁵ Korkut Boratav, A.g.e., s. 93- 94

²³⁶ Esat Çelebi, "Türkiye' de Devalüasyon Uygulamaları", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, No.3, 2001, s.

59

²³⁷ A.g.e.

sürekli olarak kaydedildiği son yıl 1946 yılı olmuştur. Bu yılda ihracatın %30, ithalatın ise % 20' yi aşan yükselmelerine karşılık yinede dış ticaret fazlası 100 milyon doları bulmuştur. Oysa 1947 yılında gerçekleşen ithalat %100' ü aşan bir sıçrama göstermiş ihracat ise eski düzeyini korumuştur. Böylelikle kronik dış açıklara dayalı ekonomik yapının temelleri bu yıl atılmıştır. Bu bağlamda cumhuriyet tarihindeki ilk devalüasyon başarısız bir politika olarak nitelendirilip yoğun eleştirilere adres sağlamıştır.²³⁸

Bununla birlikte savaş dönemi sonrasında hükümetin sıkı para ve maliye politikaları sonucu 1946- 1953 yılları arasında fiyatlar ortalama olarak %2,2 oranında düşüş göstermiştir. 1950- 1953 yılları arasında toplam harcamalar ve para arzı artmakla birlikte üretim de genişlemiş ve dolayısıyla enflasyon söz konusu olmamıştır. Fakat enflasyonda sağlanan bu düşüş kalıcı niteliğe sahip de olamamıştır.²³⁹

1954 yılında iklim koşullarının kötü gitmesi sonucu tarımsal üretimin düşmesi, döviz rezervlerinin tükenmesi ve Kore Savaşı' nın yarattığı olumlu etkinin sona ermesi sonucu milli gelir ve üretimdeki yavaşlama; bütçe açıkları, hazine avanslarındaki artış, destekleme alımları gibi nedenlerle para arzının artışı yönünde izlenen politikalarla birleşince, fiyatlarda önemli artışlar ortaya çıkmıştır. 1950-1953 döneminde toplam para arzı artışı %16.5, 1954-1957döneminde %30.2 ve 1958-1960 döneminde ise %23.6 olarak gerçekleşmiştir. 1953- 1959 döneminde ise enflasyon oranındaki gelişmeler para arzı artışına paralel olarak %2.3 düzeyinden %19.5 düzeyine çıkmıştır. Fiyatlardaki hızlı artış, yatırımlardaki plansızlık, dış yardım ve kredilerin azalması istikrar programının hazırlanmasına yol açmıştır.²⁴⁰

Ayrıca serbest ticaret rejiminin sürekli ve giderek büyüyen dış açıklara yol açması ve dış yardım ve kredileri sağlamakta karşılaşılan güçlüklerden kaçınmak amacıyla 1953 yılında dış ticaret ve kambiyo rejimindeki serbestlikler kaldırılmış,

²³⁸ Korkut Boratav, A.g.e., s. 102

²³⁹ Serdar Öztürk, A.g.e., s. 155

²⁴⁰ Korkut Boratav, A.g.e., s. 110- 111

yeni kontroller ve sınırlamalar getirilmiştir. Ne var ki, yukarıda sayılan olumsuzlukların yanında dolar cinsinden ithalatın 1953- 1958 arasında %40' tan fazla düşmesi sonucu dış baskıların ve dozu da giderek artmıştır.²⁴¹ 1953 yılında başlayan dış ödemeler sorununa önlem olarak ilk başta 1956 yılında turist ve benzeri dövizlerde TL'nin dolar karşılığı değeri 2.80 yerine 5.25- 5.5 TL olarak saptanmıştır. Bu politika ile birlikte Milli Koruma Yasası yeniden yürürlüğe konularak, fiyat denetimlerinin arttırılması, ticari banka kredilerinin sınırlandırılması ve faiz oranlarının yükseltilmesi ile dış ticaret açıkları ilk iki yıl için düşürülse de sonrasında fiyat artış oranları artmış, mal darlıkları ve karaborsa işlemleri yaygınlaşmıştır. Böylelikle ödemeler dengesi daha da ağır bir sorun durumuna gelmiştir. Bu gelişmelerin etkisiyle 4 Ağustos 1958' de alınan bir dizi ekonomik istikrar kararları gereği Türk ekonomisinin ikinci devalüasyonu gerçekleştirilmiştir Uygulamada doğrudan devalüasyon yerine tüm döviz alımlarında bir dolar için 6.22 TL vergi ödenmesi yoluna gidilmiştir. Böylelikle dışalım, sermaye ve diğer döviz işlemlerinde bir dolar karşılığı (2.80+ 6.22) 9.02 TL ödenecekti. Kararı izleyen iki yıl içinde döviz kuru farklılıkları ortadan kaldırılarak 1960 Ağustos'unda devalüasyon tüm boyutlarıyla benimsenmiştir.²⁴² Devalüasyon sonucu ithal mallarının fiyatındaki artışa bağlı olarak 1959 yılında enflasyon rakamı %20' yi aşsa da daha sonra daraltıcı politikaları öngören 1958 kararları sonucu enflasyon 1962 yılında TÜFE bazında %3.4 ve TEFE bazında %4.3'e düşmeyi başarmıştır.²⁴³

1963 yılında başlayan planlı ekonomi yılları başlangıçta Türkiye ekonomisi için kararlı ve başarılı bir dönemdir. Bu dönemde, korumacı, iç pazara dönük ve ithal ikameci görüntüye sahip kalkınma politikası oldukça yüksek büyüme oranlarını düşük enflasyon oranları ile birleştirerek birinci beş yıllık kalkınma planının başarı bir şekilde uygulandığını bize göstermektedir. Nitekim 1963- 1968 yılları arasında

²⁴¹ Esra Siverekli Demircan, Meliha Ener, "IMF' nin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye' de Uygulanan İstikrar Programları Üzerine Etkileri", (çevrimiçi)
<http://biibf.comu.edu.tr/edemircanmenerm.pdf>

²⁴² Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, " **Türkiye Ekonomisi**", Remzi Kitapevi, on birinci basım, 2000, İstanbul, s.122

²⁴³ Zeynep Karaçor, A.g.e., s.113

ortalama büyüme oranı % 6,6 iken, ortalama enflasyon oranı % 5 seviyelerinde gerçekleşmiştir.²⁴⁴

3.1.3. 1970- 1980 DÖNEMİ

1960' lı yıllar toplumun tüketim alışkanlıklarının da değiştiği bir dönem olmuştur. Önceleri varlıklı kimselerin kullandığı dayanıklı tüketim eşyalarının orta gelirli geniş bir kesim tarafından talep edilmeye başlanmıştır. Radyo, televizyon, çamaşır makinesi, televizyon, otomobil.. vb, malların ithalat ile karşılanmasının mümkün olamaması sonucu yurt içi üretim ilk başta salt montaj biçiminde kurulan dayaklı tüketim malları sanayi olarak şekillenmiş, zaman içinde daha fazla yerli katkıyla ve çevresini de beslediği yan sanayi kollarıyla daha modern bir görüntü kazanmıştır. Bu gelişmeyi tamamlayan diğer ithal ikame süreci özellikle kamu kesimi katkısıyla demir-çelik, bakır, alüminyum, petro kimya ve kimya, inşaat malzemeleri gibi temel ara mallarda gözlenmiştir.²⁴⁵

Ancak bu politikalarla ekonominin dışa bağımlılığı zaman içinde azalması gerekirken birinci beş yıllık plan sonrası dönem dışında beklenen durum gerçekleşmemiş toplam arz içinde ithalatın payı genel olarak artma eğilimi göstermiştir. Bu durum kısmen doğrudan ve dolaylı ithalat gereksinmesinin çok yüksek olduğu dayanıklı tüketim malları sektörünün hızlı gelişmesi, kısmen de yatırım malları sektöründeki gelişmenin ara mallardan geride kalması nedeni ile yüksek bir yatırım temposunun daima aşırı ithalat faturası gerektirmesinden kaynaklanmıştır. Ayrıca ucuz petrol fiyatları bir bütün olarak ithal malı enerji türlerine bağımlı bir sınai yapı petrol tüketimi ile sürdürülebilmştir.²⁴⁶

İç talepteki canlanmaya paralel olarak, sanayinin ithal girdi talebinin hızla artması ve ithal girdi taleplerinin tarımsal ürün ve doğal kaynaklarla karşılanmaya çalışılması ödemeler dengesini zorlamaya başlamıştır. Artan döviz talebi sonucu

²⁴⁴ Fatma Doğruel, A. Suut Doğruel, A.g.e., s. 171

²⁴⁵ Korkut Boratav, A.g.e, s. 119-120

²⁴⁶ A.g.e., s. 120- 121

planlı dönemin ilk devalüasyonu 10 Ağustos 1970 tarihinde yapılmış ve 1 dolar 9 TL'den 15 TL'ye çıkarılmıştır. İthal ikameci modelin derinleşmesiyle birlikte yerli sanayi üretim maliyetleri ile döviz kuru arasındaki ilişki, artan ithal ara malı kullanımı ile kuvvetlenmeye başlamış kurlardaki %65 dolayındaki değişim maliyetler yoluyla hemen fiyatlara yansiyarak Türkiye %10 sınırını aşan bir enflasyonist döneme 10 yıllık aradan sonra tekrar girmiştir. Böylelikle düşük enflasyon ile kalkınma politikasının da sonuna gelinmiştir. Bu tarihten sonra döviz sıkıntısı- devalüasyon- enflasyon sarmalı öne çıkmıştır.²⁴⁷

1971- 1976 döneminde fiyatlar genel seviyesi yılda %10 ila %20 arasında değişen oranlarda yükselmiştir. 1974 Kıbrıs Barış Harekâtından dolayı askeri harcamaların olağanüstü seviyede artması yıllık enflasyon hızının %30' lara tırmanmasına neden olmuştur. Fakat devam eden iki yılda enflasyon oranı %9.9 ve %15.7 seviyelerine çekilebilmiştir. 1971- 1976 dönemi fiyat istikrarının bozulduğu ancak yıllık fiyat artışlarının %20' in altında tutulabildiği ve yüksek büyüme oranının sürdürülebildiği yıllardır. 1977' den itibaren ekonomide fiyat istikrarı kesin şekilde bozulmuş hem enflasyon kontrolden çıkmış hem de GSMH yıllık büyüme oranları süratle gerileyerek 1979 yılında %1' e kadar gerilemiştir.²⁴⁸

1970 li yıllarda enflasyona yol açacak en önemli değişiklik Merkez Bankası yasasında yapılan değişikliktir. Bu değişiklikle merkez bankası bütçenin belirli bir oranında Hazine'ye avans vermesi gerekmekte ortaya çıkan açığı da para basarak finanse etmesi gerekmektedir. Ayrıca merkez bankasının vereceği avans sadece hazineye değil iktisadi devlet teşekküllerini de kapsamaktadır.²⁴⁹

²⁴⁷ Fatma Doğruel, A. Suut Doğruel, A.g.e., s.174

²⁴⁸ Hüseyin Şahin. A.g.e., s. 166

²⁴⁹ Fatma Doğruel, A. Suut Doğruel, A.g.e., s.177

Tablo:6 Para Arzındaki Genişleme

PARA ARZINDAKİ GENİŞLEME (MİLYAR TL)			
YILLAR	ASLİ PARA(A)	KAYDI PARA (B)	TOPLAM PARA ARZI (A+B)
1963	4,9	7	11,9
1970	11,9	23,4	35,3
1976	42,5	109	151,5
1977	63	147,6	210,6
1978	93,8	189,8	283,6
1979	143,7	300,8	444,5

Kaynak: Hüseyin Şahin, Türkiye Ekonomisi, Ezgi Kitapevi, Dokuzuncu Baskı, Bursa, 2007, s. 166

Tablo:7 Para Arzındaki Yıllık Ortalama Artış Oranları %

PARA ARZINDAKİ YILLIK ORTALAMA ARTIŞ ORANLARI %			
YILLAR	ASLİ PARA(A)	KAYDI PARA (B)	TOPLAM PARA ARZI (A+B)
1963-1970	10,4	37,5	28,1
1971-1976	23,8	29,3	27,5
1977-1979	53,1	38,6	41,9
1963-1979	18,4	25,5	23,9

Kaynak: Hüseyin Şahin, "Türkiye Ekonomisi", Ezgi Kitapevi, Dokuzuncu Baskı, Bursa, 2007, s. 166

Tablo 6 ve Tablo 7' ye göre emisyon hacmindeki genişleme 1970'den sonra ortaya çıktığını 1971-1976 döneminde yılda ortalama %27.5' e ulaştığını görmekteyiz. Bunun en önemli nedeni yukarıda bahsettiğimiz gibi merkez bankası yasasında yapılan değişiklik ile artan kamu kesimi harcamalarına paralel artan bütçe açıklarının TCMB kaynakları ile finanse edilmesidir. Dolayısıyla üretim dışı emisyon yoluyla artan para arzı doğrudan fiyatlar genel düzeyinin artışını beraberinde getirmiştir.

Tablo:8 Kesimlere Göre Merkez Bankası Kredileri 1965-1978 (Cari Fiyatlarla Milyon TL),

	KAMU KESİMİ	ARTIŞ YÜZDESİ	ÖZEL KESİM	ARTIŞ YÜZDESİ	GENEL TOPLAM
--	-------------	---------------	------------	---------------	--------------

1965	2979	17,6	1686	41,0	4665
1966	3968	33,2	2703	60,3	6671
1967	4926	24,1	3805	40,8	8731
1968	5676	15,2	4492	18,0	10168
1969	7140	25,8	5780	28,7	12920
Tabloya Devam					
	KAMU KESİMİ	ARTIŞ YÜZDESİ	ÖZEL KESİM	ARTIŞ YÜZDESİ	GENEL TOPLAM
1970	8088	13,3	6477	12,0	14565
1971	11795	45,8	4478	30,9	16273
1972	13705	16,2	5829	30,2	19534
1973	14227	3,8	13659	134,3	27886
1974	23524	65,4	22292	63,2	45816
1975	39431	57,6	26767	20,1	66198
1976	68861	74,6	41760	56,0	110621
1977	126626	83,9	63073	51,0	189699
1978	163525	29,2	78311	24,2	241836

Kaynak: Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, “Türkiye Ekonomisi”, Remzi Kitapevi, On birinci basım, İstanbul, 2000, s.156

Tablo 8’ de görüldüğü üzere merkez bankasının hem kamu kesimine hem de özel kesime verdiği kredi miktarı 1965 den sonra sürekli olarak artış göstermiştir. Merkez bankasının kamu kesimine verdiği kredi miktarı, dönem içerisinde sürekli olarak özel kesime verdiği kredi miktarını aşsa da, özel kesime vermiş olduğu kredi artış oranı 1970 yılına kadar kamu kesimi artış oranından daha yüksektir. Bununla birlikte 1970- 1978 yılları arasında kamu kesimine açılan kredilerdeki artışın sadece 1972 ve 1973 ve 1978 yıllarında özel kesimin gerisinde kaldığını görmekteyiz. Merkez bankasının kamuya açtığı kredilerin ise 1974 Barış Harekâtı sırasında sıçradığı ve takip ettiği yıllar da önemli artışların devam ettiği dikkat çekicidir.

Diğer taraftan yurt içinde meydana gelen bu gelişmelerin dışında 1974 petrol krizini popülist politikalarla ertelemeye çalışan dönemin hükümeti, dünyada petrol fiyatlarının 100 doları aşmasının etkilerini yurtiçinde hissettirmemeye özen göstermiştir. Bununla birlikte Türkiye ekonomisinin alışkın olduğu dış kaynak türlerinde tıkanma olmasına rağmen, ticari kredilerle ve özellikle Döviz Çevrilebilir Mevduat adını taşıyan pahalı bir kısa dönem borçlanma yöntemi ile ithalat hacminin

artmasına önlem almamıştır. Ancak 1976 yılında ihracatın ithalatı karşılama oranının 1/3' e düşmesi dış yardım tıkanmaları ile birleşince bunalım konjonktürüne girilmiştir.²⁵⁰

Bunalım konjonktürü sırasında dış yardım tıkanmasına tek çözüm IMF ile standart bir istikrar politikası uygulamasının altına imza atılmasıdır. Çözüme direnmek isteyen Ecevit hükümetinin alternatif bir politika izlemesine imkan olmadığı için IMF' ye bazı ödünler verilerek 78-79 yıllarında istikrar programları uygulamaya konmuştur. Demirel hükümeti tarafından 17.50 TL' den 19.25TL' ye çıkarılmış resmi kur, söz konusu istikrar programları gereği 1978 Şubatında 25TL' ye, 1979 Haziranında 47TL' ye çıkarılmıştır. Dolayısıyla 1946, 1958 ve 1970 yıllarının istisnai devalüasyonu 1977' den sonra her yıl gerekirse birkaç kez başvurulabilecek olağan bir ayarlama haline gelmiştir. Ancak kararlılıkla uygulanamayan program bir takım mallarda kuyruklar ve karaborsaların oluşmasına, genel fiyat düzeyinin 1978' de %53, 1979' da %64 oranlarında artmasına engel olamamıştır.²⁵¹

3.2. 1980 SONRASI DÖNEM

1980 sonrası dönemi dört alt dönem itibari ile incelemekte fayda vardır. İlk dönem 24 Ocak Kararları dışında herhangi bir nominal çapaya dayalı para politikası stratejisinin uygulanmadığı 1980- 1986 dönemidir. İkinci dönem kamuoyuna duyurulmasa da ilk parasal büyüklüğe dayalı politikanın uygulanmaya başladığı ve 1994 krizine kadar olan 1986-1994 dönemidir. Üçüncü dönem kriz sonrası dönem ile döviz kuruna dayalı istikrar politikasının terk edildiği 1994 – 1999 dönemi ve son olarak döviz kuruna dayalı istikrar politikasının uygulanmaya başlandığı ve kriz sonrası terk edildiği 1999- 2001 dönemidir.

²⁵⁰ Korkut Boratav, a.g.e., s. 129

²⁵¹ A.g.e., s. 141

3.2.1. 1980- 1986 DÖNEMİ

İthal ikameci büyüme modeli 1977' den başlayarak sınırlarına ulaşması nedeni ile sürdürülemez hale gelmiştir. Özellikle aşırı değerli döviz kurunun ihracatçı sektörler açısından yarattığı dengesizlikler, sanayinin kullandığı döviz kendi iç dinamiği ile kazanamaması sonucunu doğurmuş ve ulusal ekonomi yüksek enflasyon, yüksek kamu finansmanı ve cari işlem açıkları ve negatif büyüme hızlarına sürüklenmişti. Dış borç olanaklarının tümüyle tükenmesi nedeni ile ithalatın finansmanı olanaksız hale gelmiş bu da ithal girdilere bağımlı sanayi sektörlerin daralmasına ve büyüme hızının 1979' da %0,4' e 1980' de %-2,8' e düşmesine neden olmuştur. Bu süreç iktisadi ve siyasi krizlerin peş peşe birbirlerini beslemesiyle gelişmiş ve 1980 yapısal uyum programının askeri müdahale aracılığı ile yürürlüğe konulmasına kadar sürmüştür.²⁵²

1978 ve 1979 da yarıda kalan istikrar programları sonrasında Cumhuriyet tarihinin en kapsamlı istikrar politika paketi 24 Ocak kararları iki ana eksen üzerinde inşa edilmiştir İlk eksen kısa dönemli makroekonomik istikrar programları, ikincisi ise sonuçları daha uzun sürede görülecek yapısal uyum reformlarıdır.²⁵³

Söz konusu ekonomi politikaları belli bir sıra dâhilinde uygulanmış, bu sıraya göre öncelik makro ekonomi ve mali istikrara verilmiş, ardından ticaret, finans piyasalarının serbestleştirilmesi, kamu harcamalarının yeniden yapılandırılması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi olarak şekillenmiştir.

24 Ocak 1980 istikrar programı o dönemde yaygın olarak kullanılan IMF destekli Ortodoks istikrar programlarından oluşmaktadır. Program sıkı para ve maliye politikası uygulanması, faizlerin yükseltilmesi, ücretlerin baskı altında tutulması, KİT' lerin kısıtlanarak özel kesimin öne çıkarılması gibi Ortodoks

²⁵² Erinç Yeldan, "Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi", İletişim Yayınları, On ikinci Baskı, 2006, İstanbul, s.43- 44

²⁵³ Fatma Doğruel, A. Suut Doğruel, a.g.e., s.194- 195

tedbirleri içerirken bunlara ilaveten Dünya Bankası destekli yapısal değişimi öngören tedbirler de uygulanmıştır. Bu yapısal tedbirler arasında finans piyasalarının serbestleştirilmesi amacıyla reel faiz uygulamasına geçilmesi, bankacılık sektör faaliyetlerinin yeniden düzenlenmesi, sektörde faaliyet gösteren yabancı banka sayısının artırılması, sermaye piyasası kanununun çıkarılması, sermaye hareketlerinin aşama aşama serbestleştirilmesi, yeni finansal kurumlar ve araçlar oluşturulması, yabancı sermaye girişinin kolaylaştırılması sıralanabilir. Kamu harcamalarının yapılandırılması adına, kamusal finansman ihtiyacının Merkez Bankası kaynakları yerine Hazine tarafından iç borçlanma kaynakları ile karşılanması, temel mal ve hizmet kapsamının daraltılması, katma değer vergisi uygulamasının başlatılması, tarımsal destek kapsamındaki ürün sayısının azaltılması, KİT tanımının yeniden yapılarak statülerinin belirlenmesi, Toplu konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi kurularak özelleştirme faaliyetlerinin başlatılması, mahalli idarelerin bütçeden aldıkları payların artırılması ve büyükşehir belediyelerin kurulması gösterilebilir. Ticaretin serbestleştirmek adına ise ihracata parasal teşvik uygulanması, ithalat kotalarının kaldırılarak ithalatın serbestleştirilmesi söylenebilir.²⁵⁴

Fiyat artışlarının parasal genişleme ile sağlanan nominal talep fazlalılığından kaynaklandığı görüşü 24 Ocak kararlarıyla uygulamaya konulan makroekonomik istikrar programının temel varsayımlarından biridir. Bu nedenle 1980- 1982 döneminde kamu kesimi finansman gereği istikrar programında öngörüldüğü şekilde azaltılmasına bağlı olarak rezerv para artışı hedeflenen düzeyde tutulabilmiştir. Ayrıca özellikle ihraç mallarında, maliyetleri düşürerek rekabeti artırmak amacıyla düşük ücret artışları gerçekleşmiştir. Böylelikle, ithal fiyatlardaki artış, ikinci petrol şoku ve askeri müdahale sonucu 1980 yılında %101' i aşan enflasyon 1981 yılında % 34' e, 1982 yılında ise % 28' e düşürülmüştür (Tablo 9).²⁵⁵

Ne var ki, enflasyonu düşürmeye yönelik bir amaç istikrar programlarının kapsamında yer alıyor gibi görünse de, enflasyonun düşürülmesi öz itibarıyla amaç

²⁵⁴ Salih Köse, "24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 İstikrar Programlarının Karşılaştırılması", Planlama Dergisi, Özel Sayı, s. 120- 121

²⁵⁵ Fatma Doğruel, A. Suut Doğruel, A.g.e., s. 189

edinilmediği için sonuçta kısa süreli bir düşmenin ardından enflasyon yine eski seviyelerine ulaşmıştır. 1983 yılı para ve maliye politikalarının büyük ölçüde gevşetilmesine bağlı olarak enflasyon hızında gerilemenin tersine döndüğü yıllardır. Reel olarak artan bütçe açığının finansmanı için Merkez Bankası kaynaklarına başvurulması ve bankerlik piyasasında faaliyet gösteren kuruluşların batması sonucu aşırı mevduat çekilişlerine maruz kalan bazı bankaların likiditelerini kuvvetlendirmek amacıyla rezerv para hedefin üzerinde kalmıştır.²⁵⁶ Böylelikle enflasyon % 31.39' a yükselmiştir.

Tablo:9 1980- 1987 Yılları Arasında Enflasyon Göstergeleri (TÜFE)

YILLAR	Enflasyon Oranı	Enflasyon Oranındaki Yüzde Değişme
1980	101,4	63,65
1981	34,0	-66,47
1982	28,4	-16,47
1983	31,39	10,53
1984	48,4	54,16
1985	44,95	-7,13

Kaynak: TÜİK

1984 yılı başında döviz rejimi liberalize edilmiş, bankalar yerleşiklere ait döviz tevdiat hesapları açmaya başlamış, kredi piyasasında merkez bankası zorunlu mevduat karşılık oranlarını düşürmüştür. 1986 yılında bankalar arası para piyasası oluşturulmuş, İstanbul Menkul Kıymet Borsası yeniden organize edilerek faaliyet geçirilmiştir. 1987 yılında ise TCMB açık piyasa işlemlerine başlamış ve sermaye piyasasını izlemek ve düzenlemek için sermaye piyasası kurulu kurulmuştur. Son olarak 1989 yılında sermaye hareketleri üzerinde kontroller kaldırılarak 1990 yılının başında Türk Lirası konvertibl hale gelmiştir.²⁵⁷

²⁵⁶ Mehtap Kesriyeli, "1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Yayın No:97/4, 1997, s. 7

²⁵⁷ Korkut Boratav, Erinç Yeldan, "Turkey 1980- 2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns of Distribution", 2001, (Çevrimiçi)
<http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.PDF>, 07.04.2008

1984 yılından sonra, yukarıda sayılan serbestleştirme politikalarının başlamasıyla para arzı üzerinde kontrol git gide zayıflık göstermiştir. Merkez Bankasının dış varlıklarındaki artışın beklenenin üzerinde gerçekleşmesi kamu kesimi finansman açığının büyümesiyle birleşince enflasyondaki artış devam etmiştir.²⁵⁸ Tablo 9’ da da görüldüğü gibi 24 Ocak kararları ardından enflasyondaki hızlı düşüş korunamamış enflasyon %45’e yükselmiştir. 1982 sonrasında kimi yıllarda artış hızında bir düşüş gösterse de enflasyon 1985 yılına kadar artma eğilimini hâkimdir.

Enflasyonun kaynağı olarak gösterilen kamu kesimi finansman gereğini söz konusu dönem içinde incelersek, tablo 10’ da 1980- 1987 yılları arasında konsolide bütçenin her yıl açık verdiğini görmekteyiz. Önceden de belirtildiği gibi 1981 ve 1982 yıllarında kamu dengesine dikkat edildiği ve merkez bankası rezerv paranın bu nedenle politikada öngörüldüğü seviyede tutulduğu yıllardı. Ancak 1983 yılı ve sonrasında açıkların 1985 yılı hariç tutulursa neredeyse katlanarak arttığı göze çarpmaktadır.

Tablo: 10 1980- 1987 Konsolide Bütçe Dengesi (Cari Fiyatlarla Milyar TL)

YILLAR	BÜTÇE GELİRLERİ	BÜTÇE HARCAMALARI	BÜTÇE DENGESİ
1980	912	1079	-167
1981	1393	1516	-123
1982	1445	1602	-157
1983	2300	2612	-312
1984	2805	3784	-979
1985	4613	5399	-786

Kaynak: TÜİK Yıllık Göstergeler, 1923- 2006

²⁵⁸ Mehtap Kesriyeli, a.g.e., s. 8

3.2.2. 1986- 1990 DÖNEMİ VE PARASAL HEDEFLEME DENEYİMLERİ

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ilk parasal hedefleme programını 1985 yılında hazırlamış, 1986 yılı başında kamuoyuna duyurmadan uygulamaya başlamıştır. Uygulanan program para piyasaları, dış sektör ve mal piyasalarını temsil eden yedi değişkeni (ağırlıklı reel efektif kur, reel faiz, M2 tanımlı parasal büyüklük, yıllık kümülatif ithalat, yıllık kümülatif reel GSMH ve toptan eşya fiyat endeksi) içeren bir vektör otoregresyon modeli ile hazırlanmıştır. Bu model çerçevesinde yapılan tahminlerde GSMH' daki %5 oranında büyüme hedefi ile %25 enflasyon hedefiyle tutarlı olan M2 artışının 1985 Aralık- 1986 Aralık dönemi için %35 olduğu tespit edilmiştir.²⁵⁹ Ancak ekonominin kurumsal koşullarından kaynaklanan nedenlerle politika başarılı olamamıştır. Ana sorun kurumsal değişikliklerin paranın dönüş hızını etkilemesi ve bu yolla M2 hedeflemesinin zorlaşmasıdır.²⁶⁰

Söz konusu dönemde Haziran ayında başlayan ve Ağustos ayında zirve yapan emisyon artışları %35 program hedefini bir hayli aşarak %49 oranında gerçekleştirmiş böylelikle hedeften sapılmıştır. Yukarıda adı geçen kurumsal koşullar serbest faiz politikası neticesinde oluşan pozitif reel faiz oranları, daha esnek uygulanan kur politikası ve Hazinesin nakit açığındaki değişiklikler sonucu paranın dolanım hızının beklenenden (%6) düşük çıkmasıdır.

1986 yılında uygulanan politika başarısızlıkla sonuçlansa da temel ekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmeler dikkat çekicidir. 1985- 1987 yılları arasında TEFE oranları sırasıyla %43.2, %29.6 ve %32 iken merkez bankasının hazineye açtığı cari fiyatlarla net kısa vadeli avans miktarları sırasıyla 266, 257 ve 355 milyar TL dir. Aynı dönemde kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH' ya oranı ise sırasıyla %3.6, %3.7 ve %6.1 dir. Bu durumda 1986 yılında KKBG' nin GSMH' ya oranında

²⁵⁹ Kumcu Ercan, İnci Ökter, Şükrü Saraçoğlu "1986 Yılı Parasal Programı", **TCMB Ekonomik Araştırmalar Bülteni**, Cilt 2, Sayı:2, Haziran 1987, s.24

²⁶⁰ Gökçe Deniz, "Faiz Politikalarının Esasları ve Türkiye' de Faiz Politikası Uygulamaları", İstanbul, 1993, s.34

ve hazinenin kullanmış olduğu kısa vadeli avansta önemli bir artış olmamıştır. Dolayısıyla başarılı politika yürütemeyen merkez bankasına rağmen enflasyondaki düşüş kamu kesimi açıklarının enflasyon üzerinde belirleyici olmadığı sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Bu durumda politik başarısızlık daha çok teknik yetersizliklere atfedilmektedir.²⁶¹

3.2.3. 1990- 1994 DÖNEMİ PARASAL HEDEFLEME DENEYİMİ

Türkiye'nin ilk parasal hedefleme politikası 1990 yılında başlamaktadır. 1986 yılında uygulanan program parasal hedeflemeye mantığına dayansa da kamuoyuna ilan edilmeden uygulandığı için bunu parasal hedefleme stratejisi olarak saymamız pek mümkün değildir. Bu yılda ilan edilen programın temel hedefi enflasyonla ilgili bir taahhüt olmayıp sadece merkez bankası bilançosunun kontrol altına alınmasıdır. Bu amaçla programın hedeflediği temel büyüklükler merkez bankası bilançosu, toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlıklar ve merkez bankası parasıdır. Söz konusu büyüklüklere ilişkin hedeflenen artış oranları ise sırasıyla %12-22, %15-25, %6-16 ve %35-48 sınırları arasındaki aralıklardır.²⁶²

Uygulanan para programının orta vadeli amaçları:²⁶³

1. Yabancı aktiflerin artırılması ve kur riski pozisyonunda iyileşme sağlanması
2. Yurtiçi kredi genişlemesinin kontrol edilmesi suretiyle bilanço büyüklüklerinin kontrol edilmesi
3. Yurtiçi yerleşiklere TCMB' nin döviz yükümlülüklerini azaltmak ve pasifindeki TL kaynaklarının payını artırmak olmuştur.

²⁶¹ Kumcu , Ökter, Saraçoğlu, a.g.e., s.29-31

²⁶² TCMB, TCMB Parasal Programı Hakkında Rüştu Saraçoğlu Tarafından Verilen Brifing Metni, Başbakanlık Özel Bürosu, Ankara, 16 Ocak 1990, s.39

²⁶³ TCMB, **Yıllık Rapor 1990**, s. 30-31

Uygulanan program sonucunda toplam iç varlıkların ve iç yükümlülüklerin hedeflenen düzeyde seyrettiği, merkez bankası parasının hedeflenen alt sınırdaki kaldığı, ancak bilanço büyüklüğü hedeflenen üst sınırı aştığı görülmektedir. Programla ilgili bazı rakamsal büyüklüklere bakıldığında, kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH' ya oranı bir önceki döneme göre yaklaşık %2 daha fazla gerçekleşmiştir. Fakat kamu açıklarının Merkez Bankası kaynakları yerine piyasadan sağlanan kaynaklarla finanse edilmesiyle hazinenin kullandığı kısa vadeli avans %27' lik azalma sonucu merkez bankası üzerindeki mali baskınlığın etkisi azalmıştır. Bu şekilde program hedefine ulaşmak ve enflasyonda %11.6 puanlık bir düşüş mümkün olmuştur.²⁶⁴

1991 yılında ülkede yaşanan ekonomik ve siyasal belirsizlikler sonucu 1990 yılına benzer bir parasal program hedefi ilan edilmemiştir. 1992 yılında ise duyurulan programda 1990 yılındaki gibi Merkez Bankası bilançosundaki dört değişken hedef olarak seçilmiş ve bunların büyüme hızları belirli alt üst sınırlar arasında kalması öngörülmüştür. Programın hazırlanmasında kamu kesimi bütçe açığının 32 trilyon Türk lirası olacağı ve kamu kesiminin bu yılda Merkez Bankası'ndan kullanacağı kredinin 11 trilyon Türk lirasını aşmayacağı varsayılmıştır. Dolayısıyla programın başarısı için aktif büyüklüklerin kontrol edilmesi önem arz etmektedir.²⁶⁵

Tablo: 11 1992 İlk Yarı Parasal Hedef ve Gerçekleşmeler

	31 Aralık 1991	31 Ocak 1991	28 Şubat 1992	27 Mart 1992	24 Nisan 1992	29 Mayıs 1992	26 Haziran 1992	Yılsonu Program Hedefi
Bilanço Top								132-
Trilyon TL	96.8	104.3	107.6	115.7	122.1	130	139	142.3
(%)	-	-8	-11	-20	26	34	44	37-47

²⁶⁴ Tahir Büyükakın, "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme", İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, s.152

²⁶⁵ Öztürk, Emin, "Türkiye' de Son Dönemde Para Politikası Tartışmaları", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No:9206, s. 3

Değişim)								
<hr/>								
Top. İç Yük.								
Trilyon TL	58.4	64.1	65.6	72.2	77.2	81.7	89	80.6- 86.4
(% Değişim)	-	10	12	24	32	40	52	38-48
<hr/>								
Net İç Var.								
Trilyon TL	58.1	63.3	66.6	76	82.5	86.8	90	73.8- 80.8
(% Değişim)		9	15	31	42	49	55	27-39
<hr/>								
M.B. Parası								
Trilyon TL	44	48.5	50	54.8	59.7	61	64.7	61.6- 66
(% Değişim)		10	14	25	36	39	47	40-50
<hr/>								
Kaynak: Öztürk, Emin, “Türkiye’ de Son Dönemde Para Politikası Tartışmaları”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği , No:9206, s. 3								

Tablo 11’de görüldüğü üzere henüz yılsonuna ulaşmadan haziran ayı sonlarında net iç varlıklar ve toplam iç yükümlülükler hedef aralığının üst sınırı geçilmiş bulunmaktadır. Özellikle net iç varlıklardaki artış dikkat çekicidir. Böylelikle para politikası hedeflerinin yılın ilk yarısındaki verilerle başarısızlığa uğradığı söylenebilir.

Net iç varlıkların olağanüstü büyümesine yol açan durum kamu sektörüne açılan krediler ve bunun çok büyük bir bölümü ise Hazineye açılan kredilerdir. Hazine borçları içinde en yüksek büyüme oranına sahip iki kalem kısa vadeli avans ile DİBS portföyüdür. Haziran ayına kadar kısa vadeli avanslar %100 artarak 13.6 trilyon TL’ den 27.3 TL’ ye ulaşmıştır.²⁶⁶ Oysa program gereği hazinenin Merkez Bankasından alabileceği kredilerin asgari 11 trilyon olması gerektiği koşulu çığnenmiş olmaktadır. Yılsonunda ise hazinenin kullandığı kısa vadeli avans %70 oranında artmıştır. Enflasyon ise %62 ye yükselmiştir.(Tablo 12) Böylelikle 1990

²⁶⁶ A.g.e., s.5

yılıının tersine bu yılda program kamu açıklarının para basılarak finanse edilmesi nedeni ile başarısızlıkla sonuçlanmıştır.²⁶⁷

Tablo:12 1990- 1994 Makroekonomik Göstergeler

Yıllar	Ort. Enflasyon Oranı	İç Borç Stoku (Milyar TL)	İç Borç Stoku/GSMH	Net Avans Kullanımı (Milyar TL)
1990	52.3	57,180	14	331
1991	55.3	97,647	15	10,719
1992	62.1	194,236	18	17,411
1993	58.4	357,347	18	39,421
1994	120.7	799,309	21	51,857

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler

1993 yılında kamu finansman açıklarının denetim altına alınamamasının parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması nedeni ile parasal bir program açıklanmamıştır. Bunun yerine Merkez Bankası finansal piyasalarda istikrarın korunmasını ön planda tutmuş kur ve faizin istikrarlı hareketini amaçlamıştır.²⁶⁸

1994 yılında krizin ortaya çıkması, 1994 yılında yapılan genel ve yerel seçimlerin doğal seçim ekonomisi sonuçları ve 1993 yılında görevden alınan Merkez Başkanı başkanlığına 1996 yılına kadar üç farklı kişinin başkanlık yapması gibi nedenlerle 1994 yılında da parasal hedefleme programı oluşturulamamıştır. Ancak 1994 yılındaki önemli bir gelişme Merkez Bankası Kanununda yapılan bir değişiklik ile TCMB'den her yıl bütçe ödeneklerinin hazineye verilen payın %12 ile sınırlandırılması ve bu oranın 1998 yılına kadar kademeli olarak %3'e düşürülmesidir.²⁶⁹

²⁶⁷Gökçe, Deniz, "İstikrar Politikası Bağlamında Merkez Bankası ve Para Politikası", Türkiye İçin Orta Vadeli İstikrar Programına Doğru, **TÜSİAD Yayınları**, No: Tüsiad-T/95, 6-180, 1995, s.110

²⁶⁸ Mehtap Kesriyeli, "80' li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Yayın No:97/04, 1997, s. 24

²⁶⁹ A.g.e., s.25

3.2.4. 1994 - 1999 DÖNEMİ ARASI PARASAL HEDEFLEME DENEYİMİ

1994 yılı sonrasında 1998 yılına kadar kamuoyuna ilan edilen parasal hedefleme programı mevcut olmamıştır. 1995 yılında uygulanan politika 1994 yılında uygulanan politikanın devamını teşkil etmiştir. 1996 ve 1997 yıllarında ise bir parasal program uygulansa da 1986 yılına benzer olarak kamuoyuna ilan edilmemiştir.²⁷⁰ Belirsizlik içinde girilen 1996 yılında Merkez Bankası reel döviz kurlarının istikrarlı hareket etmesini amaçlamış ve kurları yıl boyunca gözetmiştir. 1997 yılı da, 1996 yılından farklı olmamış siyasi belirsizliğe rağmen piyasalarda istikrar sağlanmış ve kurlar gözetim altında tutulmuştur. 1998 yılı program ile Merkez Bankası önceki yıllarda olduğu gibi hem mali piyasalarda istikrarı gözetmiş hem de enflasyon ile mücadele kararlılığına katkıda bulunmak istemiştir. Bu amaçla yılın ilk üç ayı, ikinci üç ayı ve son altı ayı için farklı parasal program açıklamıştır. Diğer programlardan farklı olarak hedeflenen değişken sadece rezerv para olarak değiştirilmiştir.²⁷¹

1998 yılı ilk üç ay için hedeflenen rezerv artışı 1997 Aralık ayına göre %18-20 band aralığında artması ve rezerv para artışı kaynağının dış varlık artışı olması amaçlanmıştır. Aynı şekilde ikinci üç aylık programda rezerv para arzı artışı % 14-16 band aralığında öngörülerek ilk üç aylık artışın altında hedeflenmiştir. Yine rezerv para artışı dış varlık artışına bağlanmıştır. Ayrıca yılın ilk altı ayı için enflasyon öngörüsünü %70 olarak öngörerek para ve kur politikasını bu tahminle uyumlu rezerv artışını hedeflediğini duyurmuştur. Yılın ilk altı ayındaki gerçekleştirmeler ise ilk çeyrekteki rezerv para arzı artışı %17.3, ikinci çeyrekte ise %13.1 oranında artarak alt sınırın altında kalmıştır. Böylelikle para programı üç aylıktan altı aylığa çıkarılmıştır.²⁷²

²⁷⁰ Binay Şükrü, Kürşat Kunter, “ Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği**, No:9803, Aralık 1998

²⁷¹ TCMB **Yıllık Rapor 1998**, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/>

²⁷² A.g.e.

Haziran ayında “Ekonomik Politikalar Bildirgesi” ile yılsonu enflasyon hedefinin %50, 1999 yılı için %20 ve 2000 yılı için tek haneli rakamlar öngörülmüştür. Temmuz ayında ise IMF ile imzalanan “Yakın İzleme Anlaşması”, sonrasında yılın son altı ayı için parasal program ilan edilmiştir. Söz konusu programda rezerv para artışı hedefi değiştirilerek, hedef analitik bilançodaki Net İç Varlıklar kalemi olmuştur. Böylelikle yılsonuna kadar net iç varlıklar -1514 trilyon Türk lirası olarak hedeflenmiştir. Ancak Ağustos ayında yaşanan Rusya Krizi sonrasında Hazinesin uluslar arası piyasalardan borçlanmaması sonucu iç piyasalara yönelmesi Türk lirası talep artışını beraberinde getirmiştir. Daha sonra yılsonunda -1514 trilyon Türk lirası olan hedef 700 milyon Türk lirası olarak revize edilse de gerçekleşme 579.4 milyon TL olarak hedefin altında kalmıştır.²⁷³

1999 yılı para politikası 1998 yılına benzer şekilde enflasyonun kontrol altına alınması ve mali piyasalarda istikrarın sağlanması hedefine yönelik olmuştur. Rusya krizinin etkisi ile ülkeden sermaye kaçışlarının artması üzerine 1998 yılındaki hazinenin yurt içi kaynaklara yönelme eğilimi devam etmiştir. Bu durum ise nominal ve reel faizlerin daha fazla artmasına neden olarak ülke genelindeki belirsizliğin artmasına sebebiyet vermiştir. Böyle bir durumda yeni bir istikrar programının yürütülmesi gerekli kılınmıştır. Parasal programın dışında döviz kuruna dayalı istikrar programı hazırlanmıştır.

3.2.5. 1999-2001 DÖNEMİ KURA DAYALI İSTİKRAR PROGRAMI

Türkiye’de döviz kuruna dayalı ilk istikrar politikası uygulaması 5 Nisan 1994 Yarı Heterodoks İstikrar Programı’dır. Yüksek oranlı bir devalüasyondan sonra kur artışı, fiyat artışının altında olacak şekilde kontrol edilmeye çalışılmıştır. Bu nedenle, 5 Nisan İstikrar Programı kura dayalı istikrar programına benzer özellikler taşımaktadır. İkinci önemli uygulama ise, Ocak 2000 Enflasyonu Düşürme Programı’dır. Bu programda döviz kurunun alacağı değerler tablita çerçevesinde belirlenmiştir. Yüksek, yapışkan enflasyonla mücadele amacıyla uygulanan tablita

²⁷³ A.g.e.,

sisteminin en önemli parçası, döviz kurlarına ilişkin geleceğe yönelik önceden yapılan açıklamalardır. Önceden açıklanan döviz kurları, ekonomik süreci birçok kanal aracılığıyla etkileyebilecektir.²⁷⁴

Türkiye’ de uygulanan kura dayalı her iki istikrar programı da enflasyonda kalıcı bir düşüşe neden olmamıştır. Bunun da ötesinde ikinci uygulama esnasında oluşan kriz nedeni ile politika terk edilmek zorunda kalınmıştır. Bu gelişmeler sonrasında sabit kur sistemi terk edilerek kurlar dalgalanmaya bırakılmış enflasyonu düşürmek için yeni bir politikaya yönelme ihtiyacı oluşmuş ve yeniden parasal hedefleme politikası benimsenmiştir. Bu politikada para tabanı tavan değerleri performans kriteri, Net İç Varlıklara ilişkin tavan değeri de gösterge hedef olarak belirlenmiştir. Diğer bir performans kriteri ise Net Uluslar arası Rezervler kaleminin dönemler itibarıyla belli bir alt sınırın aşağısına inmeyeceği taahhüdüdür. Buna dayanarak para programında nominal çapa olarak belirlenen Para Tabanının 2001 yılında %52.5 yıl sonu enflasyon hedefi ile tutarlı olarak %25.8 artması öngörülmüştür. Böylelikle ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin etkilenmesi amaçlanırken parasal genişlemenin makroekonomik hedeflerle tutarlı olacağı da taahhüt edilmiştir.²⁷⁵

3.2.5.1 2000 ENFLASYONU DÜŞÜRME PROGRAMI

“1990’lı yıllar bir önceki 10 yıllık dönem içerisinde hayata geçirilen ekonomik kurumların gelişme gösterdiği bir dönem olmuşsa da ülke ekonomisi yüksek kronik enflasyonun ve dengesiz büyümenin etkisinde kalmıştır. Büyük bütçe açıkları verilmiş ve bütçe finansmanında yüksek reel faizle birlikte her geçen gün daha çok kullanılmaya başlanan iç borçlanma sonucunda iç borç yükü sürdürülemez bir boyuta ulaşmıştır. Finansal serbestleşmenin olduğu ve kamu finansmanı disiplininin ortadan kalktığı bir ortamda tarımsal desteklemeler ve diğer popülist rant dağıtım mekanizmaları için gerek bütçeden, gerekse kamu bankaları

²⁷⁴ Oğuz Yıldırım, “ Kura Dayalı İstikrar Politikası”, **Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü**, Nisan 2003, s. 80-81

²⁷⁵ TCMB Para Politikası Raporu , Nisan 2002, s. 1-2

aracılığıyla sağlanan imkanlar sonucunda hem kamu bankalarının ve genel olarak finans sektörünün mali yapısı bozulmuş, hem de devletin borçlanma gereği üzerinde büyük bir baskı oluşmuştur. Yine bu dönemler boyunca devletin özelleştirmeler başta olmak üzere ekonomiden elini çekmesi bir söylem olarak çok vurgulanmıştır. Buna rağmen, devletin kaynak tahsis mekanizmaları üzerinde etkinliği sürmüştür ve bunun açık - saydam olmayan kurallar ile yönetilmesi, başta mali sektör olmak üzere ekonominin öteki sektörlerindeki yapısal bozuklukların derinleşmesine yol açmıştır. Sonuçta bu gelişmeler, mali piyasaların da istikrarını bozmuş ve inişli - çıkışlı bir büyüme trendi içine girilmiştir. Pozitif büyüme gerçekleşen yıllarda büyüme oranlarının yüzde 7-8 seviyesinde olmasının yanı sıra Türkiye ekonomisi 1990-2000 yılları arasında İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Cumhuriyet tarihinin en ciddi iki ekonomik daralmasını yaşamıştır. İlk büyük finansal kriz olarak adlandırılabilir olan 1994 krizi nedeniyle aynı yıl içerisinde ekonomi yüzde 6,1 oranında küçülürken, 1998 yılındaki Rusya Krizinin etkileri ve ülkemizi hem maddi hem de manevi açıdan büyük bir üzüntüye boğan 1999 yılındaki deprem felaketleri nedeni ile ekonomi 1999 yılı içerisinde aynı şekilde yüzde 6,1 oranında daralmıştır.”²⁷⁶

Enflasyonu düşürmek ve sürdürülebilir bir büyüme oranı sağlamak amacıyla 30 yıldır kronik enflasyonla mücadele eden ve sonuç alamayan Türkiye IMF ile 17. stand_by anlaşmasını imzalamış ve anlaşmanın üç yıl sürdürülmesi üzerinde IMF ile birlikte mutabık olmuştur. Anlaşma, tüketici enflasyonunu 2000 yılı sonunda %25'e, 2001 sonunda %12'ye, ve 2002 sonunda tek haneye indirerek %7'e düşürmeyi amaçlıyordu.

IMF ile imzalanan programın üç temel ayağı mevcuttur ²⁷⁷ :

1. Bütçe ve bütçe dışındaki kamu kesiminde mali disiplinin sağlanması, sıkı bir maliye politikası ile faiz dışı fazlanın arttırılması, başta özelleştirme olmak üzere yapısal dönüşümlerin gerçekleştirilmesi

²⁷⁶“ Güçlü Ekonomiye Geçiş Sürecinde Temel Yapısal Reform Konuları” Çevrimiçi
(http://www.hazine.gov.tr/genel_degerlendirme.htm)

²⁷⁷ Gazi Erçel, “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması”,9 Aralık 1999, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/>

2. Enflasyon hedefine yönelik gelirler politikası
3. Bu unsurların enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yapacağı katkıyı desteklemek ve ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikası uygulanması.

Program süresince, döviz kuru çapa olarak belirlenmiş ve sürünen sabit kur uygulamasına geçilmiştir. İki farklı döneme ayrılan döviz kuru uygulaması, 2000 Ocak- 2001 Haziran dönemini kapsayan ilk 18 aylık sürede, “enflasyon hedefine yönelik kur sepeti”, takip eden dönemde ise “kademeli olarak genişleyen band” çerçevesinde yürütülmesi amaçlanmıştır. Birinci dönemde 1 ABD Doları+ 0,77 Euro’ luk bir sepet oluşturulmuş ve 2000 yılında %20’lik bir değer kaybı hedeflenmişti. Programın ikinci 18 aylık dönemi kapsayan, Temmuz 2001 – Aralık 2002 döneminde ise “band” uygulamasına geçilecek söz konusu aralığın toplam genişliği aşamalı olarak artırılması planlanmıştır. Buna göre, 1 Temmuz 2001’den 31 Aralık 2001’e kadar kademeli olarak yüzde 7,5’e, 30 Haziran 2002’ye kadar yüzde 15’eve 31 Aralık 2002’ye kadar yüzde 22,5’e yükseltilecekti. “Band” uygulamasında, kurun “band”ın içindeki hareketlerine Merkez Bankası’nın müdahalesi olmayacaktı.

Para politikasında net iç varlıklara 1998 yakın izleme anlaşmasında getirilen tavan uygulaması devam ederken net dış varlık tanımında bir değişiklik yapılarak banka döviz mevduatları çıkarılmıştır. Parasal taban genişlemesi hazine ve bankaların merkez bankasına döviz satışı ile oluşacak rezerv artışına bağlanmıştır. Mevduat munzam karşılık oranları %8 ‘den %6 ya düşürülmüş aradaki %2 oranındaki farkı ise bankalara dispoñibilite olarak haftalık ortalamalar bazında tutturabilme kolaylığı getirilmiştir.

3.2.5.2. KASIM 2000 LİKİDİTE KRİZİ

2000 yılı “Enflasyonu Düşürme Programı“ çerçevesinde belirlenen para politikası, 2000 yılı Kasım ayına kadar olan dönemde kur sepetinin önceden açıklanan hedef değerleriyle uyumlu olarak Merkez Bankası bilanço kalemleri üzerine sınırlar getiren kurallara dayalı şekilde yürütülmüştür. Ancak, hızla genişleyen cari işlemler açığı ile (Tablo 13) 2000 yılının ikinci yarısında yapısal reformların hayata geçirilmesinde meydana gelen gecikmeler ve özelleştirme hedeflerinden sapma yaşanması iç ve dış piyasalarda tedirginlik yaratmıştır. Merkez Bankası’nın likidite yaratmasının dış sermaye girişlerine bağlanmış olduğu para politikası çerçevesinde, tedirginlik nedeniyle azalan sermaye girişi para piyasasındaki faiz oranlarının yükselmesine yol açmıştır. Yükselen faiz oranları, bilançolarında vade uyumsuzluğu olan bazı bankaların mali yapılarını bozmuş ve bankacılık sisteminde bir güvensizlik sorunu baş göstermiştir. Mali sistemin giderek artan likidite ihtiyacı finansal krize dönüşmüş ve Merkez Bankası piyasaya sağladığı fon miktarını artırmak zorunda kalmıştır. Söz konusu durum Merkez Bankası bilanço büyüklükleri için belirlenen hedeflerden sapmayı beraberinde getirmiştir. 2000 yılı Aralık ayı başında Uluslararası Para Fonu tarafından sağlanan Ek Rezerv Kolaylığı, kısa vadeli sermaye girişleri ve uygulanan programı güçlendirici ek yapısal ve mali önlemlerle beraber faiz oranlarında bir miktar gerileme görülmüş ve finansal piyasalarda kısmi bir rahatlama gözlenmiştir. 2000 yılı sonunda, 2001 yılında da mevcut para politikası genel ilkelerinin sürdürüleceği, ancak net iç varlıklar ve net uluslararası rezervler için yeni hedefler belirlendiği açıklanmıştır. Kriz ortamının kısmen atlatılmış olmasına karşın hızla yükselmiş olan risk primi nedeniyle yerli ve yabancı fonların vadeleri kısalmış, faiz oranları ise açıklanan döviz kuru sepeti artışına göre yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmiştir.²⁷⁸

²⁷⁸ TCMB, 2001 Yıllık Rapor s. 13 www.tcmb.gov.tr.

Tablo. 13. 1999- 2004 Ödemeler Dengesi (Milyon Dolar)

	1999	2000	2000-I	2000-II	2000-III	2000-IV
Cari İşlemler	-1.360	-9.765	-2.282	-3.265	-1.194	-3.024
İhracat (FOB)	26.587	27.324	6.692	7.097	6.678	6.857
Bavul Ticareti	2.255	2.944	637	650	784	873
İthalat(CIF)	40.687	53.983	11.325	14.149	13.972	14.537
Dış Ticaret Dengesi	-10.443	-22.341	-3.794	-5.983	-6.253	-6.311
Diğer Mal ve Hizmet Gelirleri	18.748	22.320	4.020	5.432	7.245	5.623
Turizm Gelirleri	5.203	7.636	735	1.833	3.317	1.751
Diğ.Öz.Res.Hiz.Gel	7.118	7.861	1.706	2.019	2.086	2.050
Karşılıksız Transferler	5.175	5.225	1.201	1.353	1.250	1.421
İşçi Gelirleri	4.576	4.603	1.086	1.169	1.132	1.287
Sermaye H.(Rezerv Hariç)	4.670	9.445	3.435	4.535	2.966	-1.491
Net Hata ve Noksan	1.896	-2.677	-598	129	-1.329	-879
Rezervler	-5.206	2.997	-555	-1.399	-443	5.394
Resmi Rezerv(Değişim)	-5.614	-354	-517	-1.653	-726	2542

Kaynak: TCMB, 2000 Yıllık Rapor s. 45

Enflasyonu Düşürme Programı açıklanmasının yarattığı olumlu etkiler sonucunda 1999 yılında ortalama % 106'ya ulaşmış olan Hazine iç borçlanma yıllık bileşik faiz oranı Ocak 2000'de % 37'ye; interbank piyasası gecelik faiz oranı ortalaması ise Aralık 1999'da ulaşmış olduğu % 66.6'dan yüzde 34.1'e düştü. Yüzde 106'luk bir ortalama dan yüzde 36.4'lük bir ortalama ya, ilk aydan itibaren geçilmiş olması, enflasyonla mücadelede gerçekten de önemli sorunlar yarattı. Ertelenmiş tüketim istekleri hızla devreye girdi. Bankaların düşük faizlerle önerdikleri bireysel kredilerin

de desteğiyle tasarruflar tüketime kaymağa başladı. Sonuçta talep canlı kaldığı için enflasyondaki düşüş beklenen hızda olmadı.²⁷⁹

Bankalar Ekim ayının sonlarına doğru yılsonu hesapları ve bilanço görünümü nedeniyle açık pozisyonlarını azaltmaya yöneldiler. Bu, likiditeye olan gereksinimi ve dolayısıyla faiz oranlarını bir miktar arttırdı. Bu gelişme bilinen bir durumdu. Çünkü bankalar her yıl aynı işlemi yapmaktadırlar. Aynı dönemde bankacılık kesimine yönelik yeni düzenlemeler birden hız kazanmaya başladı. Bu yeni gelişme, bankaları, açık pozisyonlarını kapatma yolunda çok daha hızlı ve ani davranışlar içine soktu. Bu durumda bankalar döviz alabilmek için likiditelerini daha fazla arttırmaya yöneldiler. Daha fazla likidite talebi ise doğal olarak faizlerin çok daha hızlı olarak yukarı hareketlenmesi sonucunu getirdi.²⁸⁰

Programla birlikte uygulanan para ve kur politikaları bankaların dışardan borçlanmalarına hız kazandırırken kredi hacimlerinde de artışa yol açmıştır. Bankaların yurtdışından aldıkları kredilerin kısa vadeli olması kriz riskini arttıran faktör olmuştur. Uygulanan para ve kur politikaları ve hükümetin örtük ve açık garantileri bankacılık sistemini bu tür politikalara teşvik etmiştir.²⁸¹

Tablo. 14. Vadeye Göre Dış Borç Dağılımı ve Dış Borç/ GSMH

	Dış Borç(Milyon \$)			
	Toplam	Orta ve Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Dış Borç/ GSMH
1980	15,734	13,229	2,505	22,35
1981	16,627	14,448	2,179	25
1982	17,858	16,094	1,764	26,79
1983	18,814	16,533	2,281	29,53
1984	20,823	17,643	3,18	34,05
1985	25,66	20,901	4,759	37,43
1986	32,206	25,857	6,349	41,43
1987	40,326	32,703	7,623	46,21
1988	40,722	34,305	6,417	45,11

²⁷⁹ Mağfi Eğilmez, “ Kasım 2000 Krizi Üzerine 1”, Köşe Yazıları ve Makaleler (Çevrimiçi) http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose_1.htm

²⁸⁰ a.g.e.

²⁸¹ Aydan Kansu, “Türkiye’ de 1994 ve 2001 Krizleri”, Derin Yayınevi, İstanbul, 2004, s. 176

1989	41,751	36,006	5,745	38,45
1990	49,035	39,535	9,5	32,18
1991	50,489	41,372	9,117	33,23
1992	55,592	42,932	12,66	34,63
1993	67,356	48,823	18,533	37,22
1994	65,601	54,291	11,31	50,26
1995	73,278	57,577	15,701	42,67
1996	79,222	62,15	17,072	43,24
1997	84,236	66,545	17,691	43,87
1998	96,411	75,637	20,774	47,26
1999	102,979	80,058	22,921	55,28
Tabloya Devam				
2000	118,691	90,39	28,301	59,26
2001	113,818	97,415	16,403	78,57

Kaynak: Hülya Ardıç, “1994 ve 2001 Krizlerinin Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi”, Aralık 2004, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara, s.173

Kasım 2000 krizi Demirbank gibi orta büyüklüktesini bankaların yüksek düzeyde kaldıraç pozisyonu almaları ile başlamıştır. Sabit kur garantisi ise yurt dışından borçlanan bu bankalar iç borçlanma senetleri olarak portföylerinde tutmaya başlamışlardır. Ancak Demirbank’ın elinde tuttuğu borç senedi miktarı çok riskli düzeydeydi. Kasım ayında başlayan likidite talebi Demirbank’ı zora sokmuştu. Nitekim, Merkez Bankası Net İç Varlıklarını sınırlı tutmakla IMF’e yükümlü olduğu için Demirbank’ın bu ihtiyacını karşılamamıştı. Bu durumda Demirbank elindeki devlet iç borç senetlerini satışa geçirerek borç senetlerinin fiyatı düşmesine faiz oranlarının ise tırmanmasına neden olmuştu. Faizlerdeki artış yabancı yatırımcıları endişendirdiği için bu yatırımcıların dövize olan taleplerini arttırarak piyasadan çıkışına neden olmuştur.

Oluşan panik sonucunda diğer bankalar sadece Demirbank’a değil birbirlerine açtıkları limitleri de iptal etmeye başlamışlar döviz çıkışı artmış böylelikle gecelik repo faizi % 1275 seviyesine kadar yükselmiştir.

Tablo: 15. Repo Piyasası Gecelik Faizler

Tarih	Repo Piyasasında Gecelik Faiz
1 KASIM	44.4

10 KASIM	29.7
15 KASIM	91.8
22 KASIM	153.4
28 KASIM	199.5
1 ARALIK	727
4 ARALIK	1275,20
15 ARALIK	63

Kaynak: Mağfi Eğilmez Kasım 2000 Krizi Üzerine 1”, Köşe Yazıları ve Makaleler (Çevrimiçi) http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose_1.htm

İç ve dış piyasalarda başlayan tedirginlik ve programın gereği olarak uygulanan para ve kur politikaları merkez bankasının likidite yaratmasını dış sermayeye bağladığından azalan sermaye girişiyle birlikte para piyasasındaki faiz oranları yükselmeye başlamıştır. Bankaların bilançolarındaki vade uyumsuzluğu ve faiz oranlarının yarattığı olumsuz etkiyle birlikte bankaların mali yapıları bozulmuştur. Bankacılık sisteminde başlayan güvensizlikle birlikte mali sistemdeki likidite ihtiyacı krize dönüşmüştür. Merkez bankası piyasaya fon aktarmak zorunda kalmış ve böylece merkez bankası programda belirtilen hedeften sapmıştır. 2000 Aralık ayı başında IMF’den sağlanan ek rezerv kolaylığı ve kısa vadeli sermaye girişleriyle birlikte programı güçlendirici ek önlemler alınmıştır.²⁸²

Böylelikle Merkez Bankası programın gereği dışına çıkmıştır. Nitekim, Net Dış Varlıklar kaleminin artması ile parasal tabanın artabileceği mümkünken 2000 Kasım ayında ortaya çıkan likidite krizini aşabilmek için bir yandan Net Dış Varlıklarda azalma görülürken diğer yandan parasal taban genişlemiştir.

TCMB, 200 Kasım ayında döviz hedef alan spekülasyon saldırıyı çok yüksek faiz ile, önemli döviz rezerv kayıpları ile 7,5 milyar Dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiştir. IMF kredisi ek rezerv olanığı biçiminde verilmiştir. Vadesi oldukça kısa maliyeti de yüksektir. Sonuç olarak TCMB ilan edilen döviz kuru çizelgesini çok yüksek bir maliyetle savunabilmiştir. Ancak daha sonra oluşabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücü büyük ölçüde azalmıştır.²⁸³

²⁸² Aydan Kansu a.g.e. s. 186

²⁸³ Ercan Uygur, ”Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, **Türkiye Ekonomik Kurumu Tartışma Metni**, No: 2001/1, 7 Nisan 2001, Ankara, s. 9 (Çevrimiçi)

Tablo. 16 TCMB'nin Haftalık Döviz Rezervi Düzeyi I

2000 Kasım Krizi	Brüt Döviz Rezervi
06.10.2000	24.53
13.10.2000	24.839
20.10.2000	24.239
27.10.2000	23.249
03.11.2000	24.256
10.11.2000	23.583
17.11.2000	24.433
24.11.2000	21.583
01.12.2000	18.942
08.12.2000	19.624
15.12.2000	19.823
22.12.2000	18.934
29.12.2000	19.635

Kaynak: Ercan Uygur, "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", **Türkiye Ekonomik Kurumu Tartışma Metni**, No: 2001/1, 7 Nisan 2001, Ankara, <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/krizdenkrize.pdf#search=%22krizden%20krize%20t%C3%BCrkiye%22>

3.2.5.3. ŞUBAT 2001 KRİZİ

Ocak ayı süresince merkez bankasının ilk belirlenen hedefin de üzerinde piyasaya likidite vermesiyle faizler yeniden düşme eğilimine girmişti. Ancak Kasım ayında yaşanan kriz karşısında kuru savunmak kendisini daha sonra gerçekleşebilecek bir spekülâtif atağa karşı savunmasız bırakmıştı.

<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/krizdenkrize.pdf#search=%22krizden%20krize%20t%C3%BCrkiye%22>

2000 Aralık ayında istikrar programının ilk yılının bitimine bir ay kala hükümet bankacılık sektöründe yaşanan olumsuzlukların yanında özelleştirme alanında da IMF' e sunduğu tahaahütleri yerine getirememiştir. Türk Telekomu, Türk Hava Yolları gibi özelleştirmelerde yaşadığı sorunlarla birlikte bankacılık sektöründeki düzenlemelerin gecikmesi hükümetin yüzleştiği sorunlardı.

Döviz kuruna dayalı istikrar programı Merkez Bankasının ve hükümetin ortak destek verdiği piyasasında güvenini alan bir program olarak başlamıştı. Ancak ekonominin güven üzerine kurulu olduğu gerçeğinin altında 19 Şubat 2001 tarihli Milli Güvenlik Kurulu Toplantısında Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasında yaşanan anayasa fırlatma olayının Başbakanın bizzat ağzından kriz olarak açıklanması programın sürdürülebileceğine olan güveni ortadan kaldırmıştır.

19 Şubat ardından yabancı yatırımcılar piyasadan çıkmaya çalışırken bankalarda olası olumsuz gelişmelere karşı kendilerini korumak için döviz alımına yöneldiler. 20 Şubatta Merkez Bankası 7,5 milyar dolar piyasaya satarken Türk Lirası üzerinden likidite vermemesi üzerine bankalar 21 Şubat itvası ile likidite bularak merkez bankasından döviz satın almayı başardı. Faiz oranları tekrar %1000'leri gördü. Merkez Bankası'nın net iç varlıklar hedefinden taviz vermemesi krizin derinleşmesine yol açtı. 22 Şubat günü döviz kuru çapası sona erdi ve kur dalgalanmaya bırakılarak 1 ABD Doları 685,000TL 'dan 1,000,000'nun üzerine çıktı.²⁸⁴

Tablo. 17 Merkez Bankası Haftalık Rezerv Düzeyi II

2001 Şubat Krizi	Brüt Döviz Rezervleri
05.01.2001	25,097
12.01.2001	26,593
19.01.2001	26,143
26.01.2001	25,691

²⁸⁴ Ercan Kumcu, "Türkiye Nerede Yanlış Yaptı? İki Krizin Ardından Değerlendirme",Görüş Dergisi, Tüsiad Yayınları,Mayıs 2001,s.29- 30

02.02.2001	25,928
09.02.2001	26,565
16.02.2001	27,943
23.02.2001	22,581
02.03.2001	21,521
09.03.2001	21,529
16.03.2001	20,060
23.03.2001	19,170
30.03.2001	18,445

Kaynak: Ercan Uygur, "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", Türkiye Ekonomik Kurumu Tartışma Metni No: 2001/1, 7 Nisan 2001, Ankara, s.8

1994 krizinde olduğu gibi 2001 krizinde de tetikleyici unsur cari açığın varlığı, TL'nin aşırı değerlenmesi, tüketime yönelik ithalat patlaması ve kısa vadeli sermaye akımlarında artış yaşanmasıdır. Ayrıca 2000 yılında istikrar programına geçmeden önce kırılğan bankacılık sektörünün bu program ile birlikte kırılğanlığının artmasıdır.²⁸⁵

Kamu açıklarının bu duruma gelmesinin ardında yatan nedenler; etkin bir vergi sisteminin olmayışı, kamunun harcama disiplininin yetersiz oluşu, kayıtdışı ekonominin büyüklüğü, ekonominin hemen her kesiminde sermaye birikiminin ve verimliliğinin düşük olması, KİT'lerin sosyal güvenlik kuruluşlarının, kamusal fonların ve yerel yönetimlerin finansman açıkları gibi ekonominin yapısal sorunlarıdır.²⁸⁶

1980 sonrasında kamu kesiminin ekonomik ağırlığının azaltılması düşüncesi "yeni" kamu ekonomik kesimi yaratma olgusunu doğurmuştur. Bu yaklaşım çerçevesinde çeşitli kurumsal düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Özellikle 1980'li yılların ortalarından itibaren gerçekleştirilmeye başlanan bu kurumsal düzenlemeler: Merkezi yönetim birikimleri ve yerel yönetimlerin yeniden düzenlenmesi, bütçe dışı fonların ve parasal olanaklarının hızla arttırılması ve ekonominin özellikle bankacılık, sanayi ve ulaştırma sektörlerinin önemli öğelerini oluşturan Kamu İktisadi Teşebbüslerinin özelleştirme sürecine girmesidir.²⁸⁷

²⁸⁵ Hülya Ardıç, a.g.e. s.

²⁸⁶ a.g.e. s. 113

²⁸⁷ a.g.e

1980-1988 yılları arasında ihracata dayalı büyüme modeli uygulanmaya çalışılmıştır. Uluslar arası piyasalarda rekabet avantajı elde etmek için yurt içinde gelirler politikası uygulanarak ücretler baskı altına alınıp enflasyonda önlenmeye çalışılıyordu. 1989 yılındaki işçi eylemleri ile artan tepkiler nedeniyle kamu sektörü işçilerine verilen %42 zam oranının KİT'lerde yarattığı maliyet etkisi KİT'leri mali krize sürükleyen etkenlerden biri oldu. İkinci etken ise Özal hükümetlerinin bu KİT'lere dönük hazine desteğini çekerek bu sektörün büyüme ve modernleşme çabası içinde olan öğelerini hızla iç ve dış borçlanmaya yönlendirmesi oldu.²⁸⁸

Genellikle spekülasyon amaçlı olan aşırı sermaye girişi sonucu gelişmekte olan ülkelerde kamu borçlanma oranı yükselmekte, kamu kesimi gelirlerinin önemli bir bölümü faiz ödemelerine ayrılmak durumunda kalmaktadır. Nitekim, 1990'lı yıllarda Türkiye'de de durum aynı şekilde gerçekleşmiş ve kamu kesimi borçlanma gereğinde artışa paralel olarak kamu kesimi giderleri içerisinde faiz ödemeleri git gide ağırlığını hissettirmiştir. Ayrıca aşırı borçlanma giderek daha yüksek faizden borçlanmaya yol açmış, devlet bilançosunun ponzi finansman yapısına dönüşmesine neden olmuş ve bu durum kamu dengesine ulaşmada önemli engel oluşturmuştur.

Tablo 18. Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (Cari Fiyatlarla Milyar TL)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
TOPLAM KAMU	12.283	29.429	64.469	116.68	239.793	306.937
KONSOLİDE BÜTÇE FAİZ ÖD.	8.26	13.966	24.073	40.298	116.47	298.285
TOPLAM KAMU (FAİZ DIŞI)	4.023	15.463	40.396	76.382	123.323	8.652
KONSOLİDE BÜTÇE	7.673	11.955	33.516	47.434	133.857	152.18
-FAİZ DIŞI KONSOLİDE BÜTÇE	-588	-2.011	9.443	7.136	17.387	-146.105
KİT	4.42	15.117	19.943	36.313	48.925	54.87
İŞLETMECİ	4.505	15.801	21.201	41.541	55.261	47.254
TASARRUFCU	-85	-684	-1.258	-5.228	-6.336	7.615
MAHALLİ İDARELER	475	160	1.731	8.676	14.355	15.867
DÖNER SERMAYELİ KURULUŞLAR	-33	-68	76	78	86	261

²⁸⁸ Korkut Boratav, "Türkiye İktisat Tarihi 1908-2002", İmge Kitapevi, 2004, İstanbul, s. 176-177

SOSYAL GÜVENLİK KURULUŞLARI	-841	-1.086	875	2.603	11.536	22.569
FONLAR	899	2.424	5.945	13.876	16.984	35.049
ÖZELLEŞTİRME KAP. KUR.	-310	927	2.383	7.701	14.049	26.142

Kaynak: DPT, Sosyal ve Ekonomik Göstergeler 1950- 1995

Tablo 18’de 1989 -1994 yılları arasında faiz ödemeleri için gereken borç miktarını görebilmekteyiz. Bütçe içersinde her sene faiz ödemeleri için ihtiyaç duyulan servis miktarı git gide artmaktadır.1989 yılında toplam KKBG’nin % 75’inin faiz ödemesi için gerekli olduğunu görürken sonraki yıllarda oransal olarak düşürülmesine karşın mutlak olarak sürekli artış göstermiştir. Kamu İktisadi Teşebbüslerin Fonların ve Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının ne denli kötü durumda olduğu görülmektedir.

1994 krizinin nedenleri 1991- 1993 döneminde açık veren kamu bütçesinin finansmanı için gerekli tahvil ve bono satışının yapılamamasıdır. Hükümetin faiz oranını düşük düzeyde belirlemesi gerekli finansmanın sağlanmasını engellemiştir. Kamu kağıtları ile ilgili diğer bir yanlış uygulama ise ellerinde kamu kağıdı bulunanların elde ettikleri kazançlara vergi konmasıdır. Tahvil ve bonodan finansman sağlanaması sonucunda bütçe açıklarının finansmanının çok yüksek düzeyde ve çok kısa zamanda merkez bankasından sağlanmıştır. Bütçe açıklarını finanse etmek için hazinenin merkez bankasından kısa vadeli avansını kullanması kriz sürecini başlatmıştır.²⁸⁹

Piyasada Hazine ihalelerinin iptalları ile oldukça yüksek seviyede likidite oluştu. IMKB de çok sığ olduğundan bu likiditenin yönelebileceği tek alan olarak döviz kalmıştı. Likidite fazlasının döviz piyasasına yönelmesi, döviz kurlarında hızlı artışa neden oldu. Faiz oranlarının yüksekliğini gerekçe göstererek hükümetin MB’nin açık piyasa işlemleri yapmasını engellemesi de likidite fazlasının piyasadan emilememesine yol açtı. Merkez Bankası’nın yükselen döviz talebini kesebilmek için elinde tek araç olarak döviz satımı kalmıştı. 1994 krizini tetikleyen unsur, 14 Ocak’ta

²⁸⁹ Aydan Kansu a.g.e. s154- 155

Standard & Poor's ve Moody's adlı derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin notunu düşürmeleri oldu. Bu dönemde yabancı para açık pozisyonlarını oldukça açmış bulunan bankalar, yurtdışı borçlanma imkanlarının daralacağından korkarak ellerindeki likiditeyi dövize dönüştürmeye başladılar. Merkez Bankası, elinde kalan tek silah olan döviz satımı ile bankaların taleplerini karşılamaya çalıştı. Döviz talebinin düşmemesi üzerine 26 Ocak 1994'de yüzde 13,6 oranında bir devalüasyon yapıldı. Bu şekilde MB ABD doları kuru 17.250 TL olarak açıklandı. Bu da dövize olan talebi engelleyemedi. Kriz sırasında dönemin Başbakanı'nın talimatıyla kamu bankaları bile döviz satmak zorunda bırakıldı. Merkez Bankası'nın kullanılabilir döviz rezervleri giderek en alt seviyeye inmeye başlamıştı²⁹⁰

Hükümet faiz oranlarını düşürerek iç borç yükünü hafifletmek isterken Merkez Bankası kaynaklarından yararlanarak ülkeyi krize sürüklemiştir. 1994 krizinin nedeni olarak kamu borçlanma ihtiyacının karşılanmasında kullanılacak borçlanma ve monetizasyon yönteminin sonuçlarının derinlemesine analiz edilmemesi yatmaktadır. Diğer bir deyişle hükümetin almış olduğu kararın ülke adına yanlış karar olması ekonomiyi krize sürüklemiştir. Faiz oranlarının düşük tutulması sermaye hareketlerinin sınırsız olduğu durumda dövize olan talebin artmasına ve ülke dışına sermaye kaçışına neden olacağı göz ardı edilmiştir.

Tablo 19. Türkiye'de Sermaye Akımları: 1982-1994(Milyon Dolar)

Yıllar	Kısa Vadeli Sermaye	Toplam Sermaye(Net)
1982	98	280
1983	798	883
1984	-652	73
1985	1479	1065
1986	812	2124
1987	50	1891
1988	-2281	-958
1989	-584	780

²⁹⁰ "Türkiye'de Bankacılık ve Finans Krizleri 1929'dan 2001'e" (çevrimiçi)
<http://www.aso.org.tr/html/TUR/asomedyamart2001-ft.html#dosya>

1990	3000	4037
1991	-3020	-2397
1992	1396	3648
1993	3054	8963
1994	-5127	-4194

Kaynak: Gülten Kazgan, “Tanzimattan Günümüze Türkiye Ekonomisi”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 3.baskı,Mart 2006, s.168

Sonuç olarak 1994 Krizi uluslar arası sıcak paranın yol açtığı bir krizdir. Yukarıda açıklanan olumsuzlukların yaşanması makroekonomik verilerin tehlike arz etmesine hükümetin yanlış politika izlemesi de eklenince 1989 sonrası gelen ve sıcak para olarak tabir edilen sermaye gelişinden daha seri bir hareketle ülkeyi terk etmiş tablo 19’ da gösterildiği gibi 1994 yılında 5,127 milyon Dolar ülkeden çıkış göstererek ödemeler dengesi krizini ortaya çıkarmıştır.

İstikrar programının açıklanması sonrasında faiz oranında düşüş yaşanması gereken yerde faizlerin artması belirsizlik ve risk ortamının devam ettiğini göstermiş, enflasyon beklentisi artış kaydetmiş ve döviz kurlardaki dalgalanma devam etmiştir. Paraya olan spekülatif saldırıyı durdurmaya çalışan Merkez Bankası döviz piyasasına yoğun bir şekilde müdahale etmiş rezervlerinin yarısını kaybetmiştir. 1994 yılının ilk çeyreğinde TL Dolar karşısında %70 civarında seyreden gecelik faizler birden bire %70'lere sıçramıştır. Sonuç olarak ekonomi %6 küçülürken enflasyon % 118 artış göstermiştir. (Tablo 20)

Tablo: 20 Enflasyon ve Büyüme

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Enflasyon	43,22	29,58	32,2	68,2	69,43	54,7	58,2	65,53	64,02	118,47	88,01
Büyüme	4,3	6,76	9,81	1,45	1,63	9,37	0,35	6,4	8,14	-6,09	7,95

Kaynak: Hülya Ardıç, “1994 ve 2001 Krizlerinin Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi”, Aralık 2004, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara, s.100

BÖLÜM IV

TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİ

4.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİNİN UYGULANABİLİRLİĞİNE İLİŞKİN ESASLAR

Parasal büyüklüğe ve döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programlarının başarıya ulaşmada arzu edilen neticeleri sağlayamaması sonucu dünyada olduğu gibi Türkiye’de de gözler enflasyon hedeflemesi stratejisine çevrilmiştir. İlk kez Yeni Zelanda’ın 1990 yılında bu politikayı takip etmesinden 15 yıl sonra, Türkiye’deki enflasyon ataletinin söz konusu politika ile kırılıp kırılmayacağı ve başarılı bir şekilde politikanın uygulanıp uygulanamayacağı şüphesiz belli bir takım önkoşulların eksiksiz yerine getirilmesinden geçmektedir. Çalışmanın bu kısmında, açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmeden önce Türkiye’nin önkoşulları ne derece yerine getirdiğini incelemeye çalışacağız.

4.1.1. FİYAT İSTİKRARININ ÖNCELİKLİ AMAÇ OLMASI

Fiyat istikrarının öncelikli amaç olması enflasyon hedeflemesi stratejisinde ön koşullarından birini oluşturmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken durum hükümetin veya para otoritesinin açık bir şekilde döviz kuru veya farklı nominal

değişkenleri hedeflemeyi taahhüt etmemesidir. Veya böyle bir taahhüdün var olması durumda fiyat istikrarı taahhüdünün öncelikli sırada yer almasıdır.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler arasında sadece Macaristan ve İsrail döviz kurunu dalgalanmaya bırakmamış kur rejimini sürünen parite olarak uygulanmıştır. Söz konusu ülkeler dışında gerek gelişmiş gerek gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hedefi söz konusu olmamıştır.²⁹¹

Türkiye, Güçlü Ekonomiye Geçiş programı esnasında sabit döviz kuru uygulamış ardından yaşanan döviz krizi sonrasında kur taahhüdünden uzaklaşmış ve kurların dalgalanmasına izin vermiştir. Bunun dışında gerek TCMB gerekse Hazinesin herhangi bir nominal değişken taahhüdü bulunmamaktadır. Böylelikle para politikasının fiyat istikrarı taahhüdünün dışında herhangi bir hedefi bulunmamaktadır. Bunun anlamı enflasyon hedeflemesi politikasının uygulama aşamasında para otoritelerini sıkıntıya düşürecek durumun ortaya çıkma olasılığının ortadan kalkmasıdır. Dolayısıyla Türkiye için bu koşul yerine getirilmiş olmaktadır.

4.1.2. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI

Para politikasının başarıya ulaşması için geçmişe dönük politikaların değil geleceğe yönelik politikaların uygulanma şansı güvenilir bir merkez bankasından geçmektedir. Güvenilir merkez bankası ile anlatılmak istenen ise merkez bankasının açıkladığı politikaları gerçekleştiren bir kurum özelliğine sahip olmasıdır. Bu nedenle merkez bankasının güvenilirliği için bağımsızlık sadece enflasyon hedeflemesinde değil her türlü para politikası için vazgeçilmez bir önkoşuldur.

Bağımsızlık, birinin ya da birilerinin ya da diğer bir ifadeyle başkalarının etkisinden, yönlendirilmesinden ve kontrolünden uzak olmak olarak ifade edilebilir. Bağımsızlığın bu tanımsal anlamı ekonomideki kurum ve kurallar açısından

²⁹¹ Eren Öğretmen, “Enflasyon Hedeflemesi Uygulama Özellikleri”, **TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**, 2004, s. 7

değerlendirildiğinde bağımsızlık siyasetin etkisinden, yönlendirilmesinden ve kontrolünden uzak olmak olarak ortaya konabilir.²⁹²

Merkez bankası bağımsızlığından bahsederken hedef bağımsızlığı ve araç bağımsızlığı kavramları üzerinde durmuş ve politikanın başarısı için araç bağımsızlığının yeterli olduğunu daha önce belirtmiştik.

Uygulamada İsviçre, İsveç, Polanya, Meksika ve Çek Cumhuriyeti dışındaki ülkelerin amaç bağımsızlığı olmadığı buna karşılık araç bağımsızlığına Norveç dışında tüm ülkelerin sahip olduğu görülmektedir. Ancak Norveç’ te de uygulamada tam bir araç bağımsızlığı olduğu bulunmaktadır.

Merkez Bankası bağımsızlığını Türkiye için inceleyecek olursak; 1211 sayılı TCMB Kanunu’ nun bazı maddeleri 25 Nisan 2001 yılında değiştirildiğini görmekteyiz. İlgili kanunun değişen maddeleri arasında yer alan temel görev ve yetkiler başlıklı dördüncü maddesi *“bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Banka fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler”* demektedir.²⁹³

Böylelikle enflasyon hedeflemesi için gerekli ilk şart olan fiyat istikrarı taahhüdü, kanunda yer almakta fiyat istikrarı dışında her hangi bir taahhüt temel görev ve yetkiler bölünmede mevcut bulunmamaktadır. Bu nedenle büyüme ve istihdam amacı ikili hedef kapsamı içinde değil hiyerarşik hedef kapsamı içinde değerlendirilmelidir. Ayrıca banka uygulayacağı para politikasını ve bu politika için

²⁹² Süreyya Serdengeçti, ”Merkez Bankası Bağımsızlığı”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 40, Sayı 477, Aralık 2003, s. 43

²⁹³ TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, Kanun No:465, Madde 1, 1211 Sayılı TCMB Kanunu , Madde 4, (Çevrimiçi)
<http://www.tbb.org.tr/turkce/kanunlar/tcmb/TCMB%20Kanununda%20değişiklik%20yapılmasına%20Dair%204651.pdf>, 30.03.2008

kullanacağı araçları kendi seçebilmekte yani araç bağımsızlığı kanuni olarak güvence altında alınmaktadır.

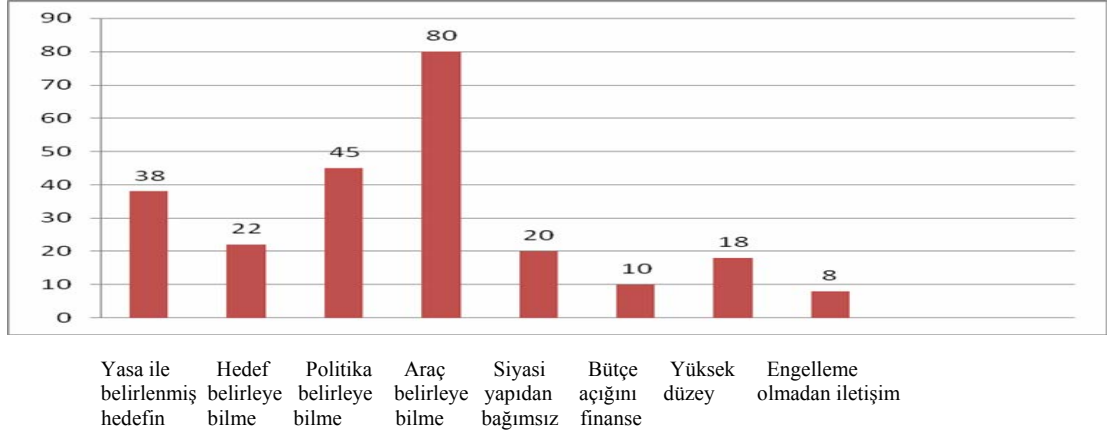
Aynı maddede “banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur. Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir. Banka bu kanun ile kendisine verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır”²⁹⁴ hükümleri de yer almaktadır.

Enflasyon hedefinin hükümetle ortak alınması merkez bankasına hedef bağımsızlığını tam olarak sağlamazken yukarıdaki hükümler bankanın araç bağımsızlığını pekiştirmektedir. Bununla birlikte demokratik toplumlarda seçilmişlerin politika hedefini belirlemesi, atanmışların ise bu politikaya ulaşmak için gerekli çabayı göstermeleri gerektiği düşüncesi devlet felsefesi içerisinde de tartışılmaktadır. Şekil 2’ de görüldüğü gibi merkez bankası bağımsızlığı ile üzerinde vurgulanan bağımsızlık türü, araç bağımsızlığıdır. Amaca ulaşmak için araçların seçilmesi ve düzenlemesinde bağımsız olmak, Merkez Bankalarının %80’ i tarafından bağımsızlığın en önemli ölçütü olarak kabul edilmiştir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde, kamu kesimi borç stokunun yüksek olması, kronik kamu maliyesi açığı vermeleri nedeni ile mali politikaların baskısından uzak olmak bağımsızlığın temel özelliği olarak kabul edilmektedir. Bu kapsamda, merkez bankasının kamuya açtığı kredi miktarının GSYİH’ ya oranı da bağımsızlık göstergesidir.²⁹⁵

Şekil: 2 Merkez Bankalarının Bağımsızlık Tanımları

²⁹⁴ Ag.e.

²⁹⁵ Süreyya Serdengeçti, ”Merkez Bankası Bağımsızlığı”, Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, Yıl 40, Sayı 477, Aralık 2003, s. 46



Kaynak: Süreyya Serdengeçti, "Merkez Bankası Bağımsızlığı", Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, Yıl 40, Sayı 477, Aralık 2003, s. 46

Araç ve hedef bağımsızlıkları açısından merkez bankası kanunu, bankanın araç bağımsızlığını ifade ederken, merkez bankasının bağımsızlığı ayrıca politik ve ekonomik bağımsızlıklar açısından da incelenmelidir. Bu amaçla Cukierman, 1992 yılında yaptığı bir çalışmada 1950- 1989 yılları arasında gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin merkez bankası başkanlarının fiili görev sürelerini incelemiştir. Yasa da ifade edilen görev süresi ile her bir başkanın fiilen yürüttüğü görev süresini dikkate alarak, başkanlık devrinin artmasının politik bağımsızlıktan uzaklaşılması olarak tanımlamaktadır. Merkez bankası başkanlarının değişim oranları ülkelerde politika değişim sıklıklarını da göstermektedir. Hükümetlerin değişiminden yaklaşık altı ay sonra merkez bankası başkan değişiklikleri de beraber gelmektedir.²⁹⁶

Tablo: 21 Merkez Başkanları Değişim Oranları (1950- 1989)

GELİŞMİŞ ÜLKELER		GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER		GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER DEVAM	
BELÇİKA	0.13	ARJANTİN	0.93	FİLİPİNLER	0.13
KANADA	0.10	BAHAMA	0.19	SİNGAPUR	0.37
DANİMARKA	0.05	BARBADOS	0.11	GÜNEY AFRİKA	0.10
FİNLANDİYA	0.13	BOTSVANA	0.41	GÜNEY KORE	0.43
FRANSA	0.15	ŞİLİ	0.45	TANZANYA	0.13

²⁹⁶ Eijffinger Sylvester C. W., Jakob De Hann, "The Political Economy of Central Bank Independence, s. 26

ALMANYA	0.10	KOLOMBİYA	0.20	TAYLAND	0.20
YUNANİSTAN	0.18	KOSTA RİKA	0.58	UGANDA	0.34
İZLANDA	0.03	MISIR	0.31	URUGUAY	0.38
İRLANDA	0.15	ETİYOPYA	0.20	VENEZUELLA	0.30
İTALYA	0.08	GANNA	0.28	ZAİRE	0.23
JAPONYA	0.20	HONDURA	0.13	ZOMBİYA	0.38
LÜKSEMBURG	0.08	HİNDİSTAN	0.33	ZİMBABVE	0.15
HOLLANDA	0.05	İSRAİL	0.14		
YENİ ZELANDA	0.15	KENYA	0.17		
NORVEÇ	0.08	LEBANON	0.19		
İSPANYA	0.20	MALEZYA	0.13		
İSVÇ	0.15	MALTA	0.28		
İSVİÇRE	0.13	MEKSİKA	0.15		
TÜRKİYE	0.40	NİJERYA	0.19		
Tabloya Devam					
İNGİLTERE	0.10	PANAMA	0.24		
AMERİKA	0.13	PERU	0.33		

Kaynak: Eijffinger Sylvester C. W., Jakob De Hann, "The Political Economy of Central Bank Independence, s.28

Tablo 21 de görüldüğü üzere Türkiye gelişmiş ülke sınıfında yer almakta ve kendi sınıfı içerisinde söz konusu yıllarda en yüksek başkan değişim oranına sahip olmaktadır. Yer aldığı grup içerisinde kendisini en yakından takip eden Japonya, Türkiye'nin yarı değerine sahiptir. Tablonun geneline baktığımızda ise Türkiye'yi geliştirmekte olan ülkeler içerisinde de sadece Bostvana, Güney Kore, Şili, Kosta Rika ve Arjantin izlemektedir. Dolayısıyla bu yıllar arasında Türkiye' nin politik bağımsızlığından söz etmek mümkün görünmemektedir.

1980 sonrası dönemde de Türkiye için aynı durumu görmek mümkündür. 1981, 1984, 1987, 1993, 1994, 1996 ve 2001 yıllarında merkez bankası başkanlığına yedi kez atama yapılmıştır. TCMB üzerinde politik etkilerin varlığını gösteren bu atamalar, yeni Hükümetin iş başına gelmesinden birkaç ay içerisinde gerçekleşmiştir.²⁹⁷ Bununla birlikte 1930 yılında, kuruluşundan bu yana geçen yetmiş

²⁹⁷ Seyfettin Erdoğan, "Merkez Bankacılığında Bağımsızlık Kriterleri ve 4651 Sayılı TCMB Yasası Üzerine Bir Değerlendirme", Finans- Politik ve Ekonomik Yorumlar, Yıl. 40, Sayı 477, Aralık 2003, s. 58

sekiz yıl içinde merkez bankası, yirminci guvernörün yönetimi altındadır. Başkanlık görev süresinin beşer yıllık dönemler halinde olması yasa ile belirtilmesine karşılık, ortalama olarak yaklaşık üç yılda bir yeni bir atamanın gerçekleşmesi, merkez bankasının politik bağımsızlıktan uzak kaldığını göstermektedir.

Tablo: 22 TCMB Başkanları- Hükümetlerin Görev Süreleri

Genel Müdür/Başkan	Görev Süresi Başlangıç /Bitiş Tarihi	Hükümetlerin Görev Süreleri
Selahattin ÇAM	09.06.1931/ 21.03.1938	VI.-VII. İnönü Hükümetleri 04.05.1931/01.11.1937
Kemal Zaim SUNEL	21.03.1938/ 09.03.1949	I.,II. Bayar, I.,II. Saydam, I.,II.Saraçoğlu, Peker, I. ,II. Saka Hük. 01.11.1937/ 16.01.1949
Mustafa Sadi BEKTER	31.03.1949/ 04.10.1950	Günaltay Hükümeti 16.01.1949/ 22.05.1950
Osman Nuri GÖVER	13.04.1951/ 28.05.1953	I.II. Menderes Hükümeti 22.05.1950/ 17.05.1954
Mustafa Nadi GİDEL	20.07.1953/ 16.06.1960	II. ,III., IV., V.Menderes Hükümetleri 19.03. 1951/ 27.05.1960
Memduh AYTÜR	21.07.1960/ 07.11.1960	I. Gürsel Hükümeti 30.05.1960/ 05.01.1961
İbrahim Münir MOSTAR	23.11.1960/ 28.08.1962	I., II. Gürsel, VIII. İnönü Hükümetleri 30.05.1960/ 25.06.1962
Ziyaettin KAYLA	28.06.1963/ 13.01.1966	IX., X. İnönü, Ürgüplü Hükümetleri 25.06.1962/ 27.10.1965
Naim TALU	14.07.1967/ 11.12.1971	I., II., III. Demirel, I. Erim Hük. 27.10.1965/ 11.12.1971
Memduh GÜPGÜPOĞLU	25.07.1972/ 09.01.1975	Melen, Talu, I. Ecevit Hükümetleri 22.05.1972/ 17.11.1975

Cafer Tayyar SADIKLAR	26.06.1976/ 18.09.1978	IV. Demirel, II. Ecevit, V. Demirel, III. Ecevit Hükümetleri 31.05.1975/ 12.11.1979
İsmail Hakkı AYDINOĞLU	21.10.1978/ 10.01.1981	III. Ecevit, VI. Demirel Hükümetleri 05.01.1978/ 12.09.1980
Osman ŞIKLAR	12.01.1981/ 04.01.1984	Ulus Hükümeti 20.09.1980/ 13.12.1983
Yavuz CANEVİ	15.01.1984/ 11.11.1986	I. Özal Hükümeti 13.12.1983/ 21.12.1987
Rüşdü SARAÇOĞLU	23.07.1987/ 02.08.1993	I., II. Özal, Akbulut, I.Yılmaz , VII. Demirel Hükümetleri 13.12.1983/ 25.06.1993
Nihat Bülent GÜLTEKİN	02.09.1993/ 31.01.1994	I. Çiller Hükümeti 25.06.1993/ 05.10.1995
Şakir Yaman TÖRÜNER	14.02.1994/ 01.11.1995	I. , II. Çiller Hükümeti 25.06.1993/ 30.10.1995
Süleyman GAZİ ERÇEL	10.04.1996/ 01.03.2001	II. Yılmaz, Erbakan, III. Yılmaz, IV., V. Ecevit, Hükümetleri 06.03.1996/ 18.11.2002
Süreyya SERDENGEÇTİ	14.03.2001/ 14.03.2006	V. Ecevit, Gül, I. Erdoğan Hük. 25.05.1999/ 27.07.2007
Durmuş YILMAZ	18.04.2006/ 	II. Erdoğan Hükümeti 27.07.2007/

Kaynak:(çevrimiçi)

<http://hurarsiv.hurriyet.com.tr/goster/haber.aspx?id=4139250&tarikh=2006-03-24>,
<http://www.tbmm.gov.tr/hukümetler/hukümetler.htm>, 03.04.2008

Yukarıdaki tabloda merkez bankasının kuruluşundan bu yana görev yapan başkanların (gubernörler) göreve başlama ve bitiş tarihleri ile söz konusu dönemde görev yapan hükümetler gösterilmiştir. Tablodan da takip edileceği gibi birkaç istisna dışında genel itibari görünüş, hükümetlerin görev süreleri dolmasıyla aynı gün (Naim Talu) veya ortalama olarak değişimleri takip eden üç ay içerisinde başkan değişimlerinin de beraberinde gelmesidir. Dikkat çeken bir diğer nokta, son iki başkanın beşer yıllık görevlerini tamamlamalarıdır. Bu dönemde siyasi kadroların değişmesi, merkez bankası başkanlık koltuğunda herhangi bir değişiklik yaratmamıştır. Merkez bankası kanunundaki değişiklik sonrasında da Serdengeçti'nin görev süresinin bitimi beklenilmiştir. Bu bağlamda Merkez bankası bağımsızlığının ciddiye alınmaya başlandığını söylemek mümkündür.

Ancak Serdengeçti' nin görev süresinin bitimi sonrasında, siyasi görüş itibari ile hükümete yakın, banka dışı bir finans kurumunun başındaki ismin merkez bankası başkanı olarak cumhurbaşkanlığına teklif edilmesi, bağımsızlık ile çelişen ve dikkati çeken başka bir konu olmuştur.

4.1.3. MALİ BASKINLIĞIN OLMAMASI

1980' lerde Sargent ve Wallace' in hoş olmayan monetarist aritmetik teorisi, 1990' larda ise Leeper, Sims, Woodford ve Cochrane 'in fiyatlar genel düzeyinin maliye teorisi çalışmaları ile enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olduğu düşüncesi evrilmeye başlamış; fiyat istikrarına ulaşmak için sadece para miktarının değil hükümetin kamu borç stoku ile bütçe dengesini ilişkilendiren zamanlar arası bütçe kısıtının belirleyici olduğu düşüncesi top yekun kabul edilmese bile günümüzde para politikalarının oluşum süreçlerinde üst sıralarda yerini almıştır.²⁹⁸

Kamu kesiminin disipline edilmemesi mali baskılanmanın bulunması anlamında kullanılmaktadır.²⁹⁹ Mali disiplinsizliğin kamunun elde ettiği gelirden daha fazla harcama yapmasından kaynaklandığını önceki bölümde detaylı olarak açıklamıştık. Bu durumda bütçe açık verecek, bütçe açığının kapatılma yöntemi ise ekonomi üzerinde yaratacağı etkiler bakımından önemlilik arz edecektir.³⁰⁰ Bütçe açığının emisyon yolu ise kapatılması enflasyona neden olurken borçlanma ile kapatılması piyasa faiz oranları üzerinde baskıya neden olacaktır. Dahası borçlanmanın süreklilik arz etmesi ekonomide hoş olmayan dinamikleri doğuracaktır. Böylelikle her iki durumda da merkez bankasının bağımsız para politikası izlemesi güçleşecektir.

Mali baskınlığın kamu kesiminin kaynak- harcama dengesizliğinden kaynaklanması nedeniyle vergi sisteminin etkinliğini ilgilendiren bir boyutu olmakla

²⁹⁸ Ercan Uygur, "Enflasyon- Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık", **İşletme-İktisat ve Finans Dergisi**, Yıl. 16, Sayı: 189, 2001, s. 11

²⁹⁹ Merih Paya, "**Para Teorisi ve Para Politikası**", Filiz Kitapevi, İstanbul, 2007, s.179

³⁰⁰ Serdar Öztürk, Enflasyon Hedeflemesi, s.193

birlikte mali piyasalarla bağlantısı, bu baskınlığın yoğunluğu oranında senyorej yapma eğilimini artırması, yoğun iç borçlanma yapmaya sebep olması nedeniyle mali sistemin sağlığı oranında özel kesimin kullanabileceği kaynaklara talep yaratması ve bu şekilde faiz oranlarına baskıya sebep olması ve dış borçlanmaya başvurma halinde döviz kurlarındaki hızlı artışların ödenecek borçların YTL karşılığını artırması şeklinde ortaya çıkmaktadır.³⁰¹

Bir ekonomide mali baskınlığın mevcut olup olmadığı

$\frac{\text{K.K.A}}{\text{M2Y}}$, $\frac{\text{K.K.A}}{\text{M2}}$ veya $\frac{\text{Bütçe Açığı}}{\text{GSYİH}}$

oranlarıyla takip edebilmektedir. Burada K.K.A kamu kesimi açığını diğer bir ifade ile kamu kesimi borçlanma gereğini M2 ise para arzını göstermektedir.³⁰²

Kamu kesimi, konsolide bütçe (merkezi yönetim), KİT'ler, mahalli idareler, fonlar, sosyal güvenlik kuruluşları ve döner sermayelerden oluşmaktadır. Kamu kesimi genel dengesi bu idarelerin gelir ve giderlerinin konsolidasyonu ile elde edilmektedir. Kamu kesimi genel dengesi belli bir dönemde kamunun gelir, gider, tasarruf ve yatırımları tasarruf yatırım farkının hangi kaynaktan finanse edildiğini göstermektedir. Kamu kesimi borçlanma gereği ise kamu tasarruf yatırım farkına sermaye transferleri ve stok değişim fonu ilave edilerek hesaplanmaktadır. Finansman kısmından hesaplanan borçlanma gereği kasa- banka değişimi, net dış borçlanma ve net iç borç/alacak kalemlerinin toplanması yoluyla bulunur.³⁰³

Tablo: 23 Kamu Kesimi Borçlanma Gereği ve Borç Stoku

	2002	2003	2004	2005	2006
Program Tanımlı					
Kamu Kesimi Faiz					
Dışı Fazlası / GSYH	4,0	4,9	5,5	5,1	5,0
Merkezi Yönetim					
Bütçesi Faiz					
Harcamaları / GSYH	14,8	12,9	10,1	7,0	6,1

³⁰¹ Kamuran Malatyalı, a.g.e., s.58

³⁰²³⁰² Merif Paya, Para Teorisi ve Politikası, s. 179

³⁰³ (çevrimiçi) <http://www.treasury.gov.tr/arastirma/kamukesimigeneldengesi.pdf>, 09.04.2008

Kamu Kesimi Borçlanma Gereği / GSYH	10,0	7,3	3,6	-0,3	-2,0
Toplam Kamu Brüt Borç Stoku (Milyar YTL)	256,8	296,9	331,8	349,1	364,9
Brüt İç Borç Stoku	154,8	201,3	233,9	257,5	267,3
Brüt Dış Borç Stoku	102,0	95,6	97,9	91,5	97,6
Toplam Kamu Brüt Borç Stoku (Milyar \$)	157,1	212,7	247,2	260,1	259,6
Brüt İç Borç Stoku	94,7	144,2	174,3	191,9	190,1
Brüt Dış Borç Stoku	62,4	68,5	73,0	68,2	69,4

Tabloya Devam

Toplam Kamu Brüt Borç Stoku / GSYH	73,3	65,3	59,4	53,8	48,1
Brüt İç Borç Stoku	44,2	44,3	41,8	39,7	35,2
Brüt Dış Borç Stoku	29,1	21,0	17,5	14,1	12,9
Toplam Kamu Net Borç Stoku (Milyar YTL)	215,7	250,8	274,5	269,7	259,5
Net İç Borç Stoku	127,3	172,5	199,6	227,7	229,0
Net Dış Borç Stoku	88,4	78,3	74,9	42,1	30,5
Net YTL Cinsi Borç Stoku	91,8	142,1	167,6	202,3	210,5
Net Döviz Cinsi Borç Stoku	123,9	108,7	106,9	67,4	49,0
Toplam Kamu Net Borç Stoku (Milyar \$)	132,0	179,7	204,5	200,6	184,6
Net İç Borç Stoku	77,9	123,6	148,7	169,7	162,9
Net Dış Borç Stoku	54,1	56,1	55,8	31,3	21,7
Net YTL Cinsi Borç Stoku	56,1	101,8	124,9	150,8	149,7
Net Döviz Cinsi Borç Stoku	75,8	77,9	79,6	50,3	34,9

Toplam Kamu Net Borç Stoku / GSYH	61,5	55,2	49,1	41,6	34,2
Net İç Borç Stoku	36,3	37,9	35,7	35,1	30,2
Net Dış Borç Stoku	25,2	17,2	13,4	6,5	4,0
Net YTL Cinsi Borç Stoku	26,2	31,3	30,0	31,2	27,8
Net Döviz Cinsi Borç Stoku	35,4	23,9	19,1	10,4	6,5

Tabloya Devam

Avrupa Birliği Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku (Milyar YTL)	258,2	306,2	331,1	339,1	349,6
Avrupa Birliği Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku (Milyar \$)	158,0	219,4	246,7	252,7	248,8
Avrupa Birliği Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku / GSYH	73,7	67,3	59,2	52,3	46,1

Kaynak: Aylık Ekonomik Göstergeler, **Hazine Müsteşarlığı**, Mart 2008

Tablo 23, 2002-2006 yılları arasında kamu kesimi dengesini ve borç miktar ve oranlarını sunmaktadır. Tablonun ilk sütununda yer alan program tanımlı faiz dışı fazlanın son iki yılda azalış göstermesine rağmen sürmesi, borç servisi dışında kalan harcamalar için yeni borçlanma ihalelerine gerek duyulmadığını göstermektedir. Diğer bir deyişle anapara stokunda artışa neden olacak gelişmelerin yaşanmadığını ifade ederek borç yükünün azaltılması adına olumlu gelişmedir. Merkezi yönetim bütçe faiz harcamalarındaki düşüş ise bir yandan faiz oranlarındaki düşüşlerden diğer yandan ise hazinenin artık daha uzun vadeli borçlanma imkanına kavuşmasından

kaynaklanmaktadır.³⁰⁴ Toplam Kamu kesimi borç stoku söz konusu dönemde 100 milyar YTL artış göstermiştir. Artışların kaynağı dış borçlanmadan ziyade iç borçlanmadır. Söz konusu dönemde dış borçlanma miktarındaki YTL ve Dolar cinsi büyüklüklerin ters yönlü olması söz konusu dönemde döviz kurlarındaki düşüşten kaynaklanmaktadır.

Avrupa Birliğine üye ülkelerin, ekonomik ve parasal birliği geçiş öncesinde bu hedefe ulaşmak için üye ülkelere 1992 yılında Maastricht kriterleri adı altında belirli şartlar getirmiştir. Böylelikle üye ülkelerin aralarındaki farklılıkların giderilmesi için bazı makroekonomik büyüklüklere sınırlamalar getirilmiştir. Maastricht kriterlerine göre üye ülkelerin kamu açıklarının GSYH'lerine oranı % 3'ü geçmemelidir. Üye devletlerin kamu borçlarının GSYH'lerine oranı %60' ı geçmemelidir.³⁰⁵ Türkiye' sergilediği sıkı maliye politikası ile kamu borç stokunun GSYH' ya oranında %60' lık sınırın altında kalmaya başlamıştır. Söz konusu oran 2002 yılında %73 iken 2004 yılında sınırın altına düşmüş ve düşüşü devam ettirmiştir.

Kamu borç stokunun 2001 yılında %129' lardan politika başlangıcında %48' e düşmesi kamu harcamaları konusunda disiplinin sağlanmaya başladığını vurgulasa da bu durum tek başına yeterli görülmemektedir. Zira, bütçe disiplini sadece gider kalemlerinden değil gelir kalemlerinde oluşmaktadır. Mali disiplin tanım gereği devletin ihtiyaç duyduğu harcamaların gelirleri ile karşılama kabiliyetidir. Türkiye'nin mali sorunları harcamalar kanadında sosyal güvenlik kuruluşları açıkları, KİT zararları, özellikle seçim dönemleri popülist politika harcamaları gibi sıralansa da, gelir kanadında da ciddi sorunlara sahiptir. Hala gelir kalemleri arasında dolaylı vergilerin ağırlığı dolaysız vergiler karşısında ezici ağırlığa sahiptir. Bu nedenle gelir tabanını geliştirmek güçlü ve sürdürülebilir mali yapı için oldukça önemli bir konudur.

³⁰⁴ TCMB, Para Politikası Raporu, 2005-I, s. 23

³⁰⁵ Selin Dilekli, Seher Yeşilkaya, "Maastricht Kriterleri", **DPT Avrupa Birliği ile İlişkiler Genel Müdürlüğü**, 2002, s.2

4.1.4. ŞEFAFLIK VE HESAP VEREBİLİRLİK

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının başarısı büyük ölçüde ekonomik birimlerin resmen ilan edilmiş hedef kabul edip etmemelerine bağlıdır. Yapılan enflasyon hedefi tahminlerinin güvenilir kılmanın yolu ise hem enflasyon hem de çıktı hedeflerini birlikte açıklamaktır. Bu şekilde para politikasının sürpriz enflasyon yoluyla çıktıda artışa gitme arzusundan uzak durduğu anlaşılmış olur. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde güvenilirliği artırmak için birçok önlem alınmakta bunların başında da uygulanan politikaya ilişkin açık tartışmaların yapılmadığı ve ekonominin gelişmesiyle ilgili verilerin açıklanması yer almaktadır.³⁰⁶

Enflasyon hedefi uygulayan ülkelerde merkez bankaları düzenli olarak enflasyonun durumuna ilişkin detaylı değerlendirmeleri içeren raporlar hazırlamaktadır. Bunun ilk örneği 1993 yılında İngiltere Merkez Bankasının yayınladığı Enflasyon Raporudur. Bir diğeri para otoritesi ile siyasi iktidar arasında düzenli toplantıların yapılması ve bu toplantı tutanaklarının kamuoyuna açıklanmasıdır. Yine İngiltere’de 1994 yılından bu yana merkez bankası guvernörü ile Maliye Bakanı’nın katıldığı toplantıların tutanakları toplantı tarihinden iki hafta sonra yayınlanmaktadır.

Şeffaflık önkoşulunu Türkiye açısından değerlendirecek olursak, TCMB kanunda değişiklik yapılmasına dair kanunun dördüncü maddesinde para politikası kurulunu ve görevlerini tanımlamaktadır. İlgili maddeye göre kurulun görevleri arasında para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibariyle raporlar hazırlamak ve bu yolla hükümet ile kamuoyunun bilgilendirilmesini yer almaktadır.³⁰⁷ *TCMB 20 Aralık tarihli “2005 yılı Para ve Kur Politikası” duyurusunda, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilirken, 2005 yılının geçiş dönemi olacağı ilan edilmiştir. Geçiş döneminde, para politikası kararlarının daha öngörülebilir ve şeffaf hale getirilmesine yönelik uygulamalara*

³⁰⁶ Suat Oktar, “**Enflasyon Hedeflemesi**”, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1998, s.44

³⁰⁷ 4651 sayılı TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, Madde 4

ağırlık verilmektedir. Bu çerçevede faiz kararları, tarihleri önceden kamuoyuna duyurulan Para Politikası Kurulu toplantılarında yapılan değerlendirmeler ışığında oluşturulmakta ve karar toplantıyı takip eden iş günü sabahı ilan edilmektedir. Ayrıca, en geç iki gün içerisinde kararın gerekçesi, TCMB ekonominin genel görünümüne ilişkin değerlendirmeleriyle birlikte “Enflasyon ve Görünüm” başlıklı basın duyurusu ile açıklanmaktadır.³⁰⁸

Aynı kanunun sekizinci maddesinde başbakanın, bankanın işlem ve hesaplarını denetirebileceği ve başbakanlığın bu hususta her türlü bilgiyi bankadan isteyebileceği yer almaktadır. Ayrıca banka bilanço kar ve zarar hesaplarını bağımsız denetim kuruluşlarına denettirebilme imkânına da sahiptir. Bununla birlikte başkan tarafından banka faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikası hakkında her yıl nisan ve ekim aylarında bakanlar kuruluna rapor sunulacağı ve yine yılda iki defa TBMM plan ve bütçe komisyonuna banka faaliyetlerine ilişkin bilgilendirmelerin yapılacağı yer almaktadır. Ayrıca banka para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel hazırlamak ve kamuoyuna sunmakla yükümlüdür.³⁰⁹

Söz konusu dönemlik raporlar hem, 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemde yılda üç kez olmak üzere para politikası raporları adı altında, hem de 2006 yılı sonrası açık enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra enflasyon raporu adı altında üçer aylık dönemlerle yayınlanmaya başlanmıştır. Her iki rapor birbirinin yerine ikame edilemese de ekonominin genel görünüşü, temel makro ekonomik büyükler hakkında bilgi sunması ve ekonomideki gelişmelerin nedenlerini açıklamaya çalışmaları göz önüne alındığında şeffaflık adına önem arz etmektedir.³¹⁰ Enflasyon raporundaki en önemli yenilik, Merkez Bankası’ nın enflasyon öngörülerinin yayınlanması olmuştur. Geçmiş raporda yer alan öngörülerde bir değişiklik olması durumunda güncel öngörülerin bir önceki döneme oranla neden farklılaştığına ilişkin bilgi verilmesidir.

³⁰⁸TCMB, Para Politikası Raporu,2005-I, s. 21

³⁰⁹ 4651 sayılı kanun, madde 8

³¹⁰ TCMB Bülten 1, 2006, s. 2

Ayrıca enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra da enflasyon raporunun temel iletişim aracı olduğu resmen ilan edilmiştir.

Enflasyon raporunun yanı sıra, Para Politikası Kurulu toplantı özetleri de iletişim politikasının önemli araçlarından birisidir. 2006 yılına kadar benzer işlevi üstlenen aylık Enflasyon ve Görünüm Raporu yerini ikili bir raporlama sistemine bırakmıştır. Para politikası kararının hemen ardından karar ile birlikte kararın gerekçesini özetleyen kısa bir metin yayınlanmaktadır. Para politikası Kurulu' nun değerlendirmelerini ve enflasyon görünümüne yönelik duruşunu özetleyen metin toplantı tarihinden sonra 5 iş günü içinde yayınlanmaktadır.³¹¹

Ayrıca merkez bankasının 2001 yılında uygulamaya başladığı ve hala devam ettiği beklenti anketi çalışmaları da şeffaflık açısından önemlidir. Zira 2006 yılına kadar 12 aylık, açık enflasyon hedeflemesine geçildikten bir süre sonra 24 aya çıkan beklenti uzunluğu ileriye yönelik kararların alınması ve beklentilerin hangi yönde ve gelişmelerden nasıl etkilendiğini gösteren çalışması da kamuoyunun erişimine açık tutulmakta ayrıca yayınlanan her enflasyon raporunun içerisinde de yer almaktadır.

Bankanın hesap verebilirliğine dair düzenleme ilgili kanunun sekizinci maddesinde yer almaktadır. Söz konusu maddeye göre banka belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde nedenleri ve alınması gereken önlemleri hükümete yazılı olarak bildirmek ve kamuoyu ile paylaşmak zorunda kalacaktır.³¹²

Kanunda ifade edilen hesap verebilirlik doğrultusunda hesap verebilirlik açısından Türkiye' de optimal kontrat teorisi modeli ile harekete geçilmediği açıktır. Bu açıdan ilan edilen hedefin tutturma da başarısız olunması halinde merkez bankası başkanının görevinden alıkonulması, ya da maddi ceza uygulanması söz konusu değildir.

³¹¹ TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası", Aralık 2005, Sayı: 2005-56, s.14

³¹² 4651 sayılı TCMB Kanunu, madde 8

4.2. TÜRKİYEDE ENFLASYON HEDEFLEMESİNDE TEKNİK ÇERÇEVENİN BELİRLENMESİ

Enflasyon hedeflemesinin teknik çerçevesi enflasyon hedefinin belirlenmesi, Enflasyon göstergesi olarak hangi fiyat endeksin seçileceği, hedefin tanımı ve zaman aralığı olarak sıralanabilir. Enflasyon hedeflemesinin teknik çerçevesi politikayı oluşturan asıl unsurdur. Burada alınan kararlardan farklı şekillerde karar alınması durumunda uygulama tamamıyla değişime neden olacaktır.

4.2.1. ENFLASYON HEDEFİNİN BELİRLENMESİ

Enflasyon hedeflemesinin belirlenmesi her ülkeye göre değişen bir karar olmakla birlikte uygulamaya bakıldığında açık enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerde, cari enflasyon düzeyinin Kanada ve Yeni Zelanda dışında %5' in altında olduğu ve hedeflenen enflasyonun ise optimal enflasyon oranı olarak tabir edilen %2 oranına yakın tutulmaya çalışıldığı görünmektedir. (Tablo 24)

Diğer taraftan hedefleme öncesi dönemde gelişmekte olan ülkelerin önemli bir bölümü iki haneli enflasyon seviyesine sahip bulunmaktadır. Bu ülkelerden özellikle Peru (%39.49), Şili (%27.31), Meksika (%18.61), ve İsrail (%18.03) en yüksek enflasyon seviyelerine sahip ülkeler arasındadır.³¹³

Tablo:24 Enflasyon Hedefleri ve Enflasyon Oranları

Ülke Adı	İlk Hedefleme Tarihi	İlk Hedef	Hedefleme Tarihindeki Oran
Gelişmiş Ülkeler			
Avusturya	Nis.93	%2-3	%1.22

³¹³ Eren Öğretmen, “Enflasyon Hedeflemesi Uygulama Özellikleri”, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2004, s. 5

İngiltere	Oca.92	%1- 4	%3.57
İsveç	Oca.93	%2 (+-1)	%1.76
İsviçre	Oca.00	<=2	%1.63
İzlanda	Mar.91	%2,5 (-1,5 + 3.5)	%4.05
Kanada	Şub.91	%3- 5	%6.83
Norveç	Mar.01	%2.5	%3.64
Yeni Zelanda	Mar.90	%3- 5	%7.03
Geliş. Olan Ülkeler			
Brezilya	Haz.99	%8 (+-2)	%3.15
Çek. Cum.	Oca.98	%5.5- %6.5	%9.98
Filipinler	Oca.02	%4.5- %5.5	%3.8
Güney Amerika	Şub.00	%3-%6	%2.65
Güney Kore	Oca.98	%9 (+-1)	%6.57
İsrail	Oca.92	%14- %15	%18.13
Kolombiya	Eyl.99	15%	%9.22
Macaristan	Haz.01	%7(+-1)	%10.78
Tabloya Devam			
Meksika	Oca.99	<=%13	%18.61
Peru	Oca.94	%15-%20	%39.49
Polonya	Eki.98	<= %9.5	%10.44
Şili	Oca.91	%15- %20	%27.31
Tayland	Nis.00	%0- %3,5	%1.04

Kaynak: Eren Öğretmen, “Enflasyon Hedeflemesi Uygulama Özellikleri”, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2004, s. 19

Türkiye 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesine geçmiş ve söz konusu geçiş zamanında sahip olduğu enflasyon oranı %68.5’ dir.³¹⁴

Türkiye açık enflasyon hedeflemesine geçmeden önce 18. Stand-by Anlaşması öncesinde Mayıs 2001 yılında duyurduğu Güçlü Ekonomiye Geçiş Programını 2002- 2004 yılları arasında uygulanacak şekilde revize etmiş ve IMF’e sunduğu niyet mektubunda 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi uygulamak istediğini dile getirmiştir.

³¹⁴ TÜİK, (çevrimiçi):http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb_id=17&ust_id=6, 01.05.2008

2002 yılında resmi olarak parasal taban nominal çapa olarak adlandırılrsa da, parasal hedeflemeye ek olarak, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir enflasyon hedeflemesine resmi olarak geçmeden, örtük enflasyon hedeflemesi izleneceği ifade edilmiştir. Söz konusu örtük enflasyon hedeflemesinin 2002- 2004 yılları arasında uygulanacağı öngörülmüş ve enflasyon hedeflerin sırasıyla %35, %20 ve %12 olacağı duyurulmuştur.³¹⁵

2002- 2005 yılları arasında gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyonun sürekli altında kalması ile programa olan güven artmış 2006 yılında açık enflasyona geçileceği duyurulmuş ve 2005 yılının geçiş yılı olacağı duyurularla önceden ilan edilmiştir. Bu bağlamda dalgalı döviz kuru rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesi uygulamasına devam edilmiş 2005 yılı için yılsonu enflasyon hedefi %8 olarak belirlenmiştir.³¹⁶

2005 yılında gerçekleşen enflasyon oranı hedeflenen oranın altında kalarak %7.72 olarak gerçekleşmiştir.³¹⁷ Dolayısıyla Türkiye açık enflasyon hedeflemesine geçtiği sırada sahip olduğu enflasyon oranı %7.72 olarak pek çok gelişmekte olan ülkenin altında bir oranla politikaya geçmiş ancak bu oran gelişmiş ülkelerin enflasyon oranlarının da üzerindedir.

2006 yılında resmen açık enflasyon hedefine geçilmiş ve hedeflenen değişken 2003 temel yılı TÜFE' nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yılsonu enflasyon oranıdır. 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçildiği göz önüne alındığında, üç yıllık bir hedef patikasının açıklanmasının, enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığını ve diğer makroekonomik projeksiyonlarla uyumunu artıracığı düşünülmektedir. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi rejiminin bu ilk aşamasında hedefler üç yıllık olarak ilan edilmektedir. Katılım öncesi ekonomik program ve üç

³¹⁵ TCMB Yıllık Rapor, 2002, s.14- 15, TCMB Yıllık Rapor 2003, s. 15, TCMB Yıllık Rapor 2004, s. 63

³¹⁶ TCMB Yıllık Rapor, 2005, s.13

³¹⁷ TCMB, Enflasyon Raporu, 2006-I, s. 5

yıllık bütçe planlarıyla uyumlu olarak 2006, 2007, 2008 için yılsonu hedefleri sırasıyla %5, %4 ve %4 olarak belirlenmiştir.³¹⁸

4.2.2. ENDEKS SEÇİMİ

Enflasyon hedeflemesini uygulayan kimi ülkeler kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilirliği, rahat izlenebilirliği, yaşam maliyetini iyi ölçtüğü ve iletişim açısından avantajlı olduğu için Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) üzerinden hesaplanan enflasyon oranını hedeflemektedir. Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin diğer bir kısmı ise fiyatlardaki geçici hareketleri dışlayarak enflasyonun altında yatan gerçek nedenleri gösterdiği ve böylece enflasyon eğilimi ile daha fazla bilgi sağladığı gerekçesiyle çekirdek enflasyonu hedeflemektedir.³¹⁹

Tablo: 25 Ülkelere Göre Endeks Seçimi

TÜFE		ÇEKİRDEK ENFLASYON
Avusturya	Peru	G. Afrika
Brezilya	Polonya	G.Kore
Çek Cumhuriyeti	Filipinler	Norveç
İsrail	İsveç	Tayland
İsviçre	Şili	Yeni Zelanda
Kolombiya	İngiltere	Kanada
Macaristan	İzlanda	
Meksika		

Kaynak: Eren Öğretmen, “Enflasyon Hedeflemesi Uygulama Özellikleri”, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2004, s. 10

Türkiye enflasyon hedeflemesi politikasında enflasyon oranlarını ve politikalarını toplam TÜFE’yi göz önüne alarak belirlemektedir. Ancak hedeflenen

³¹⁸ “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, s.5

³¹⁹ TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejimi, 2006, s.12

enflasyon oranı TÜFE olmasına karşılık özel kapsamlı endeksleri hesaplamakta ve bu endekslerdeki değişimleri de dikkatle göz önüne almaktadır.

Bunun nedeni tüketici fiyatlarının geçici fiyat dalgalanmalarına maruz kalmaları nedeni ile enflasyon eğilimini gelişimini gözlemeyi güçleştirmesidir. Bu tür geçici etkiler kısa dönem fiyat hareketlerini uzun dönem eğiliminden saptırmakta ve uzun dönem fiyat hareketlerinin hatalı biçimde değerlendirilmesine yol açabilmektedir.³²⁰

Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (ÖKTG) enflasyon hedeflemesine başlarken A, B, C, D, E, F ve G olmak üzere yedi farklı çeşitte hesaplanırken, Eylül 2006' dan sonra H endeksi eklenerek sekiz farklı şekilde hesaplanmaktadır. A serisinde Toplam TÜFE' den mevsimlik ürünler; B serisinde Toplam TÜFE' den işlenmemiş gıda; C serisinde Toplam TÜFE' den enerji; D serisinde toplam TÜFE' den işlenmemiş gıda ve enerji; E serisinde toplam TÜFE' den enerji, alkollü içecekler ve tütünler; F serisinde toplam TÜFE' den enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler; G serisinde toplam TÜFE' den enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/ yönlendirilen diğer ürünler, dolaylı vergiler ve işlenmemiş gıda ürünleri, fe ve nihayet H serisinde ise toplam TÜFE' den enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ve altın fiyat değişimleri çıkarılmaktadır.³²¹ Dolayısıyla merkez bankası, para politikası kararlarında kendi kontrolü dışında gelişen fiyat dalgalanmalarını endeksten çıkararak, para politikasındaki değişimleri daha çok kendi kontrolündeki fiyat hareketlerine dayandırmaktadır. Ayrıca merkez bankası söz konusu kontrol dışındaki değişimlerin bir defalık fiyat artışlarına sebebiyet vermesi karşısında pasif tutum sergilemekte ancak bu artışların ücret ve fiyat belirleme sürecine baskı oluşturması durumunda harekete geçmektedir.

4.2.3. HEDEFİN TANIMI

³²⁰ TCMB, "Türkiye İçin Özel Kapsamlı Tüfe Göstergeleri, Çekirdek Enflasyon Çalışma Raporu", 3 Şubat 2005,

³²¹ TCMB, Enflasyon Raporu, 2006-IV, s.26

Enflasyon hedeflemesinde hedef üç farklı şekilde tanımlanabilmektedir: Nokta Hedefleme, Bant Hedefleme ve Tavan Hedefleme.

Tablo: 26 Ülkelere göre Hedef Tanımları

Nokta	Bant	Üst sınır
Brezilya	Avusturalya	Slovak Cumhuriyeti
Çek Cum.	Filipinler	
Endonezya	G. Afrika	
İngiltere	İsrail	
İsveç	Kanada	
İzlanda	Kolombiya	
Macaristan	Kore	
Meksika	Şili	
Norveç	Tayland	
Peru	Yeni Zelanda	
Polonya		
Romanya		

Kaynak: TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejimi, 2006, s. 13

Uygulamada enflasyon oranı için üst sınırın belirlenmesinden çok nokta hedef veya bant kullanılmaktadır. Nokta hedefin tam olarak tutturulması oldukça zordur. Zira, petrol fiyatları, uluslar arası gelişmeler, dolaylı vergiler gibi doğrudan doğruya merkez bankasının kontrolü dışında ortaya çıkan gelişmeler fiyat hareketlerini olumsuz etkilediği için nokta hedefi seçen merkez bankaları bu hedefin etrafında değişen büyüklükte belirsizlik aralığı tayin etmektedirler. Bu aralık bazı ülkelerde belirsizlik, bazılarında güven bazılarında ise hoşgörü aralığı olarak isimlendirilmektedir. Nokta hedef belirleyen merkez bankaları için amaç enflasyon oranını belirsizlik aralığı içinde tutmaya çalışmak değil nokta hedefe ulaşmaya çalışmaktır. Bantı hedefleyen merkez bankaları içinse başarı belirlenen bandın içinde kaldığı müddetçe sağlanmış olmaktadır.³²²

Merkez bankası enflasyon hedeflemesi rejiminde kendine nokta hedefi seçmiş ve bu hedefin etrafında enflasyondaki aşırı sapmaların sınırlarını belirleyen bir

³²² TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejimi, s.13

belirsizlik aralığı tayin etmiştir. Tablo 26’da görüldüğü gibi politikanın ilk yılında üçer aylık dönemler itibarıyla hedefle tutarlı patikalara belirlenmiş bu patikaların +,- 2 puanlık belirsizlik aralıkları eşlik etmiştir.

Tablo: 27 Türkiye’ de Hedefin Tanımı ve Hedefle Uyumlu Patika

	Mar.06	Haz.06	Eyl.06	Ara.06
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	%9.4	%8.5	%7.8	7%
Hedefle Tutarlı Patika	%7.4	%6.5	%5.8	5%
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	%5.4	%4.5	%3.8	3%

Kaynak: TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, Aralık 2005, Sayı: 2005-56, s.7

4.3. TÜRKİYE’NİN ENFLASYON HEDEFİ DENEYİMİ

Türkiye enflasyon hedeflemesini 2002-2006 yılları arasında örtük olarak uygulamış 2005 yılını açık enflasyon hedeflemesine geçiş yılı olarak nitelendirdikten sonra resmi olarak enflasyon hedefini 2006 yılı için belirleyip uygulamaya başlamıştır. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi deneyimini örtük ve açık hedefleme olarak ayıracağız. Ancak ondan önce enflasyon hedeflemesine geçiş sürecine değinmekte yarar vardır.

4.3.1. AÇIK ENFLASYON HEDEFLEMESİNE GEÇİŞ SÜRECİ

Enflasyon hedeflemesine ilişkin ilk işaret 9 Aralık 1999 tarihli niyet mektubunda yer almaktadır. Bu niyet mektubu ile, döviz kuruna dayalı istikrar

programı uygulamaya konulmuş ve günlük döviz kurları 1 Ocak 2000- 31 Aralık 2000 dönemi için TCMB tarafından önceden kamuoyuna açıklanmıştır. Programda her üç ayda bir günlük döviz kurlarının üç aylık bir dönem için uzatılması ve 18 aylık dönemin sonunda da genişleyen bant uygulamasının başlatılması öngörülmüştür. 2002 Aralık sonuna kadar uygulanacak bu politika sonrasında para politikasının enflasyon hedefine yönelik uygulanması planlanmıştır. Bu amaca yönelik olarak TCMB, para politikası raporu yayınlamış ve IMF’ den enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması konusunda teknik yardım almıştır.³²³

Enflasyonu düşürme programı olarak adlandırılan bu programın hedefi 2000 yılı sonunda enflasyonu %25’ e, 2001 yılı sonunda %12’ye ve 2002 yılı sonunda ise %7 ‘e düşürerek tek haneli enflasyon rakamına ulaşmaktır.³²⁴

1999 Aralık sonrası IMF’ ye gönderilen ikinci gözden geçirmeye ilişkin mektupta enflasyon hedeflemesinden bahsedilmemiştir.

Kasım krizi sonrasında imzalanan 18 Aralık 2000 tarihli niyet mektubunda döviz kuruna dayalı para politikası stratejisinden kademeli olarak enflasyon hedeflemesi sistemine geçileceği ve bu doğrultuda 2001 Nisan sonuna kadar Merkez Bankası Kanunu’nda gerekli değişikliklerin yapılacağı belirtilmiştir.³²⁵

Şubat krizi sonrası imzalanan, 3 Mayıs 2001 tarihli niyet mektubunda, Merkez Bankasının önceki dönemlerde üzerinde durduğu, iki politika arası yumuşak geçişin hayata geçirilemediği ifade edilmektedir. Döviz kurunun nominal çıpa olarak uygulandığı bir politikadan, nihai hedef olan enflasyonun kontrol altına alınmasına odaklanılan bir politikaya yumuşak geçişin döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması sonucu ortadan kalktığı belirtilmektedir. Bu nedenle yeni bir parasal çerçeve

³²³ Zafer Yükseler, “IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi: Brezilya Deneyimi ve Türkiye için Dersler”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni** 2005/9, Temmuz 2005, s.28, TCMB Yıllık Rapor 1999, “Enflasyonu Düşürme Programı Çerçevesinde Para ve Kur Politikaları”

³²⁴ TCMB **Yıllık Rapor 1999**, s.23

³²⁵ 17. Stand-by Düzenlemesi Üçüncü ve Dördüncü Gözden Geçirmeye İlişkin 18 Aralık 2000 Tarihli Niyet Mektup, Paragraf : 28, 29, 30

oluşturulma ihtiyacının ortaya çıktığı Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı adı altında dalgalı döviz kuru stratejisine sahip yeni program oluşturulduğu açıklanmakta ve bu programa göre 2001 yılının geri kalanı için parasal büyüklüklerin kontrolüne dayalı politikanın takip edileceği vurgulanmaktadır. Söz konusu politika ikili bir nominal çıpa'ya sahip olup parasal büyüklüklerin yanında enflasyon hedefinin de çıpa görevi göreceği ifade edilmektedir. Bununla birlikte resmi enflasyon hedeflemesine mümkün olan en kısa zamanda geçileceği vurgulanmakta bu konu ile ilgili sürecin önemli aşaması olarak Merkez Bankası Kanunu'nda bankaya tam operasyonel bağımsızlık verildiği yer almaktadır.³²⁶

26 Haziran 2001 tarihli niyet mektubunda Merkez Bankası' nın şartlar el verdiği ölçüde doğrudan enflasyon hedeflemesine geçmek yönündeki hazırlık aşamalarında ilerlemeler kaydettiğini, bu anlamda Merkez Bankası' nın yapısal ve kısa vadeli modellerini geliştirmek için mali piyasaların enflasyon ve diğer makroekonomik göstergelere ilişkin beklentileri yansıtan yeni anketler hazırlamak gibi çeşitli yollarla bilgi tabanını genişlettiği açıklanmaktadır.³²⁷

31 Temmuz 2001 tarihli niyet mektubunda para politikası kararlarının artan ölçüde enflasyon beklentisine göre şekillendiği, bu nedenle kamuoyu ve piyasalar ile iletişimin önem taşıması sebebiyle para politikasının şeffaflık ve etkinliğini arttırmanın önemi vurgulanmakta; şeffaflık ve etkinliği arttırmak amacıyla enflasyon raporlarının düzenli biçimde yayınlaması dahil bazı mekanizmaları hızlandırılacağı belirtilmektedir. Ayrıca kamu maliyesindeki beklenen düzelmeyi, bankacılık reformundaki hızlı ilerlemeyi ve TL' de ilk etapta yaşanan değer kaybının fiyatlar üzerindeki olumsuz etkisinin tamamlanmış olması dikkate alınarak 2001 yılının son çeyreğinden itibaren enflasyon hedeflemesinin resmi olarak para politikasının nominal çıpası haline getirilmesi amaçlanmaktadır.³²⁸

³²⁶ 17. Stand-by Düzenlemesi Altıncı ve Yedinci Gözden Geçirmeye İlişkin 3 Mayıs 2001 Tarihli Niyet Mektubu, Paragraf: 40, 42

³²⁷ 17. Stand-by Düzenlemesi Sekizinci Gözden Geçirmeye İlişkin 26 Haziran 2001 Tarihli Niyet Mektubu, Paragraf : 11

³²⁸ 17. Stand-by Düzenlemesi, Dokuzuncu Gözden Geçirmeye İlişkin 31 Temmuz 2001 Tarihli Niyet Mektubu, Paragraf: 12

20 Kasım 2001 tarihli niyet mektubunda, Eylül ayı başında gerek iç, gerekse dış makroekonomik göstergelerde gözle görülen olumlu gelişmelerin yaşanmasına karşın, 11 Eylül saldırısı sonucu dış koşulların kötüleşmesi toparlanmayı geciktireceği, cari hesabı zayıflatacağı, GSMH' daki küçülmeyi artıracacağı ifade edilmektedir. Bununla birlikte 11 Eylül sonrası ortaya çıkan döviz kuru zayıflığının iç fiyatlara yansımaları 2001' in son çeyreğinde geçilmesi düşünülen enflasyon hedeflemesi rejiminin gelecek yıla ertelenmesine de neden olduğu belirtilir. Aynı zamanda enflasyon hedeflemesine yönelik teknik hazırlıkların devam etmekte olduğu bu kapsamda 3' er aylık Para Politikası Raporunun Kasım ayından itibaren yayınlamaya başlanacağını belirtmektedir. Son olarak 5 Kasım 2001 tarihinde Merkez Bankası Kanunu'nda yürürlüğe giren değişiklik ile Merkez Bankasının Hazineye doğrudan kredi vermesi engellenerek enflasyona geçiş sürecinin kuvvetlendiği ifade edilmektedir.³²⁹

18 Ocak 2002 tarihinde yeni bir (18.) Stand-by düzenlemesine ilişkin niyet mektubu yazılmış, 2002 yılı enflasyon hedefinin % 35 olarak belirlendiği söz konusu amaca ulaşmak için başlangıçta parasal tabana yönelik hedefler belirleyerek daha sonra ön koşulların oluşmasıyla resmi enflasyon hedeflemesine geçilerek ulaşılabileceği ifade edilmektedir.³³⁰

19 Haziran 2002 tarihli niyet mektubunda yılın devamında enflasyon hedeflemesine geçmek için ilerleme kaydedildiği ve bu amaca yönelik Merkez Bankası' nın IMF ile birlikte enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer merkez bankalarının da işbirliği ile elektronik veri tabanları ve raporlama sistemlerinin, mevcut bilgiyi geniş bir kapsamda içeren kısa dönemli tahmin sisteminin, üç aylık çekirdek makroekonomik modelin, orta dönemli tahminleri bir araya getiren bir

³²⁹ 17. Stand-by Düzenlemesi, Onuncu Gözden Geçirmeye İlişkin 20 Kasım 2001 Tarihli Niyet Mektubu, Paragraf: 13

³³⁰ 18. Stand-by Düzenlemesi, Yeni Stand-by Düzenlemesi 2002-2004 18 Ocak 2002 Tarihli Niyet Mektubu, Paragraf: 20

yöntemin ve sonuçların para politikası sunumuna ilişkin usullerin geliştirilmesine yönelik yoğun çalışmaların sürdürüldüğü açıklanmaktadır.³³¹

30 Temmuz 2002 tarihli niyet mektubunda yıl sonundan önce resmi enflasyon hedeflemesi sistemine geçilmesine yönelik teknik hazırlıklar sürüldüğü belirtilmektedir.³³² Ancak 2002 yılı ortasında siyasi belirsizliklerin artması, hükümet kasım ayı başında erken seçim kararı alması enflasyon hedeflemesi sistemine geçişi ertelemiştir.

5 Nisan 2003 tarihli niyet mektubunda para politikası hedefinin enflasyonu orta vadede tek haneli rakamlara indirmek amacı doğrultusunda enflasyon hedefine ulaşmak olduğu, ancak resmi enflasyon hedeflemesine 2002 yılı sonunda geçilmesinin öngörülmesine karşın söz konusu rejimin hayata geçirilmesinde kesin tarihin iç ve dış piyasalardaki beklentilerin göz önünde tutulmasıyla belirleneceği ifade edilmiştir. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesine yönelik kurumsal ve teknik hazırlıklar tamamlanmıştır.³³³

25 Temmuz 2003 tarihli niyet mektubunda enflasyon hedeflemesi geçiş öncesi programın güçlü şekilde uygulandığı³³⁴, 31 Ekim 2003 tarihli niyet mektubunda para tabanı programının 2004 yılında da uygulanacağı belirtilirken³³⁵, 2 Nisan 2004 tarihli niyet mektubunda enflasyon hedeflemesi ile ilgili bir açıklama bulunmamaktadır.

³³¹ 18.Sstand* by Düzenlemesi, İkinci Gözden Geçirmeye İlişkin 19 Haziran 2002 Tarihli Niyet Mektubu, Paragraf:7

³³² 18. Stand-by Düzenlemesi, Üçüncü Gözden Geçirmeye İlişkin 30 Temmuz 2002 Tarihli Niyet Mektubu, Paragraf: 13

³³³ 18. Stand-by Düzenlemesi, Dördüncü Gözden Geçirmeye İlişkin 5 Nisan 2003 Tarihli Niyet Mektubu, Paragraf: 35- 36

³³⁴ 18. Stand-by Düzenlemesi, Beşinci Gözden Geçirmeye İlişkin 25 Temmuz 2003 Tarihli Niyet Mektubu, Paragraf:13

³³⁵ 18.Stand-by Düzenlemesi, Altıncı Gözden Geçirmeye İlişkin 31 Ekim 2003 Tarihli Niyet Mektubu, Paragraf: 8

26 Nisan 2005 Tarihli 19.Stand-by düzenlemesine ilişkin niyet mektubunda 2006 Ocak ayında enflasyon hedeflemesine geçileceği ifade edilmektedir.³³⁶

4.3.2. ÖRTÜK ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİ

2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinden sonra uygulanmaya konan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının temel amaçları:

1. Bankacılık sektöründe gerekli düzenlemelerin yapılması ve mali piyasalardaki belirsizliğin azaltılması, buna bağlı olarak faiz oranları ve döviz kurlarında istikrarın sağlanması,
2. Yapısal reformların gerçekleştirilmesi (özelleştirme, vergi politikası ve idaresi, kamu maliyesinde şeffaflık, tarım politikaları),
3. Enflasyonla mücadelede makroekonomik politikaların etkin bir şekilde kullanılması
4. Sürdürülebilir bir büyüme ortamının temin edilmesi

olarak belirtilmiştir. Böylelikle artan borç yükünün sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması amacıyla maliye politikası daha da sıkılaştırılmış, para politikasında Merkez Bankasının kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkinliği daha da artırılmış ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir.³³⁷

Söz konusu para programı 2001 yılının ortalarında başlayan parasal hedefleme çerçevesine dayanmaktadır. Ancak hedeflenen performans ve gösterge kriterlerinde bir takım değişiklikler yapılmış 2001 yılına gösterge niteliğindeki para tabanı tavan değerlerinin performans kriterine buna karşın 2001 yılında performans kriteri olan Net İç Varlıklara ilişkin büyüklük de gösterge niteliğine dönüşmüştür. Diğer bir performans kriteri ise Net Uluslar arası Rezervler kaleminin dönemler itibarıyla belli bir alt sınırın aşacağına inmeyeceği taahhüdüdür. Buna dayanarak para

³³⁶ 19 Stand-by Düzenlemesine İlişkin 26 Nisan 2005 Tarihli Niyet Mektubu, Paragraf: 2

³³⁷ TCMB Yıllık Rapor 2002, s.13

programında nominal çapa olarak belirlenen Para Tabanının 2002 yılında enflasyon hedefi ile tutarlı olarak %40 artması öngörülmüştür. Böylelikle ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin etkilenmesi amaçlanırken parasal genişlemenin makroekonomik hedeflerle tutarlı olacağı da taahhüt edilmiştir.³³⁸

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının orta vadeli amaçları doğrultusunda 2002 yılında maliye politikasının GSMH' nin %6.5 oranında kamu kesimi faiz dışı fazlası verecek şekilde uygulanacağı, para politikasının ise %35 TÜFE enflasyon hedefine uygun olarak yürütüleceği duyurulmuştur. Sıkı para ve maliye politikalarının öngörüldüğü bu dönemde reel GSMH artışının %3 ile sınırlı kalacağı tahmin edilmiş, ancak programın başarısı ve reel faiz oranlarında sağlanan gerilemeye paralel bu oranın artacağı açıklanmıştır.³³⁹

Uygulanan ekonomik program ve Kasım ayında yapılan erken seçimler sonucunda tek parti hükümetinin oluşması ile azalan siyasi belirsizlik mali piyasalarda istikrarın yeniden sağlanmasını mümkün kılmıştır. İç borcun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri azalması ve ekonomiye duyulan güvenin artmasına bağlı olarak faiz oranlarının düşüş gözlenmiştir. Türk lirası güçlenmesi ve özel firmaların yurtdışı mali kaynaklardan daha uzun vadeli ve daha uygun koşullarda yararlanması sonucu ekonomide beklentilerde iyimserlik havası artarak Türkiye Ekonomisi 2002 yılında öngörülenden hızlı bir şekilde büyümüş ve reel büyüme oranını bir önceki yıla göre % 7.8 artırmıştır.³⁴⁰

Büyümeye en fazla katkı özel firmaların 2001 yılında tükenen mal ve hammadde stoklarının 2002 yılında yenileme istekleri doğrultusunda gerçekleşmiştir. Ayrıca Kasım ayındaki seçim öncesi kamu harcamalarındaki artış büyümeyi olumlu etkilerken, iç talepteki yavaşlığın etkisiyle yurt dışı piyasalara yönelen özel firmalar ihracatın yıllık % 11 oranında artmasını sağlamasına karşılık yılın son üç aylık

³³⁸ TCMB Para Politikası Raporu , Nisan 2002, s. 1-2

³³⁹ A.g.e. s. 14

³⁴⁰ TCMB, **Para Politikası Raporu 2003** Nisan, s. 38

döneminde canlanan iç talep, ithalatı beklenenin üzerinde yıllık %15 oranında artırarak net ihracat bileşeninin büyümeye katkısını negatifleştirmiştir.³⁴¹

IMF'in 2002 yılı için öngördüğü faiz dışı fazla hedefi GSMH' nin %6,5' dir. Bu oranın %5,5' luk kısmı bütçe faiz dışı fazlası geriye kalan %1' lik kısmı ise bütçe dışı faiz dışı fazladan oluşmaktadır. Söz konusu hedefe ulaşmak için Akaryakıt Tüketim vergisinin yükseltilmesi, doğal gazı içerecek şekilde kapsamı genişletilmesi, büyük şehirlerde emlak vergisi oranının iki katına çıkarılması, İmar kanununun değiştirilmesi, temel Kamu İktisadi Teşebbüslerinde fiyat artışlarının yapılması gibi GSMH'nin %2'sine denk gelecek şekilde gelirleri artıracak çeşitli tedbirler alınmasına ve gelirler içinde dolaylı vergilerin payının bir önceki seneye göre %7 artırarak %65,6' ya yükselmesine karşılık vergi gelirlerindeki tahsilatın düşüklüğü nedeni ile gerçekleşen bütçe faiz dışı fazla, hedefin altında kalmış ve %4,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. IMF hesaplamasında Merkez Bankası karları hesaba katılmadığı için oran %3,5' a düşmektedir.³⁴²

2001 yılı sonunda 122,2 katrilyon Türk lirası olan iç borç stoku 2002 Kasım ayı itibarıyla %19 oranında artarak 145,3 katrilyon Türk lirasına yükselmiştir. Şubat ayında IMF' den gelen ve Hazineye aktarılan 15,7 milyar \$ finans sayesinde Mayıs ayına kadar iç borçlanma sınırlı derecede artmıştır. Ancak Mayıs sonrası ortaya çıkan siyasi belirsizlik ve erken seçim kararı iç borcun yapısında borç vadelerini kısaltmış faizleri ise yükselmiştir.³⁴³

Uygulanan programın tavizsiz sürmesi, programa olan inancın artması ve beklentilerdeki iyileşmeye paralel olarak enflasyonda 2001 yılı son çeyreğinde başlayan yavaşlama eğilimi 2002 yılında artarak devam etmiş ve yıl sonunda TÜFE

³⁴¹A.g.e., s. 39-40

³⁴² Mağfi Eğilmez, Basitleştirilmiş Faiz Dışı Fazla, (çevrimiçi) <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=66438>, TCMB Yıllık Rapor 2002 ,s. 38, 18. Stand- By Düzenlemesine İlişkin Niyet Mektubu

³⁴³ TCMB Para Politikası Raporu 2003 Ocak, s. 39

%29,7, TEFE %30,8 oranında artış göstermiştir. Böylelikle TÜFE' de son 20 yılın, TEFE' de ise son 16 yılın en düşük enflasyon düzeyine ulaşılmıştır.³⁴⁴

TÜFE' nin alt kalemlerine baktığımızda en düşük fiyat artışı %24,4 oran ile eğitim kaleminde sonrasında ise %24,7 oran ile gıda, tütün ve içki sektörü olmuştur. Giyim ve ayakkabı grubu fiyatları eğitim grubundan sonra en yüksek fiyat artışı gösteren ikinci kalem olmuştur. Yıl genelinde gerek döviz kuru gelişmelerinin fiyatlara önemli oranda baskı yapmaması gerek özel tüketim harcamalarındaki artışın oldukça sınırlı kalması bu grupta fiyat artış hızı sınırlı kalmıştır.

Para ve maliye politikaları uygulamaları Türk lirasının güçlenmesi ve bunların güçlenmesi ve bunların bekleyişler üzerindeki olumlu etkileri yıllık TEFE enflasyonun Şubat ayından itibaren hızlı bir şekilde gerilemesini sağlamıştır. Ancak genel seçim öncesi oluşan belirsizlikler sonucu enflasyondaki düşüş eğilimi döviz kuru piyasasında dalgalanmalar sonucu Haziran-Eylül döneminde görece düşmüş sonrasında ise bu eğilim hızlanarak devam etmiş 2001 yılında %88,6 olan TEFE 2002 yılında %30,8' e gerilemiştir.³⁴⁵

Sonuç olarak 2002 yılında örtük enflasyonun uygulanmaya başladığı ilk yılda programda belirtilen gösterge ve performans kriterlerine sadık kalındığını, enflasyon oranının gerek TÜFE gerekse TEFE de hedeflenen oranların altında kalarak başarıyla uygulandığından bahsedebiliriz.

2003 yılı ekonomik programın temel amaçları enflasyonla mücadele, borç yükünün azaltılması ve sürdürülebilir hızlı büyüme olarak belirlenmiştir. Bu doğrultuda büyüme hızı %5, yılsonu enflasyon hedefi %20 olarak hesaplanmıştır. IMF tanımlı toplam kamu kesimi faiz dışı fazla hedefi ise 2002 yılı ile aynı %6,5 olarak hedeflenmiştir.³⁴⁶

³⁴⁴ TCMB Yıllık Rapor, 2002, s. 62

³⁴⁵ A.g.e., s. 69

³⁴⁶ TCMB Yıllık Rapor 2003, s. 15-17

2001 yılındaki daralmanın ardından büyüme 2002 yılından sonra 2003 yılında da devam etmiştir. Mart ayında başlayan Irak Savaşının neden olduğu belirsizlik ortamı, savaşın Nisan ayında bitmesiyle ekonomik birimlerin harcama erteleme eğilimlerini de tersine çevirmeye başlamış ayrıca programın tavizsiz uygulanacağı inancı yerleştikçe ekonomiye duyulan güven de artarak faiz oranlarındaki düşüş devam etmiştir. Böylelikle artan güven ve düşen faizlerin etkisiyle özel tüketim ve yatırım harcamalarının belirleyici olduğu %5,8' lik büyüme hızına ulaşılmıştır.³⁴⁷

GSMH büyümesine en büyük katkı özel harcamalardan gelmektedir. Bunun nedeni Irak Savaşı' nın Türkiye ve dünya ekonomisine olası sonuçları karşısında tedbir amaçlı mamul mal stok artırma isteği ile savaş sonrası dönemde Türk lirasındaki değerlenmeden yararlanılarak ara malı ithalatındaki artış eğilimidir. Özel tüketim harcamaları bir önceki yıla göre %4,9 artarak bu grupta dayanıklı tüketim malları harcamaları ve gıda harcamaları dikkat çekerken kamu tükettim harcamaları % 2,3 ve kamu yatırımlar ise %18,5 oranında gerileyerek büyüme rakamını sınırlamıştır.³⁴⁸

Kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH içindeki payı konsolide bütçe dışı kalemlerin finansman yapılarındaki düzelme nedeni ile bir önceki yıla göre 4,3 puan azalarak %8,5'e düşmüştür. Bununla birlikte faiz dışı bütçe dengesi hedefin biraz aşağısında gerçekleşerek GSMH'nin %5,3 oranında kalmıştır. Bunun nedeni vergi gelirlerinin performans değerlerinin altında kalmasıdır.³⁴⁹ Ancak 2000 yılında %16,4, 2001 yılında ise %12,8 olan bu kamu kesimi borçlanma gereğindeki bu düşüş 2003 yılında faiz oranların daha düşük seviyelerde gerçekleşmesi buna bağlı olarak bütçede faiz yükünün önceki senelere göre daha düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Toplam iç borç stoku bir önceki yıla göre %29,7 artarak 194,4 katrilyona ulaşmış iç borç stokunun GSMH' ya oranı 2002 yılında %54,8' den

³⁴⁷ A.g.e., s. 19, TCMB Para Politikası Raporu 2004-II., s. 14

³⁴⁸ TCMB Yıllık Rapor 2003, s. 21

³⁴⁹ TCMB Para Politikası Raporu, 2004-I, s. 37

%54,5' e gerilemiştir. 2002 yılında 131,7milyar \$ olan dış borç stoku 145,8 milyar \$'a çıkmıştır.³⁵⁰

2003 yılında ithalat bir önceki yıla göre %31,4 oranında, ihracat ise %29,2 oranında artış göstererek dış ticaret açığı bir önceki yıla göre %36,9 oranında artarak 18,3 milyar \$ ulaşmış ihracatın ithalatı karşılama oranı %69,9 oranına gerilemiştir.³⁵¹

Tüm ifade edilen makroekonomik gelişmeler doğrultusunda 2003 yılı TÜFE ve TEFE rakamları 2002 yılında olduğu gibi hedeflenen oranların altında gerçekleşmiş ve %20 TÜFE hedefine karşılık %18,6 ve % 16,5 TEFE hedefine karşılık %13,9 artış gerçekleşmiştir. Enflasyonun olumlu seyrine en önemli katkılar Türk lirasının kur sepeti (1 ABD\$ + 0,77€) karşısında %7 değer kazanması, yurt içi talep artışının üretimi zorlayacak düzeyde gerçekleşmemesi ve kamu kontrolündeki malların fiyat ayarlamalarının enflasyon hedefi ile uyumlu olması sıralanabilir. Söz konusu dönemde alt kalemler itibariyle sağlık, eğitim gibi hizmet grubuna ait fiyat artışları yıllık TÜFE' nin üzerinde artarken, döviz kurlarından fazla etkilenen giyim-ayakkabı, ev eşyası, ulaştırma grupları en düşük artışı gösteren kalemler olmuştur.³⁵²

Uygulanan ekonomik programın 2004 yılı hedefleri ekonomideki büyümeyi devam ettirmek, tüketici enflasyonunu istenilen düzeye indirmek, faiz dışı fazla hedefine ulaşmak ve böylelikle makroekonomik dengeler üzerinde baskı oluşturan kamu borç stokunu düşürmektir. Önceki yıllarda olduğu gibi program çerçevesince para, maliye ve gelirler politikası uygulanmıştır. Para Tabanı, Net Uluslar arası Rezervlere ilişkin performans ve Net İç Varlıklara ilişkin gösterge niteliğindeki hedefler tutturulmuştur. İmalat sanayinde ücret artışları verimlilik artışlarının gerisinde kalmış kamu kesimi çalışanlarının reel ücretlerinde düşüş memur maaş artışları hedeflenen enflasyona göre ayarlandığı için sınırlı olmuştur. Önceki yıllarda olduğu gibi örtük uygulanan enflasyon hedefini uygulayan Merkez Bankası bu amaca ulaşmak için kısa vadeli faiz oranlarını kullanmıştır. Böylelikle programın

³⁵⁰ TCMB Yıllık Rapor 2003 s.32-34, TCMB Yıllık Rapor 2004, s.60

³⁵¹ TCMB Yıllık Rapor 2003, s. 49

³⁵² A.g.e., s. 65- 68

2004 yılı sayısal hedefleri: TÜFE artış oranının %12, reel büyümenin %5 ve faiz dışı fazlanın GSMH' ya oranının %6,5 olmasıdır.³⁵³

Toplam arz-talep dengesi, maliye politikasına ilişkin göstergeler, ücret-istihdam verileri, döviz kurları, enflasyon beklentileri, olası dışsal şoklar gibi unsurlar merkez bankasının faiz kararı alırken göz önüne aldığı göstergelerdir. AB ve IMF ile ilişkilerde sorun yaşanmaması, mali disiplin ve reformların uygulanmasına devam edileceği düşüncesi çerçevesinde 2004 yılı başında %26 olan gecelik borçlanma oranı yılsonuna kadar dört defa indirilerek % 18 düzeyine çekilmiştir.³⁵⁴

Türk lirası ABD doları karşısında 2004 yılının ilk üç ayında IMF ile 7. gözden geçirme çalışmalarının tamamlanması ve enflasyona ilişkin olumlu beklentilerin etkisi sonucunda değer kazanmaya başlamıştır. Bu dönemde 23 Ocak tarihinde günlük döviz alım ihalelerine, 16 Şubat tarihinde ise doğrudan alım yönünde müdahaleler başlamıştır. Sonraki günlerde FED' in faiz artırımına gidebileceği beklentileri, Kıbrıs referandumu ve Türkiye' nin AB üyeliğine dair belirsizliklerin etkisi döviz kurlarını yükseltmesi nedeni ile döviz kurunda aşırı oynaklık meydana gelmiştir. Böylelikle TCMB doğrudan satım müdahalesi bulunmuştur. Yaz döneminde turizm gelirlerinin artması ile Türk lirası tekrar değer kazanmaya devam etmiştir. Ağustos- Eylül döneminde, cari açığın finansmanına ilişkin tartışmalar ve olumsuz iç politik gelişmeler sonucunda kurlardaki oynaklık bir miktar artış göstermiştir. Ancak, IMF ile 3 yıllık yeni bir anlaşmanın yapılması ve AB sürecinde olumlu gelişmelerin etkisiyle döviz kuru yılsonuna kadar sürmüş ve TCMB tarafından alımı yapılan toplam döviz miktarı 5,4 milyar ABD \$ olmuştur.³⁵⁵

Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında güçlenmesinin sürmesi faiz oranlarındaki gerileme ve makroekonomik hedeflere ulaşılacağına dair olumlu beklentiler ile GSMH yıllık %9 oranında büyüyerek yine hedeflenen oranın üzerine çıkmıştır. Söz konusu büyümenin ardından yatan unsur enflasyon oranının hedefler dahilinde gerçekleşmesine paralel olarak düşen faiz oranlarının ertelenmiş tüketim ve

³⁵³ TCMB Yıllık Rapor 2004, s. 15- 16

³⁵⁴ A.g.e., s. 76

³⁵⁵ TCMB Yıllık Rapor 2004, s. 77

yatırım harcamalarının uyarmasıdır. Özel tüketim harcamaları ile kamu tüketim harcamaları yıl boyunca ters yönlü hareket etmişlerdir. Yılın ilk üç çeyreğinde, özel tüketim artışı büyümenin ardında dikkati çekerken, son çeyrekte bu talep önemli ölçüde düşmüş; ancak bu düşüşü kamu harcamalarındaki artış dengeleyebilmiştir. Sabit sermaye yatırımları ise yıl içerisinde kamu sektöründe sürekli eksi değer gösterirken özel sektör yatırımları ilk çeyrekte %63 oranında bir artıştan son çeyrekte %17 oranında artışa gerilemesine karşılık artmaya devam etmiştir.³⁵⁶

2004 Haziran ayı başında borçlanma stratejisi ana hatları ile kamuoyuna duyurulmuş buna bağlı olarak nakit iç borçlanmanın ağırlıklı olarak Türk lirası cinsinden sabit getirili senetlerle yapılması ve nakit iç borçlanma vadesinin bir yıldan uzun tutulması öngörülmüştür. 2003 yılında siyasi istikrarın sağlanması ve uygulanan ekonomik programın başarıyla sürdürüleceğine dair inancın artmasıyla borçlanma vadesi uzarken faizler de düşmüştür. Böylelikle bir önceki yıla göre nominal %15,5 oranında artan iç borç stoku 224,5 katrilyon Türk lirasına ulaşmıştır. Ancak net borçlanma miktarı azalmıştır. İç borç stokunun GSMH' ya oranı %52,9' a düşerken faiz dışı fazla hedefin üzerinde gerçekleşmiş ve GSMH' nin %6,2'si oranında fazla gerçekleşmiştir.³⁵⁷

2004 yılında enflasyondaki düşüş eğilimi hızlanarak devam etmiş TÜFE enflasyonu yıllık % 9.32' ye inerek sene başındaki %12' lik oranlık hedefin altında kalmıştır. ÜFE enflasyonu ise %13.84 olarak gerçekleşmiştir. 2004 yılında artan sermaye yatırımları ile emek sermaye oranları düşmüş ücret artışları emek verimliliğinin gerisinde kalarak fiyatlara ücretler kanalından maliyet baskısı gerçekleşmemiştir. Ancak petrol fiyatında ve metal fiyatlarındaki artış TEFE enflasyonunu artırıcı etkiye sahip olmuştur.

2004 yılında TÜFE' de dikkat çeken unsur mal ve hizmet fiyat artışları arasındaki farklılaşmanın devam etmesidir. Öyle ki, fiyat değişimleri hizmetler sektöründeki fiyatların lehine hareket etmekte, söz konusu dönemde TÜFE alt

³⁵⁶ TCMB Para Politikası Raporu 2005-I, s. 11-14

³⁵⁷ Yıllık Rapor 2004, s. 39

kalemlerinde en yüksek artışların konut, ulaştırma, eğitim, lokanta, pastane-otel kalemlerinde ortaya çıktığı görülmektedir.³⁵⁸ Ulaştırma dışında bu alt kalemlerin hepsinin hizmetler sektörüne dâhil olduğunu göz önüne alınırsa, bu sektörde fiyat katılıklarının devam ettiğini söylemek mümkün olmaktadır.

2003 yılında %13,9 olan TÜFE enflasyonun 2004 yılında pek değişmediği ve %13.8 olarak gerçekleşmesinin ardında uluslar arası emtia fiyatlarında gözlenen dalgalanmaların etkisiyle, imalat sanayi fiyatları yılın büyük kısmında enflasyonu artırıcı etkide bulunması; tarım fiyatlarının doğa koşullarına bağlı olarak yüksek değişkenlik göstermesi ve petrol fiyatlarında kasım ayına kadar görülen artış etkili olurken üretim sürecinde önemli bir maliyet unsuru olan elektrik, gaz ve su fiyatlarının gerilemesi bu etkiyi sınırlayan bir gelişme olmuştur.³⁵⁹

2004 yılında bir önceki yıla göre parasal taban %35,8 oranında artmıştır. Parasal tabandaki bu artış reel büyümeden de enflasyon oranındaki artıştan da fazladır. Söz konusu durum yaşanan finansal derinleşmeye ilaveten düşen enflasyonla birlikte para talebinin artması ve ters para ikamesinin yaşanması ile açıklanmaktadır.³⁶⁰

TCMB, açık enflasyon hedeflemesi rejimine 2006 yılı başında geçeceğini ve 2005 yılının geçiş dönemi olacağını bildirmişti. rtk olarak uygulanan enflasyon hedeflemesinin son yılı için hedeflenen TÜFE oranı yıllık %8, GSMH artış oranı ve faiz dışı fazla hedefleri önceki yıllarda olduğu gibi sırasıyla %5 ve %6,5 olarak belirlenmiştir.

Fiyat istikrarı yolunda alınan mesafenin bir göstergesi olarak 2005 yılının başında paradan altı sıfırın atılmış, para politikasının karar mekanizması daha kurumsal bir yapıya kavuşturulmuş, öngörülebilir ve şeffaf hale getirilmiştir. Para politikası kurulu tavsiye verme niteliğinden karar alıcı pozisyonuna geçmiş ve yılın

³⁵⁸ A.g.e., s.65

³⁵⁹ A.g.e. s. 73

³⁶⁰ Yıllık Rapor 2004, s. 78

başında %18 olan gecelik borçlanma oranını yıl içine dokuz defa düşürerek yıl sonunda %13.50 seviyesine indirmiştir. Temmuz ayına kadar kademeli olarak düşürülen faiz oranları, yılın ortasındaki açıklanan talep verilerinin karışık sinyaller içermesi nedeni ile sabit kalmış, son çeyrekte ise petrol fiyat artışının ikincil etkilere neden olmaması ve AB müzakere başlama süreci ile belirsizliğin kalkması ile temkinli bir şekilde düşürülmüştür.³⁶¹

Enflasyon beklentilerinin yanı sıra para tabanının da nominal çapa olarak kullanıldığı bu uygulamada para tabanının güçlü bir çapa olma özelliğini kaybettiği görülmektedir. Çünkü para tabanının en önemli belirleyicisi emisyon hacmidir. Ancak emisyon hacminin gelecek dönem enflasyonu açısından içerdiği bilginin çok sınırlıdır. Ayrıca faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı rejimlerde para talebi tarafından içsel olarak belirlenmesi para tabanının güçlü çapa olma özelliğini kaybettirmektedir. 2005 Eylül ayında Para Tabanı hedefin üzerine çıkmış olmasına karşılık enflasyon ve para politika ile ilgili beklentilerde bir bozulmanın gözlemlenmemesi bu açıdan dikkat çekicidir.³⁶²

Söz konusu hedeften sapma para tabanının hem emisyon hem de banka mevduatları kalemlerinden ileri gelmektedir. Finansal derinleşmenin artması, faiz oranlarında düşme ve YTL' nin değerlendirilmesi sonucu para talebinde artış meydana gelmiştir. 2005 yılında emisyon hacmi reel olarak %45,6 artış göstermiştir. Banka mevduatlarındaki artış ise finansal derinleşmeye ve oluşan güven ortamına bağlı olarak bireylerin YTL cinsi yatırım araçlarına özellikle YTL mevduatlarına yönelmesi sonucunda bir önceki yıla göre %91,8 artış göstermiştir. Böylelikle 2005 yılında para tabanı %61 oranında artmıştır.³⁶³

Ekonomik programa sadık kalınması ile oluşan güven ortamının sürmesi, mali disiplinden vazgeçilmemesi, yapısal reformların devam etmesi, Yeni Türk

³⁶¹ TCMB Yıllık Rapor 2005, s.75- 76

³⁶² TCMB **Yıllık Rapor 2005**, s. 81

³⁶³ A.g.e., s.80- 83

lirasındaki değer artışı ve faizlerdeki düşüş neticesinde bir önceki yıla göre yıllık GSMH artış oranı hedefin üzerine çıkmayı başararak %7,4 olarak gerçekleşmiştir.³⁶⁴

Özel tüketim harcamalarındaki artış GSMH artışının belirleyicisi olmuştur. Söz konusu durum veri fiyat düzeyinde talep artışından ziyade daha çok görelî fiyat hareketlerinden kaynaklanmış ve dayanıklı tüketim malları ağırlıklı olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan yurtiçi talebin diğer bileşeni olan yatırım harcamaları da üretimin artmasına olumlu katkı sağlamıştır. Enflasyon ve faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte bankacılık kesiminin hane halkına kredi sağlama imkanı artmış, kredi maliyetlerindeki gerileme ve uzun vadeli kredi imkanı konut kredileri başta olmak üzere tüketici kredilerini artmasını sağlamıştır. Böylelikle ertelenen konut talebinin canlanması ile inşaat harcamaları yüksek oranlı artış göstermiş ve 2004 yılının tersine 2005 yılı boyunca inşaat harcamalarını kamu kesimi de desteklemiştir.³⁶⁵

2002 yılından bu yana gerçekleşen enflasyon oranı sürekli hedefin altında kalmış 2005 yılında da TÜFE, %8' lik hedefin altında kalarak %7,72' ye gerilemiştir. ÜFE yıllık fiyat artışı ise %2,66 oranında gerçekleşmiştir. TÜFE' deki gerilemenin devam etmesi özellikle ilk çeyrekte gıda, sağlık ve eğitim sektörlerinde yapılan KDV indirimi ile giyim ve ayakkabı grubu fiyatlarının yüksek oranda gerilemesinden kaynaklanmaktadır. TÜFE' deki düşüşü sınırlayan en önemli unsur ise yılın üçüncü çeyreğinde gerçekleşen vergi düzenlemeleri nedeniyle yüksek oranlı artan bütün ürünleri fiyatlarıdır. Genel olarak hizmetler sektöründeki fiyat katılıkları 2005 yılında da devam etmiş, mal grubu fiyatları %6,21 oranında, hizmet grubu fiyatları ise %12,68 oranında artmıştır. Özellikle kira fiyat artışlarının dahil olduğu (%20,48) konut grubu %9,87, lokanta ve oteller grubu %14,98, ulaştırma grubu %11,01 yıllık TÜFE artışının üzerinde artmıştır. Ayrıca yıl boyunca artan petrol fiyatlarının YTL'nin güçlü yapısı nedeni ile TÜFE üzerindeki etkisi sınırlansa da mal grubu

³⁶⁴ TCMB Enflasyon Raporu, 2006-II, s.19

³⁶⁵ TCMB Yıllık Rapor 2005, s. 16-18

içerisinde yer alan enerji alt kalemini %7,5, petrol ürünlerine duyarlı hizmet kalemleri ise %14,2 oranında artmıştır.³⁶⁶

Kısaca 2005 yılı TÜFE 'nin olumlu seyretmesinin ardında yatan nedenler şu şekilde sıralanabilir; Öncelikle YTL' nin yıl içersinde güçlü seyri, başta ham petrol fiyatları olmak üzere, ithalat fiyatlarındaki yüksek oranlı artışların yurt içi ekonomiye olumsuz yansımalarını sınırlamıştır. Bunun yanında petrol fiyatlarında yaşanan yüksek oranlı artışların TÜFE üzerindeki ikincil etkileri oldukça sınırlı kalmıştır ve beklentilerde bozulmaya sebebiyet vermemiştir. Ayrıca belirli dönemlerde artan toplam talebin artan yatırım eğilimine bağlı olarak ekonominin üretim kapasitesinin gelişmesiyle birlikte enflasyon yaratmayacak seviyelerde seyretmesi olmuştur. Son olarak düşmeye devam eden hizmet grubu fiyat artışlarıdır.

Türkiye 2001 krizinden sonra, 2002-2006 yılları arasında kurların dalgalanmasına izin veren, kısa dönem faiz oranlarının para politikası aracı olduğunu ilan eden, nominal çapa olarak sadece para tabanını değil, beklentileri de enflasyon hedefleri ile etkileyeme çalışan, bu amaçla gelirler politikasını ileriye dönük beklentilerle oluşturan, bu eğilimle ekonomideki endeksleme eğilimini kırmayı amaçlayan ve tüm bunları yapısal reformlarla birleştiren bir politikası uygulamıştır. Söz konusu politika açık enflasyona geçiş öncesinde uygulanan bir örtük enflasyon hedeflemesidir. Politikanın uygulandığı dört yıl boyunca, merkez bankasının para politikası performansı oldukça başarılı olmuş art arda dört yıl enflasyonu, hedeflenen seviyenin altına indirmeyi başarmıştır. Ancak iç koşulların dış koşullardan bağımsız değerlendirilemeyeceği gözden kaçırılmamalıdır. Zira, söz konusu dönemde dünya ekonomisinde likidite sıkıntısının yaşanmadığı, sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere doğru seyir izlediği bu nedenle yüksek cari açıkların kolay finanse edildiği, sadece Türkiye gibi enflasyon hedeflemesi uygulayan yirmi üç ülkede değil enflasyon hedeflemesi uygulamayan ülkelerin de enflasyon oranlarının düşme eğilimi gösterdiği ve dünya büyüme hızının art arda uzun yıllardan sonra ilk kez yüksek seviyelerde yaşandığı bir dönem olduğu da önemli bir unsurdur.

³⁶⁶TCMB Yıllık Rapor 2005, s.61- 63

4.3.2.2. AÇIK ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİ

2006 yılı başından bu yana uygulanan açık enflasyon hedeflemesinin gösterdiği performans, politikanın örtük uygulandığı 2002-2006 döneminin oldukça gerisinde kalmıştır. Hem 2006 yılında hem de 2007 yılında gerçekleşen enflasyon oranları nokta hedefe ulaşmadığı gibi önceden belirlenen belirsizlik aralığının da üzerinde gerçekleşmiştir. 2008 yılı enflasyon rakamları ise henüz yılın ilk çeyreğinde yıllık hedef enflasyonuna ulaşamayacağını göstermiştir. Böylece art arda 3 yıl boyunca hedef ıskalanmış olmaktadır. Söz konusu durum bir taraftan uygulanan politikayı yeniden gözden geçirme eleştirilerini yükseltirken diğer taraftan Merkez bankasının elindeki veri bilgi setine dayanarak 2008 yılı enflasyon hedefi olan yıllık %4 TÜFE rakamının 2011 yılına kadar ulaşamayacağını açıklaması hedefin revize edilmesi tartışmalarını başlatmıştır.

2006 yılı enflasyon gelişmelerini analiz ederken Mayıs ayında mali piyasalarda ortaya çıkan çalkantı sonrası ülkeyi terk eden sermaye karşısında YTL'nin hızlı değer kaybı hedefin yakalanılamamasında en büyük nedendir. Mayıs başına kadar enflasyondaki gelişmeler petrol, altın fiyatları ve işlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklarken; Mayıs ayı sonrasında enflasyon, önceki aylarda olduğu gibi sadece arz yönlü nedenlerle değil bunlara ilave olarak döviz kurunun fiyatlara doğrudan ve dolaylı etkilerinden de olumsuz etkilenmiştir.

Tablo: 28 2006 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Gerçekleşmeler

	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	9.4	8.5	7.8	7.0
Hedefle Uyumlu Patika	7.4	6.5	5.8	5.0
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	5.4	4.5	4.8	3.0
Gerçekleşmeler	8.16	10.12	10.55	9.95

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 2006, s.37

Tablo:29 2006-2007 TÜFE Göstergesi

	2006					2007				
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
TÜFE	1.25	3.58	1.69	2.81	9.65	2.36	1.47	0.31	4.02	8.39
1. Mallar	0.80	3.67	0.88	3.1	8.69	2.39	1.18	-0.11	4.65	8.29
Enerji	2.63	4.94	0.69	1.92	10.5	1.58	1.00	0.55	7.85	11.25
İşlenmemiş Gıda	8.81	-3.67	1.83	5.81	12.9	11.74	-5.93	2.23	3.30	10.99
Enerji ve İşlenmemiş Gıda Dışı Mallar	-2.01	5.54	0.67	2.70	6.93	-0.10	3.56	-1.01	4.09	6.60
İşlenmiş Gıda	1.93	0.63	4.15	2.65	9.66	2.28	0.58	4.26	5.31	12.95
Dayanımlı Mallar	-1.66	8.69	1.34	-1.58	6.61	1.23	-1.73	-1.15	-1.71	-3.34
Dayanımsız Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	-3.04	5.40	2.84	-2.20	2.78	1.13	-1.36	-1.60	-2.41	-4.21
Yarı Dayanımlı Mallar	-3.65	9.14	-2.14	4.75	7.81	-3.37	7.43	-3.50	7.67	7.86
Dayanımsız Mallar	4.64	-1.12	3.01	3.04	9.82	6.75	-2.07	2.52	4.21	11.69
2. Hizmetler	2.41	3.36	3.83	2.09	12.2	2.29	2.28	1.50	2.32	8.64
Kira	4.08	3.69	6.67	4.25	20	3.94	3.33	4.56	3.30	16.01
Lokanta ve Oteller	3.02	4.25	3.40	2.24	13.5	2.6	1.94	2.27	3.64	10.87
Ulaştırma Hizmetleri	1.27	1.36	6.26	3.50	12.9	0.1	1.70	2.10	1.91	5.93
Diğer Hizmetler	1.80	3.32	2.32	0.76	8.45	2.1	2.19	-0.36	1.27	5.29

Kaynak: TCMB

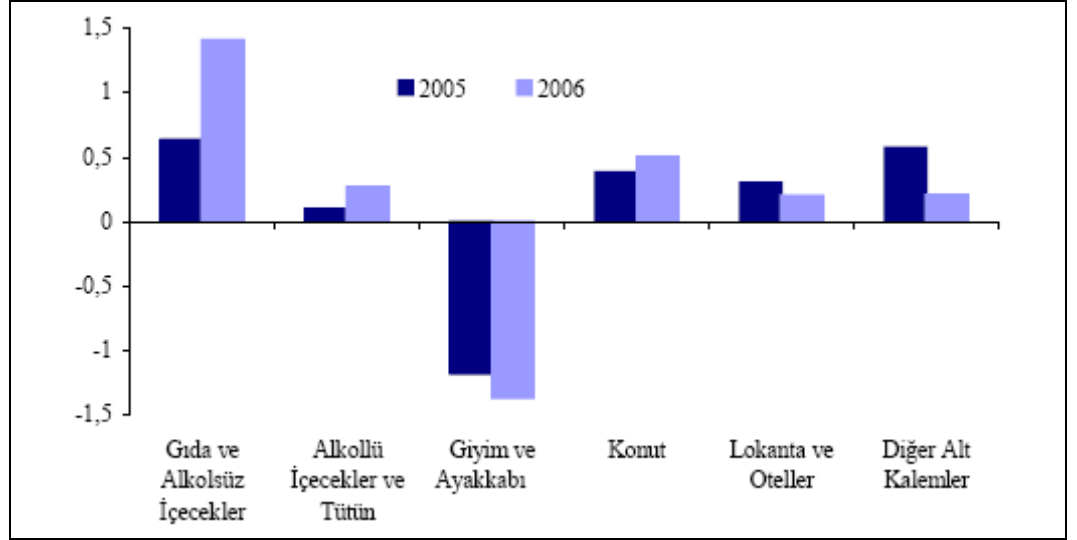
2006 yılının ilk çeyreğinde enflasyon üç aylık %1.25 yıllık ise %8,16 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam Tablo 20' da görüldüğü gibi hedefle uyumlu patikanın üzerinde gerçekleşse de söz konusu artış alkollü içecekler, enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklanmıştır. Adı geçen kalemlerin çıkarıldığı özel kapsamlı TÜFE göstergesinde, enflasyonun ana eğiliminin geçen senenin aynı dönemine göre daha düşük olduğu görülmektedir. Enflasyondaki bu düşüşe destek veren gelişme 2005 yılında gıda, sağlık, eğitim kalemlerinde gerçekleştirilen KDV indirimi uygulamasının 2006 Mart ayında tekstil, hazır giyim ve deri sektöründe %10' luk bir indirim uygulaması ile devam etmesidir. Yılın ilk çeyreğinde %1.25 oranında artan tüketici fiyatlarında öne çıkan unsurlar:³⁶⁷

1. Beklentilerin üzerinde artan işlenmemiş gıda fiyatları

³⁶⁷ TCMB, **Enflasyon Raporu, 2006- II**, s. 7

2. Talep ve rekabet koşulları neticesinde yüksek oranda azalan giyim fiyatları
3. Tütün ürünlerinde gözlenen artışlar
4. Hizmet sektörü fiyatlarının seyri

Şekil: 3 2006 –I TÜFE Alt Kalem Değişimleri



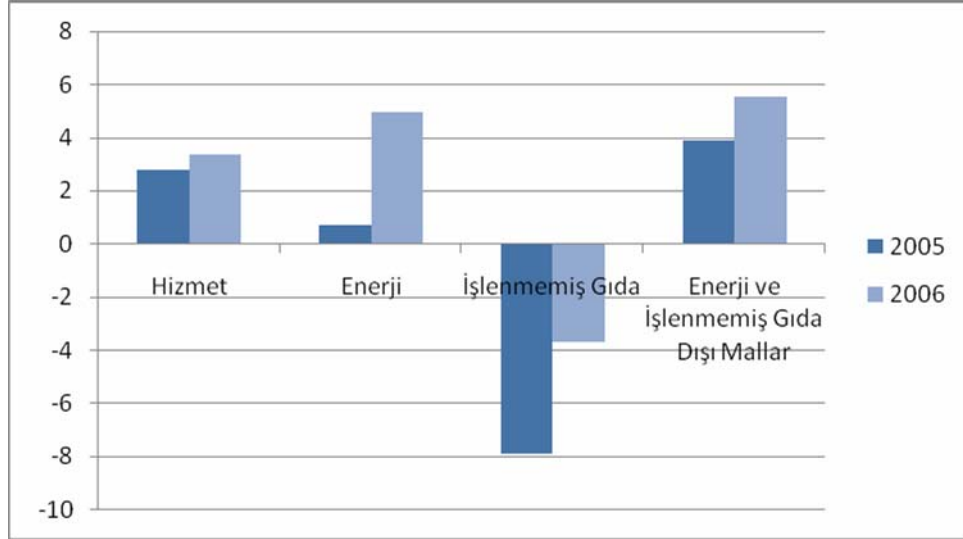
Kaynak: TCMB, Enflasyon Raporu, 2006-II

Şekil 3’ de görüldüğü gibi TÜFE’ deki artış oranlarında hizmet gruplarının katkısı mal grubunun katkısından fazla olsa da bu katkı önceki yılların tersine düşmeye başlamıştır. Böylelikle kira artışları hariç hizmet fiyatlarında özellikle fiyatları doğrudan yönlendirilmeyen, enerji fiyatlarından doğrudan etkilenmeyen emek yoğun hizmet fiyatlarında atalet kırılarak geçen yılın aynı dönemine göre fiyatlar sabit kalmıştır.

2006 yılı ikinci çeyrekte enflasyon %3.58 gerçekleşen enflasyon oranı yıllık bazda % 10,12 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle yıllık olarak bir önceki çeyreğin üzerine çıkan enflasyon belirsizlik aralığını da aşmıştır. Geçen çeyrekte enflasyonu olumsuz etkileyen arz yönlü etkilere ilave olarak bu çeyrekte risk algılamaları değişen yatırımcıların gelişmekte olan ülkeleri terk edişleri sonucu değer kaybeden ulusal paranın da etkisi olmuştur.³⁶⁸

³⁶⁸ TCMB, Enflasyon Raporu, 2006- III, s. 15

Şekil:4 2006-II TÜFE Alt Kalem Değişimleri



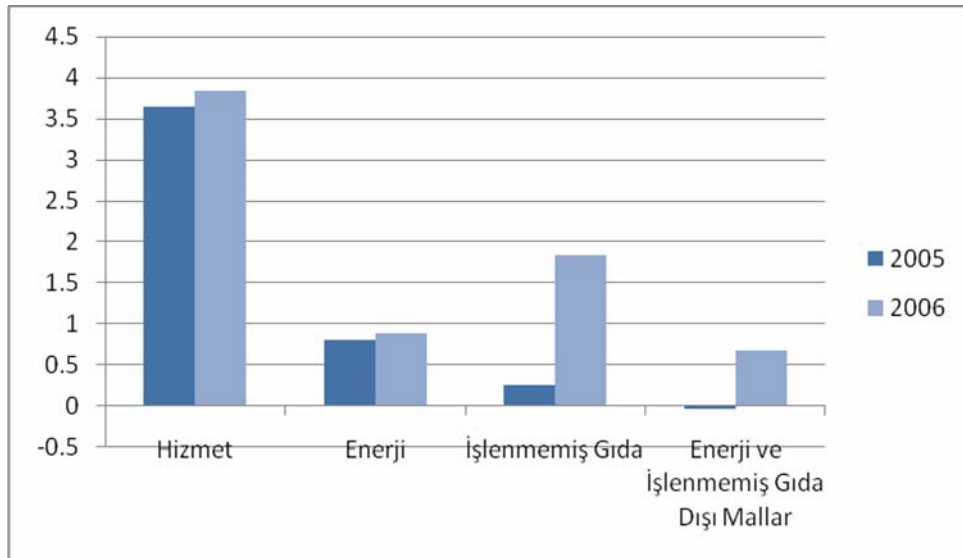
Kaynak: TCMB

Tablo 20 ve Şekil 4’ de ifade edildiği gibi ikinci çeyrekte enflasyona en büyük katkı % 4.94’ lük artış oranı ile enerji fiyatlarındaki artıştan gelmiştir. Söz konusu yüksek oranlı artışlar akaryakıt ve doğalgaz fiyat artışları ile tüketici fiyatlarını olumsuz etkilemiştir. Bir diğer olumsuz etki geçen yılın aynı dönemine göre %60 oranında artan altın fiyatlarıdır. Enerji ve işlenmemiş gıda dışı mallardaki yüksek oranlı artış YTL’nin değer kaybıyla önceki yılın üzerinde artmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarında gerileme görülse de söz konusu gerileme taze meyve ve sebze fiyatlarındaki baskı nedeni ile geçen yılın aynı dönemine göre sınırlı düzeyde kalmıştır. Son olarak %3.36 oranında artan hizmet fiyatları geçen senenin aynı dönemine göre artsa da ilk defa %3.67 oranında artan mal grubu fiyatlarının gerisinde kalmıştır. Mal fiyatlarındaki yüksek oranlı artış değer kaybeden YTL’ nin endekse doğrudan etkisi sonucu oluşmuştur. Döviz kurlarına karşı hassas olan otomobil, elektrikli eşya, akaryakıt gibi ithal malların iki aylık tüketici enflasyonunda %1,5 artışa neden olmuştur.³⁶⁹

³⁶⁹ TCMB, Enflasyon Raporu, 2006-III, s.15-20

Üçüncü çeyrek itibari ile enflasyon oranı %1.69, yıllık fiyat artışı ise %10.55 olarak gerçekleşerek yine belirsizlik aralığının dışında kalmıştır. Söz konusu nedenler nominal olarak %15 değer kaybeden YTL'nin fiyatlar üzerindeki gecikmeli etkisi ve işlenmemiş gıda ve son olarak hizmet grubu fiyatlarındaki artışlardır. Yıllık TÜFE artışında en etkili kalemlerin başında gelen gıda ve alkolsüz içecekler grubu, taze sebze ve meyve fiyat artışından etkilenmemektedir. Zira, 2005 yılının son çeyreğine kadar %12.9 oranında gerileyen fiyatlar 2006 yılının son çeyreğine kadar %35.2 oranında artmıştır. %3.83 olan hizmet grubu fiyat artışları, %0.88 olan mal grubu fiyat artışlarını yine geçmiş bulunmakta burada en önemli etki ise yıllık %20'nin altına inmeyen kira kaleminden gelmektedir.³⁷⁰

Şekil:5 2006-III TÜFE Alt Kalem Değişimleri

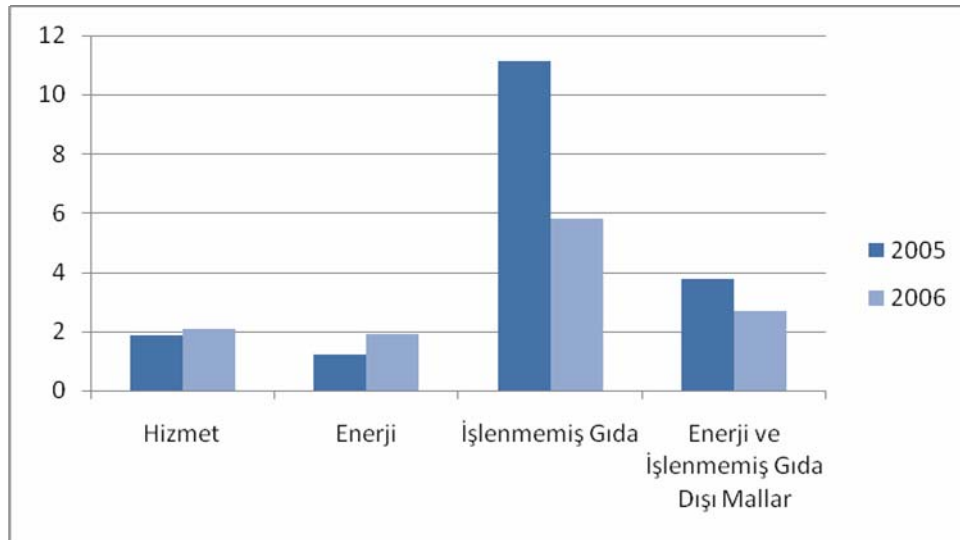


Kaynak: TCMB

³⁷⁰ TCMB, Enflasyon Raporu, 2006- IV, s. 19- 24

2006 son çeyrekte ise yıllık %2.81 oranında gerçekleşen enflasyon rakamı sonucu 2006 yıllık enflasyon oranı %9.65 olmuş böylelikle önceki çeyreklerde olduğu gibi belirsizlik aralığının üst sınırının dışında kalmıştır. Ancak üçüncü çeyrekte tekrardan güçlenmeye başlayan YTL, uluslar arası petrol fiyatlarındaki gerileme ve uzun zamandan beri hızla yükselen işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gerileme ve döviz kurunun gecikmeli etkilerinin zayıflamasıyla yıllık fiyat artışı ikinci ve üçüncü çeyreğe göre sınırlı kalmıştır. Son çeyrekte enflasyonu tetikleyen gelişmeler işlenmemiş gıda ve yarı dayanıklı mallardaki fiyat artışlarıdır. Enerji fiyatlarından sonra döviz kurunun fiyatlara etkisi en hızlı yansıyan grup enerji ve işlenmemiş gıda dışında kalan mallardır. Çünkü bu grupta dayanıksız veya yarı dayanıklı mallar yer almakta bu gruptaki malların büyük kısmı ithal edilmekte veya aramaları ithal edilmektedir.³⁷¹

Şekil:6 2006- IV TÜFE Alt Kalem Değişimleri



Kaynak: TCMB, Enflasyon Raporu, 2007-I

³⁷¹ TCMB, Enflasyon Raporu, 2007-I, s.17-21

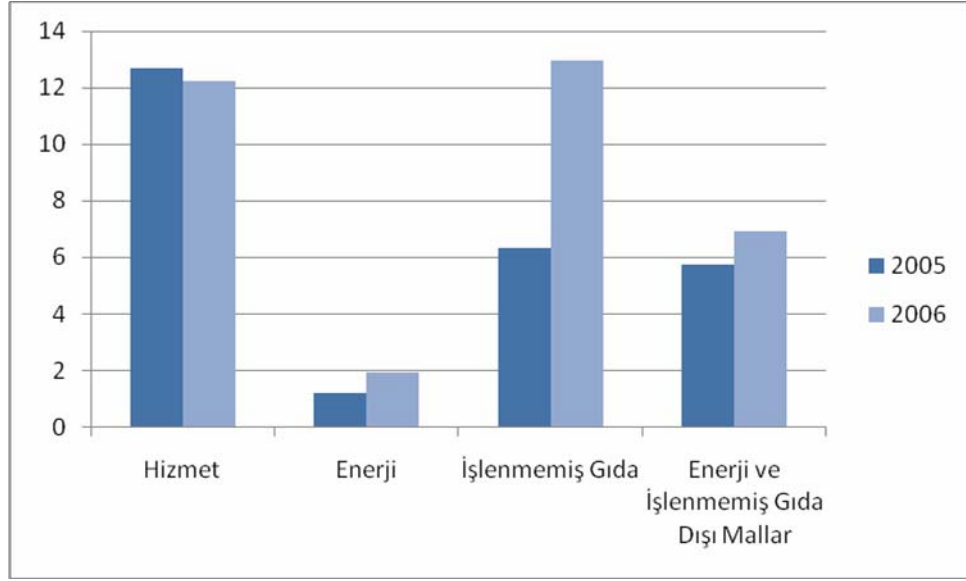
Böylelikle 2006 yılı için hedeflenen %5 oranına ulaşılmamış yıllık TÜFE %9.65 olarak gerçekleşmiş belirsizlik aralığının da 2.65 puan üzerine çıkmıştır. Enflasyonu geçici hareketlerden ayırştıran ÖKTG-H endeksinde ise yıllık enflasyon %8.9 olmuştur. Söz konusu sapmayı açıklamak için yılı mayıs ayı öncesi ve mayıs ayı sonrası olarak ikiye ayırmak gerekmektedir. Mayıs ayı öncesinde yükselen ham petrol fiyatları, işlenmemiş gıda fiyat artışları ve altın fiyatlarındaki hızlı yükselişler gibi farklı arz şoklarının ortaya çıkması enflasyon artışının tetikleyicisi olmuştur. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış eğilimi temelde kötü hava koşulları ve ürün rekoltesindeki düşüş neticesinde taze sebze meyve fiyat artışlarından kaynaklanmıştır. Yıllık işlenmemiş gıda fiyat artışı %12.9 olarak gerçekleşerek enflasyonu yukarı çeken önemli unsur olmuştur. Uluslar arası piyasalarda artan enerji fiyatları ise yerli paradaki değer kaybı ile etkisini daha fazla hissettirerek yıllık artış oranı %10.5 düzeyinde gerçekleşerek işlenmemiş gıda fiyatlarının ardından enflasyonu yükselten ikinci grup olmuştur.³⁷²

Mayıs sonrasında ise gelişmiş ülkelerin enflasyon kaygısı ile faiz oranlarını artırmaları sonrasında değişen küresel risk algılamaları uluslar arası likidite şokuna neden olmuştur. Şok sonrasında yabancı yatırımcıların bono satışları ile değerlenen döviz kurunun enflasyona doğrudan ve dolaylı olumsuz etkileri olmuştur. Mayıs ve Haziran aylarında değer yitiren YTL'nin yıl sonu enflasyonuna katkısı 3.5 puan civarında olmuştur.³⁷³

Şekil 7: 2006 Yıllık TÜFE Alt Kalem Değişimleri

³⁷² TCMB, **Yıllık Rapor, 2006**.s.35

³⁷³ A.g.e.



Kaynak: TCMB Enflasyon Raporu, 2007-I

Şekil 7’ de açıkça görüldüğü gibi yıl genelinde hizmetler sektörü fiyat artışları mal grubu fiyat artışlarının genelde üzerinde kalmıştır. Burada en önemli katkıyı kira artışları gerçekleştirmiş yıllık kira artışları %20 olarak hizmet fiyat artışlarını olumsuz etkilemiştir. Restoran- Oteller ve ulaştırma kalemleri geçen yıldan bu yana pek fazla değişmese de enflasyon hedefin oldukça üzerinde seyir izlemiştir. Burada önemli unsur enerji fiyatlarındaki eğilimin yanı sıra YTL’ deki değer kaybı nedeni ile enerji maliyetinin daha da artmış olmasıdır. Hizmet fiyat artışlarından yaklaşık 3,5 puan az artan mal fiyatları enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarının baskısı altında kalmıştır.

Nisan ayına kadar politika faizlerini %13.5 düzeyinde sabit tutan Merkez Bankası para politikasının kontrolü dışındaki kalemleri hariç tuttuğunda enflasyondaki ana eğilimin düşüş yönünde olduğunu ve bu sürecin devam edeceğini düşünerek faiz oranlarını 25 baz puan düşürmüştür.³⁷⁴

Mayıs ve Haziran aylarındaki finansal piyasalardaki dalgalanma sonrası değer yitiren YTL’ nin yanında, artan emtia ve işlenmemiş gıda fiyat artışlarının beklentileri bozmuş olması ve ikincil etkilerinin ortaya çıkması olasılığı sonucu

³⁷⁴ A.g.e., s.39

Haziran ayı başında 175, Haziran ayı sonlarına doğru 225 ve Temmuz ayı sonunda 25 baz puan daha artırarak toplam faiz oranlarını 425 baz puan yükseltmiştir. Yıl sonuna kadar faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapmayarak %17.5 oranında sabit tutmuştur.³⁷⁵

2006 beklenti anketlerine bakıldığında senenin başında yıl sonu enflasyon beklentisi %5.68 ile hedeften 0.68 puandan fazla iken mayıs türbülansından sonra beklentiler olumsuz değişim başlamıştır. Mayıs başında %6.27 olan beklenti anketi Ağustos başına kadar %10.59 yükselmiş Ağustostaki YTL' nin tekrar güçlenmesi ve enerji fiyatlarındaki kısmi iyileşme ile düşme eğilimine girmiş ve %9.96 olarak nihayetlenmiştir. 12 ay ve 24 ay sonrası için beklenti oranları ise sırasıyla %6.84 ve %5.50 dir.³⁷⁶Böylelikle 2005 yılında beklentiler hedefin sadece 0.68 puan üzerinde iken 2007 ve 2008 yılları için beklentiler sırasıyla hedefin 2.84 ve 1.50 puan üzerindedir.

2007 yılı enflasyon hedefi %4 olsa da yılın ilk enflasyon raporunda merkez bankası işlenmemiş gıda ve hizmet fiyatlarında beklenen iyileşme hareketinin gerçekleşmemiş olması, tütün ürünleri fiyatlarında vergi kaynaklı yükselişler ve petrol fiyatlarının 55\$ varil fiyatının 60\$'a çıkması nedeni ile enflasyon görünümü güncelleyerek yıl sonu enflasyonun % 70 olasılıkla %4.5 ila %7,1 arasında kalacağını tahmin etmiştir.³⁷⁷

2007 yılı ilk çeyreğinde enflasyon %2.36 oranında artarak belirsizlik aralığının içinde kalmıştır. (Tablo 30) Enflasyona en büyük etki işlenmemiş gıda fiyatlarının artırıcı etkisi ile enerji ve işlenmemiş gıda dışı mal grubunun enflasyon etkisi olmuştur. Söz konusu iki kalem endeksten çıkarıldığında 3 aylık TÜFE rakamı %0.89' a düşmektedir. İşlenmemiş gıda fiyatları ilk çeyrekte %11.74 oranında artarken meyve fiyatlarının 2005 ve 2006 yıllarının aynı çeyreğinde sırasıyla %0.76 ve %0.96 oranlarında artmışken 2007 yılında %24.02 oranında artışı belirgin etkiye

³⁷⁵ A.g.e., s.39- 40

³⁷⁶ A.g.e. ,s.27

³⁷⁷ TCMB, **Enflasyon Raporu, 2007-II**, s.2-3

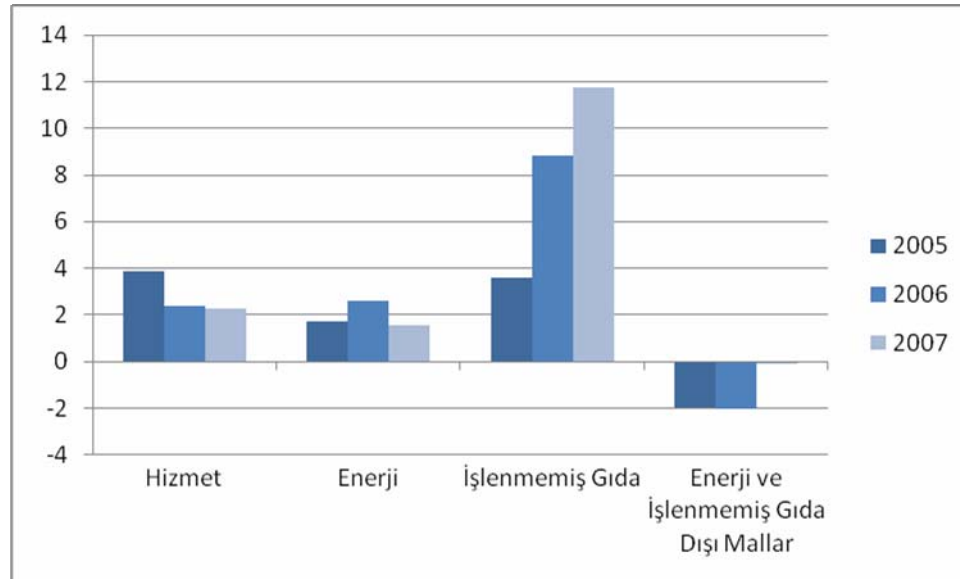
sahiptir. Enerji ve işlenmemiş gıda dışı mallar 0.10 puan azalsa da önceki yıllara göre söz konusu düşüş oldukça sınırlı kalmıştır. Burada en önemli neden ise sigara fiyatlarında özel tüketim vergisinde yapılan değişikliğin yansımasıdır. Hizmet fiyat artışları ise akaryakıt fiyat gelişmelerine bağlı olarak malların fiyat artışının kısmen gerisinde kalmıştır.³⁷⁸

Tablo: 30 2007 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası

	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	11.2	8.7	7.3	6.0
Hedefle Uyumlu Patika	9.2	6.7	5.3	4.0
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	7.2	4.7	3.3	2.0
Gerçekleşmeler	10.86	8.6	7.12	8.39

Kaynak: TCMB

Şekil:8 2007-I TÜFE Alt Kalem Değişimleri

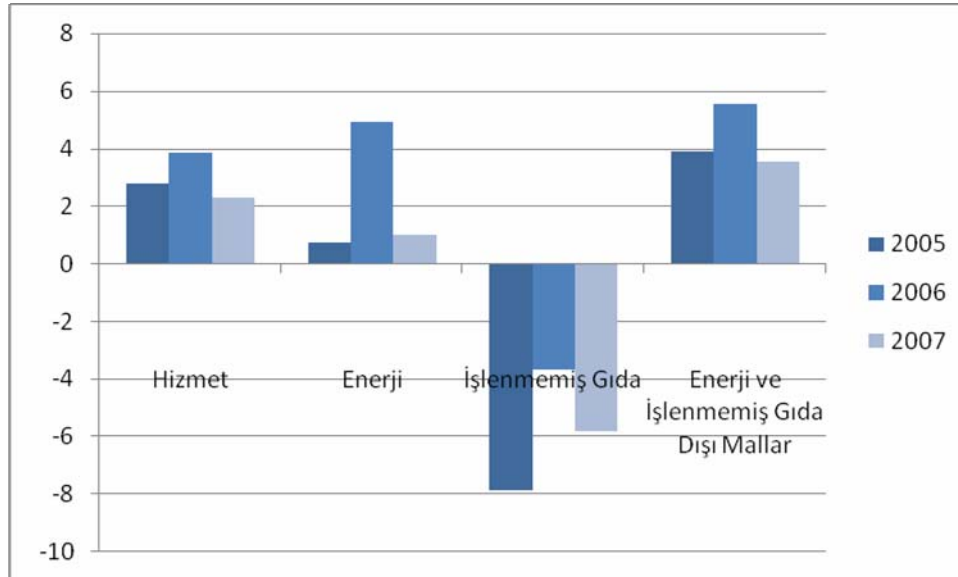


İkinci çeyrekte gerçekleşen enflasyon oranı %1.47 oranında artarak belirsizlik aralığında kalmıştır. Söz konusu artış hem ilk çeyreğe göre hem de geçen yılın aynı dönemine göre azalmakla kalmamış son üç yılın en düşük fiyat artışı olmuştur. TÜFE kalemlerine bakıldığında ise hizmet kalemi fiyat artışları mal grubunu geçse de hizmet fiyatları düşme eğilimindedir. Mal grubunda TÜFE artışını sınırlayan kalem işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış oranlarındaki gerilemeden

³⁷⁸ TCMB, **Enflasyon Raporu, 2007-II**, s. 25

kaynaklanmıştır. Bununla birlikte petrol fiyat artışlarına rağmen güçlü YTL nin maliyete olumlu etkisi ile enerji fiyat artışları geçen senenin aynı dönemine göre oldukça düşmüştür. Ayrıca 2006 Haziran ayındaki parasal sıkılaştırmaların etkileriyle iç talep önemli ölçüde yavaşlamıştır. Böylelikle toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği destek artmış özellikle hizmetler ve dayanıklı tüketim malları fiyat artışlarının yavaşlamasıyla enflasyondaki düşüş eğilimi belirginleşmiştir.³⁷⁹

Şekil:9 2007-II TÜFE Alt Kalem Değişimleri



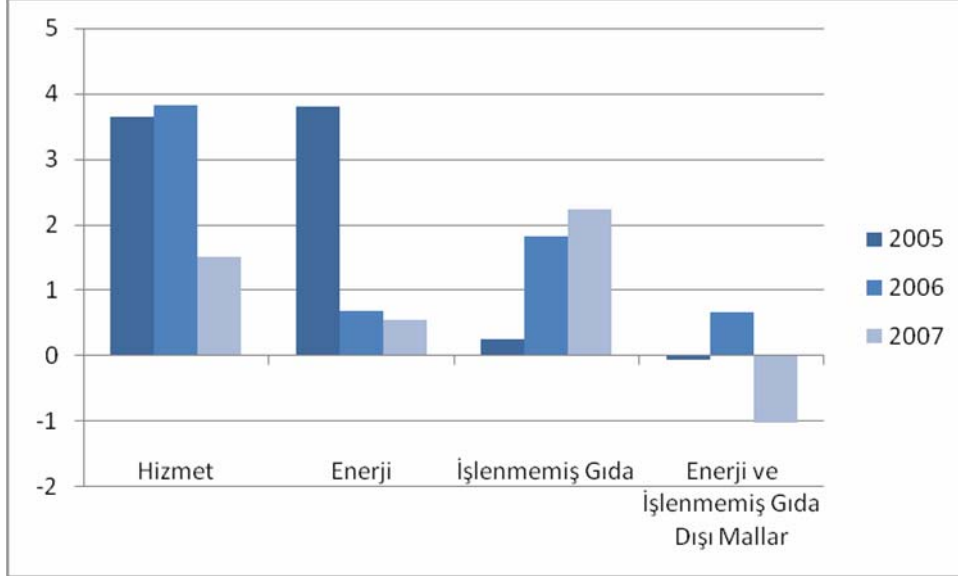
Kaynak: TCMB

Kamu harcamalarındaki artış ve iç talepteki toparlanma eğilimine rağmen parasal sıkılaştırmanın özel tüketim talebi üzerindeki birikimli etkisiyle toplam talebin enflasyonu düşürme üzerinde etkisi devam etmiştir. Mevsim normalleri üzerinde seyreden hava sıcaklıkları ile değişen arz koşulları TÜFE üzerinde baskı oluşturamaya devam etmektedir. Yıllık olarak %13,5 olan işlenmemiş gıda fiyatlarında asıl hissedilir artış yıllık %27,5 oranında artışla taze sebze meyve grubundan gelmektedir. Enerji fiyat artışlarının olumlu seyri 2007 yılı boyunca devam etmiş fiyat artış oranı önceki yılların gerisinde kalarak enflasyonun düşüş sürecine katkıda bulunmuştur. Hizmet enflasyonundaki yavaşlama üçüncü çeyrekte

³⁷⁹ TCMB, **Enflasyon Raporu 2007- II**, s. 17-20

hızlanarak sürmüştür. Ancak bu eğilim belirli alt gruplarla sınırlı kalmamış hizmet grubunun geneline yayılmıştır.2004-2006 hizmet enflasyonu üçüncü çeyrek artışı %4 iken 2007 yılının aynı döneminde %1,5 olmuştur.³⁸⁰

Şekil:10 2007-III Tüfe Alt Kalem Değişiklikleri



Kaynak: TCMB

Merkez Bankası Eylül ayına kadar politika faiz oranlarını değiştirmemiştir. Çünkü uluslar arası likidite koşulları ve küresel risk iştahındaki olası değişiklikler, arz şokları ve hizmet enflasyonundaki katılıklar ve döviz kurlarındaki artışın gecikmeli etkilerini merkez bankasının ihtiyatlı davranmaya sevk etmiştir. Bu dönemde gerek enflasyon gerekse enflasyon beklentilerinde aşağı yönlü eğilim göz önüne alındığında sabit kalan faiz oranları sıkı para politikasını işaret etmektedir. Ancak 2006 Mayıs sonrasında uygulanan parasal sıkılaştırma yurt içi talebin yavaşlamasına başta hizmet grubu ile dayanaklı tüketim malları olmak üzere temel enflasyon göstergelerinde düşüşe neden olduğu için Eylül ayında faiz oranlarını 25 baz puan düşürülmüştür.³⁸¹

³⁸⁰ TCMB, **Enflasyon Raporu 2007-IV**, s. 21-26

³⁸¹ TCMB, **Yıllık Rapor, 2007**, s. 30-40

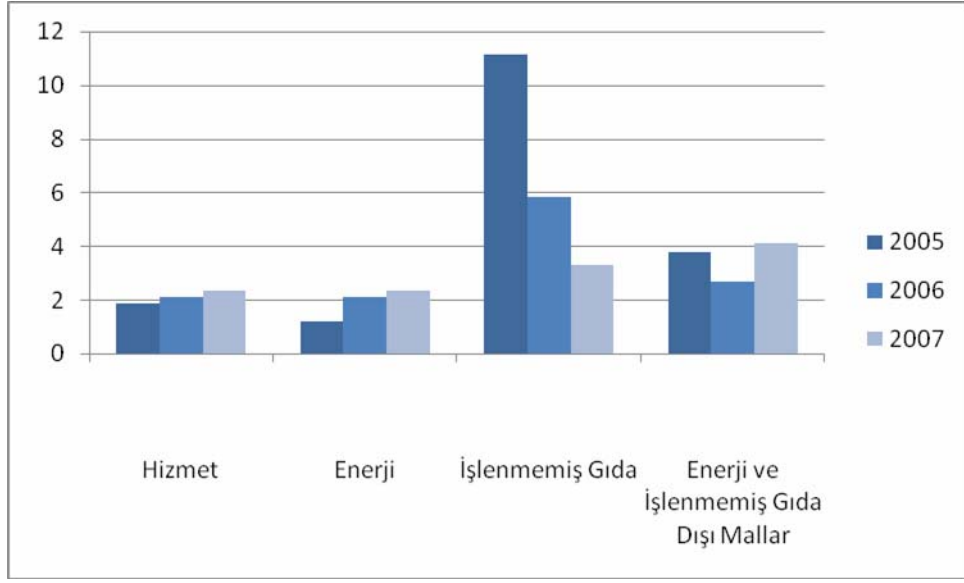
2007 yılı son çeyrekte enflasyon oranı önceki çeyreklerdeki olumlu seyrini koruyamayarak %4.02 oranında artmış ve belirsizlik aralığının dışına çıkmıştır. Böylelikle 2007 yıllık enflasyon oranı %8.39 oranında gerçekleşerek yıllık belirsizlik oranının üst sınırı olan %6'lık oranının da dışında kalmıştır. Yılın son çeyreğinde enflasyonda gözlenen bu artışta, işlenmiş gıda ürünleri ve yönetilen/ yönlendirilen ürünlerdeki yüksek oranlı fiyat artışları etkili olmuştur. Ayrıca, uluslararası petrol fiyatlarında gözlenen keskin yükseliş ile artan enerji fiyatları da enflasyonun yukarı yönlü seyrinde belirleyici olan bir diğer etken olmuştur.³⁸²

Yılın son çeyreğine kadar oldukça ılımlı artan enerji fiyatları son çeyrekte %7.85 artmıştır. Söz konusu artışta Kasım ayında artırılan su fiyatları ile Özel Tüketim Vergisinde yapılan ayarlamalar en önemli belirleyiciler olmuştur. Petrol fiyatlarının dünya pazarında artma eğilimi devam etmesine karşın son çeyrekte enerji fiyat artışları büyük oranda konut grubuna yönelik alt kalemlerinden kaynaklanmaktadır. Tarım ve gıda ürünleri imalatı fiyatlarında gözlenen artışlar maliyet enflasyonun etkileri sürmüştür. Ekmek ve tahıl ürünleri, süt ürünleri ile katı sıvı yağlar gibi işlenmiş gıda ürünleri fiyatlarının üçüncü çeyrekte başlayan yükseliş eğilimi daha da belirginleşmiştir. Kuraklık dolayısıyla yaşanan üretim kayıplarının yanında buğday ve mısırın alternatif yakıt üretiminde kullanılmaya başlaması da uluslararası tarım ürünlerinin fiyatlarının yükselmesinde önemli rol oynamaktadır.³⁸³

Şekil:11 2007-IV TÜFE Alt Kalem Fiyat Artışları

³⁸² TCMB, **Enflasyon Raporu 2008-I**, s. 27

³⁸³ A.g.e, s. 30-31



Kaynak: TCMB

Hizmet enflasyonu son çeyrekte, önceki aylara oranla daha yüksek bir artış sergilemiştir. Gıda fiyatlarındaki artış ile yükselen yemek hizmetleri maliyeti ile lokanta ve oteller grubu ile ulaştırma grubunda cep telefonları görüşme ücreti artışları hizmet enflasyonun belirleyicileri olmuştur.³⁸⁴

Böylelikle toplam TÜFE yıllık bazda % 8.39 gerçekleşerek, Merkez Bankası %4' lük hedefine ulaşamadığı gibi belirsizlik aralığının da dışına çıkmıştır. ÖKTG_H alt endeksinde ise geçen yıla göre 2.3 puan gerileyerek %6.59 olmuştur. Zira, ÖKTG-H'de işlenmiş gıda dışında kalan kalemlerin artışı yıl sonu itibarıyla yüzde 4,81 olmuştur.³⁸⁵

Söz konusu yılda para politikasında başarısızlığın nedenlerine bakıldığında genel olarak gıda fiyatları temel unsur olarak göze çarpmaktadır. Ülkede yaşanan kuraklık sonucu arz yönlü etlilerin yanında özellikle ABD'nin, AB ve Çin' in artan petrol talebine çözüm olarak biodizel ve etanol kullanmaya başlamaları, Çin' in tarım ihracatını vergilendirmesi sonucu forward- futures piyasalarda oluşan spekülasyon hareketleri gıda fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. İşlenmiş ve işlenmemiş

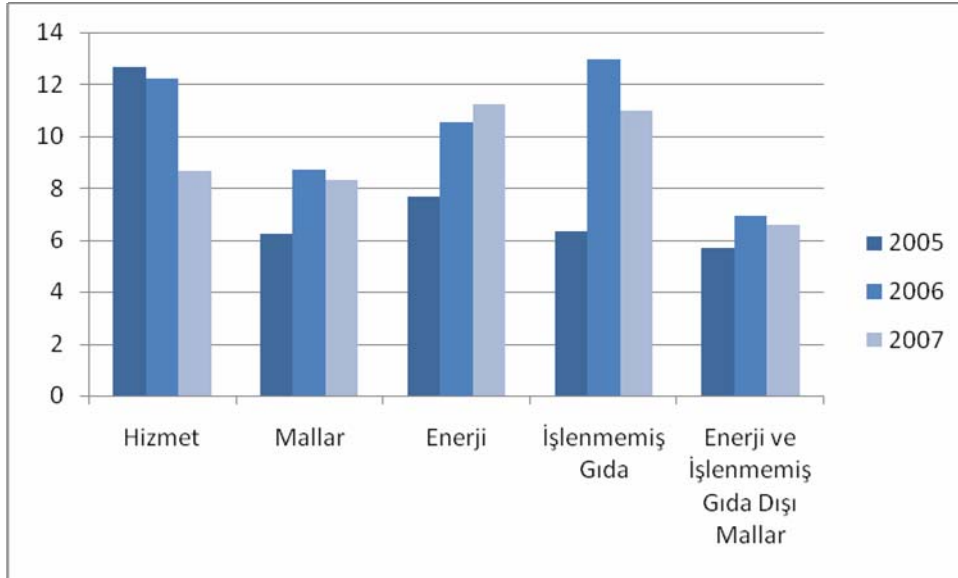
³⁸⁴ A.g.e., s. 35

³⁸⁵ TCMB, **Yıllık Rapor 2007**, s. 37

gıda fiyatlarının her ikisinde gerçekleşen yüksek artışlar sonucu yıllık gıda artış oranı %12 olarak gerçekleşmiş ve TÜFE' artışının 3.4 puanını teşkil etmiştir.³⁸⁶

Bir diğer unsur enerji ve yönetilen/yönlendirilen kalemlerin fiyatlarındaki gelişmelerdir. Ham petrol fiyatları 2007 yılında yaklaşık %50 civarında artış gösterdiği gibi akaryakıt ürünlerinden alınan özel tüketim vergisi ayarlamaları akaryakıt fiyatlarında yüksek artışlara neden olmuştur. Kasım ayında artırılan su fiyatları da enerji fiyatlarını yükselten bir diğer unsurdur. Böylelikle enerji fiyatları önceki yıllara göre daha yüksek oranda artış sergileyerek yıllık %11.25 oranla artmıştır. Enerji kaleminin yıllık toplam TÜFE' ye katkısı ise 1.6 puandır. Böylelikle sadece gıda fiyat artışları ve enerji fiyat artışları toplamı bile %5 olarak hedefin üzerinde durmaktadır.³⁸⁷

Şekil:12 2007 Yıllık TÜFE Artışları



Kaynak: TCMB

Enerji ve işlenmemiş gıda hariç mal grubundaki fiyat artışı %6.60 olarak gerçekleşerek hedeflenen enflasyon rakamının üzerinde seyretmiştir. Söz konusu olumsuz gelişmenin en önemli nedeni yıl içerisinde tütün ve tütün ürünlerinden

³⁸⁶ A.g.e.

³⁸⁷ A.g.e.

alınan özel tüketim vergisi ayarlamasıdır. Özel Tüketim vergisi artışı nedeni ile sadece son çeyrekte bu grupta görülen fiyat artışı %6.78 dir. Yıl genelinde ise bu gruptaki fiyat artışlarının %18' e yakını vergi artışları sebebiyet vermektedir. Tütün ürünleri fiyat artışlarının yıllık enflasyona katkısı ise 0.84 puandır. Sonuç olarak enflasyon hedefi belirlenirken Merkez bankası kamu finansman dengesinin bozulduğu durumda dolaylı vergilerin artırılması yerine harcama kısıcı politikalara gidileceğini varsaymaktadır. Dolayısıyla yöneten ve yönetilen fiyat artışları enflasyonun tahmin edilmesinde risk unsurudur.³⁸⁸

Bununla birlikte 2007 yılında kamu maliyesinin, enflasyondaki düşüşe katkısı önceki yıllardan sınırlı olmuştur. Kuraklık nedeni ile çiftçilere yapılan ödemeler, genel seçimler nedeni ile bazı harcamaların öne çekilmesi, sağlık harcamalarının öngörülenden fazla olması ve daralan yurtiçi taleple birlikte dolaylı vergi gelirlerinin beklenenin altında tahsil edilmesi sonu program tanımlı faiz dışı fazla hedefinden sapılmıştır. Benzer şekilde verimlilik artışlarındaki yavaşlama ve reel ücretlerdeki artış eğilimi de brim iş gücü maliyetlerinin enflasyonun düşüş sürecindeki desteğini kırmıştır.³⁸⁹

Hizmet enflasyonu 2007 yılında önceki yıllara göre düşüşünü sürdürmüştür. Ancak %8.64' lük artış oranı yinede hedeften oldukça yukarıdadır. Ancak sevindirici olan unsur 2005 yılından bu yana hizmetler grubundaki tüm kalemlerin (Kira, lokanta ve oteller, ulaştırma hizmetleri ve diğer hizmetler) düşüş eğilimine devam etmesidir.

Mal grupları arasında fiyat gerilemesi yaşayan tek grup dayanıklı tüketim mallarıdır. 2006 yılındaki parasal sıkılaştırma ve YTL nin güçlü konumu sonucu, yıl genelinde dayanıklı tüketim malları fiyatları önceki, yıla göre %4.21 oranında gerilemiştir.³⁹⁰

³⁸⁸ A.g.e.

³⁸⁹ TCMB, **Yıllık Rapor 2007**, s.30

³⁹⁰ TCMB, **Enflasyon Raporu, 2008-I**, s.

Ayrıca 2007 yılsonu itibariyle 2008 enflasyon oranı beklentisi %6.01, 2009 yılsonu enflasyon beklentisi ise %5.17 olarak beklenti anketlerinde gözükmetedir.³⁹¹

2007 yılı içinde Eylül ayına kadar sabit kalan faiz oranları Eylül- Aralık dönemi içinde dört kez kademeli olarak düşürülmüştür. Toplam 175 baz puan düşürülen faiz oranları yıl sonunda %15.75 düzeyinden işlem görmüştür. Söz konusu faiz indirimlerinde Ağustos ayında ABD de ortaya çıkan sub-prime mortgage krizi sonrasında küresel reel yavaşlama olasılığının beklenenden daha erken görülme endişesinin artmasıdır

4.4. FAİZ ORANI DEĞİŞİMLERİNİN AMPİRİK OLARAK SINANMASI

Çalışmanın ikinci bölümünde enflasyon hedeflemesi çerçevesinde fiyat istikrarına ulaşmak için merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefi dışında öncelikli bir hedefe sahip olmaması gerektiğinin üzerinde durulmuştu. Para otoritelerinin fiyat istikrarı hedefi ile birlikte döviz kuru hedefi veya üretim hedefi gibi farklı bir hedefe daha sahip olması durumunda, ortaya çıkacak güven kaybının, başarısızlığa yol açabilecek bir unsur olarak gözükmeğini belirtmiştilmişti. Çalışmanın son bölümünde ise Türkiye’ de, gerek örtük, gerekse açık enflasyon hedeflemesi uygulandığı dönem boyunca, Merkez Bankasının ayarlanan para politikası araçlarında, enflasyon düzeyi dışında göz önünde tutulan herhangi bir değişkenin var olup olmadığı amprik olarak sınıanacaktır.

Çalışmada, TCMB’ nın enflasyon hedeflemesi politikası süresince para politikası aracı olarak belirlediği gecelik faiz oranlarını ayarlarken, göz önüne aldığı değişkenler analiz edilmeye çalışılacaktır. Bu analizde kullanılan veriler TCMB veri tabanından elde edilmiştir. Gerek bu veri tabanındaki baz yıllar gerekse satınalma gücü paritesine göre reel kur hesaplanırken kullanılan ABD TÜFE istatistikleri 2003

³⁹¹ Yıllık Rapor 2007, s.38

baz yılı olduğu için ve 2003 hesaplama yöntemleri bazı değişiklikleri içermesi sebebi ile analizde Ocak 2003- Aralık 2007 aralığını kapsamaktadır. Ancak ilgili dönem enflasyon hedeflemesi uygulamasının çok büyük dönemini kapsadığını için bu durumun sonuçlar üzerinde sağlıksız bir etki yaratmayacağını düşünülmektedir. Satın alma gücüne dayanan reel kur hesaplamasında kullanılan veriler ABD istatistikleri FRED-II' den elde edilmiştir. Ayrıca DPT veri tabanında Temel Ekonomik ve Sosyal Göstergelerden de yararlanılmıştır.

Çoklu regresyon modeli genel olarak,

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_{t2} + \beta_3 X_{t3} + \dots + \beta_k X_{tk} + \epsilon_t$$

Şeklinde ifade edilebilir³⁹². Modelin bu şekilde yazılması ile bazı küçük kolaylıklar sağlanmış olacaktır. Bağımlı değişken Y' deki değişimler X_2, X_3, \dots, X_k bağımsız değişkenleri tarafından açıklanmaktadır. Denklemden (Y) bağımlı değişkeni (X) ler ise bağımsız değişkeni, (β) eğilimleri ve ϵ ise hata terimini ifade etmektedir. Böylelikle analizde kullanılan değişkenler bütçe dengesi, reel kur, reel faiz, petrol fiyatları, sanayi üretim endeksi ve TÜFE' dir.

Bütçe dengesi hesaplanırken iktisatçıların karşılaştığı zorlukların ilki bu serinin yıllık kümülatif bir yapısı olmasıdır. Bu sorun genellikle ay bazında yıllık farklar alınarak çözülür. Dolayısıyla analizde kullanılan bütçe serisi ay bazında (yıllık) değişimleri simgelemektedir.

Satın alma gücü paritesine göre reel kur hesaplanırken nisbi satın alma gücü paritesi kuralı kullanılmıştır. Ele alınan enflasyon oranı ise Türkiye verileri ile uygun olması açısından TÜFE olmuştur. Böyle bir reel kur tanımının özellikle ihtiyaç duymulmasının nedeni TCMB' nin reel dolar kurunu hesaplarken 17 ülkenin enflasyonlarını göz önünde tutarak bir hesap yapmasıdır. Bu açıdan bakıldığında bu reel kur hesabı, sağlıklı görülmemektedir. Bunun yerine sadece ABD ile ilişkili ve

³⁹² Güriş, Selahattin, Ebru Çağlayan, "Ekonometri, Temel Kavramlar", Der Yayınları, İstanbul, 2005, s.201

literatüre uygun olarak satınalma gücü paritesine göre hesaplanan reel kur analizdeki sonuçlar açısından önemlidir.

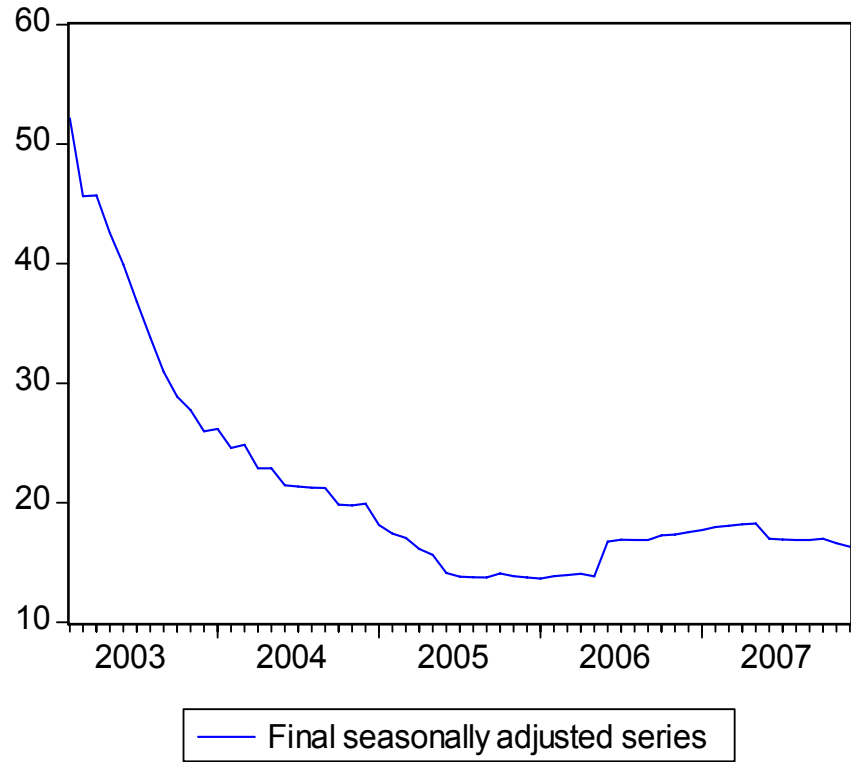
Üretim açığı hesaplamasında literatürde Hodrick Prescott, Kalmann filtresi gibi yöntemler kullanılmaktadır. Bu analizde kullanılan yöntem Hodric Prescott filtresi yöntemidir. HP filtresi; belirli bir serinin kısa dönem dalgalanmalarını arıtarak doğrusal olmayan bir büyüme trendi oluşturma fonksiyonunu yerine getirmektedir. İki taraflı doğrusal bir filtre olan HP filtresi ana serinin içinden yumuşatılmış yeni bir trendi tahmin etme işlevini yerine getirmektedir. Bu süreçte bir taraftan ana serinin yeni trend etrafındaki varyansı minimize edilirken diğer taraftan aşırı büyüklükteki şokların etkilerini ortadan kaldırmaya yönelik bir ceza parametresi kısıt olarak kullanılmaktadır.³⁹³

Bu aşamada karşılaşılan ilk engel Türkiye’ de GSYİH verilerinin aylık olarak elde edilememesidir. Bu engel birçok çalışmada sanayi üretim endeksinin GSYİH’ nın yerine kullanılmasıyla çözülmektedir. Analizde kullanılan yöntemde bu olacaktır. GSYİH’ dan çıktı açığı hesaplanırken ilk etapte National Bureau of Economic Research (NBER)’ in Census XII yöntemi ile seriler mevsimsellikten arındırılmıştır. Ardından HP filtresinden geçirilerek seri ile mevsimsellikten arındırılmış fark literatürde yaygın olarak çıktı açığı olarak kabul edilmektedir. Modelde kullanılan çıktı açığı bu yolla hesaplanmıştır. Modelde geri kalan diğer tüm değişkenler de mevsimsellikten arındırılarak yeni bir seri üzerinden teste tabi tutulmuştur.

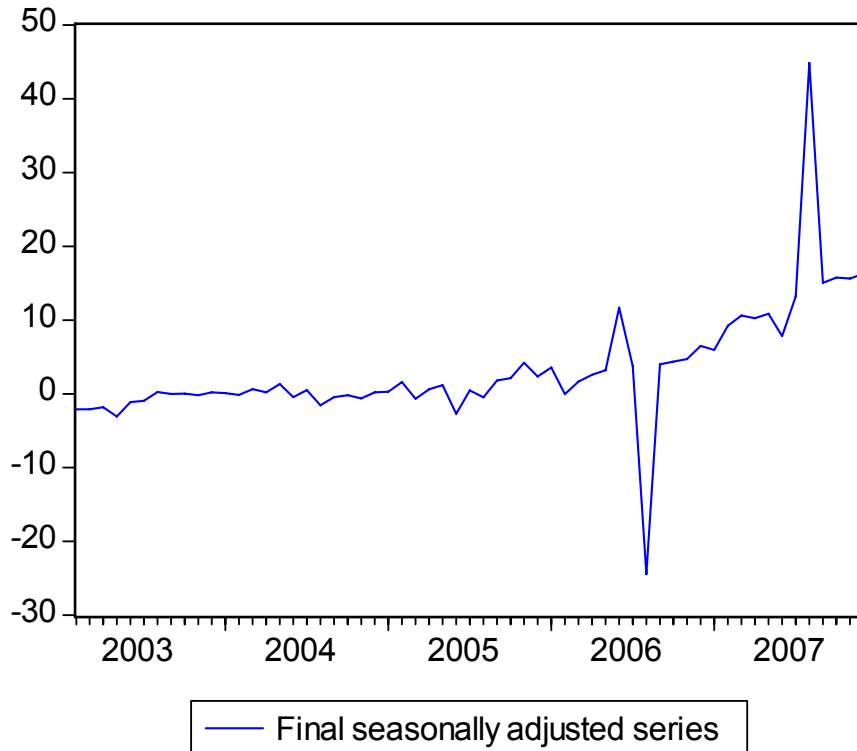
Brim kök testlere geçmeden önce serilerin grafiklerine yer verilmiştir. Sırasıyla Bütçe serisinin, faiz serisinin, kur serisinin, petrol serisinin ve fiyat endeksi serinin grafikleri aşağıdaki gibidir:

Şekil. 13. Bütçe Serisi

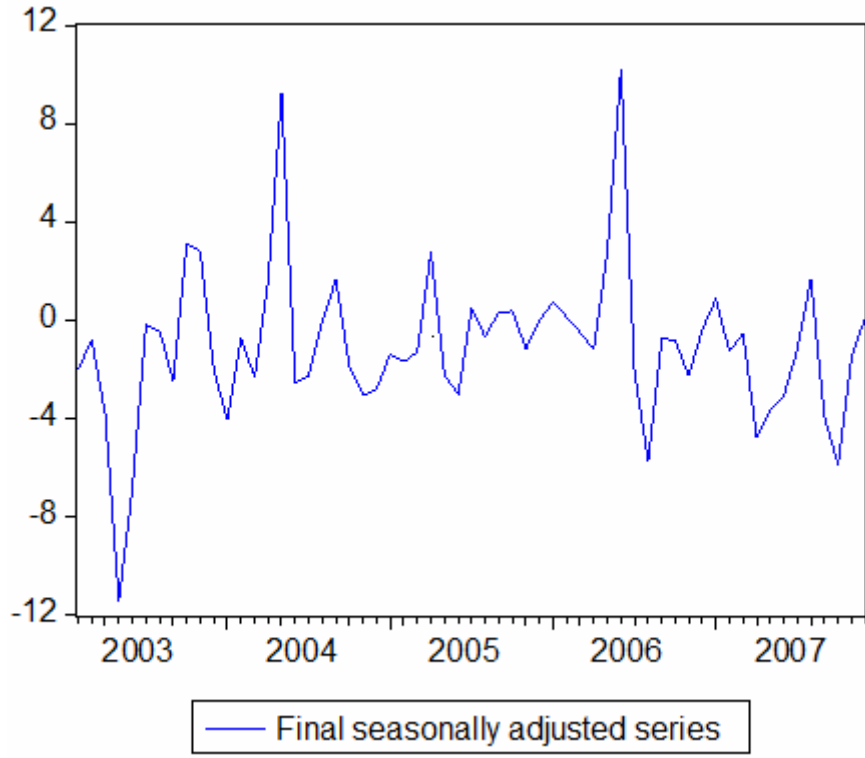
³⁹³ Hodric, J. Robert, Prescott Edward, “Post-War Business Cycle: An Emprical Investigation” **Northwestern University Discussion Paper**, No: 451, p. 6



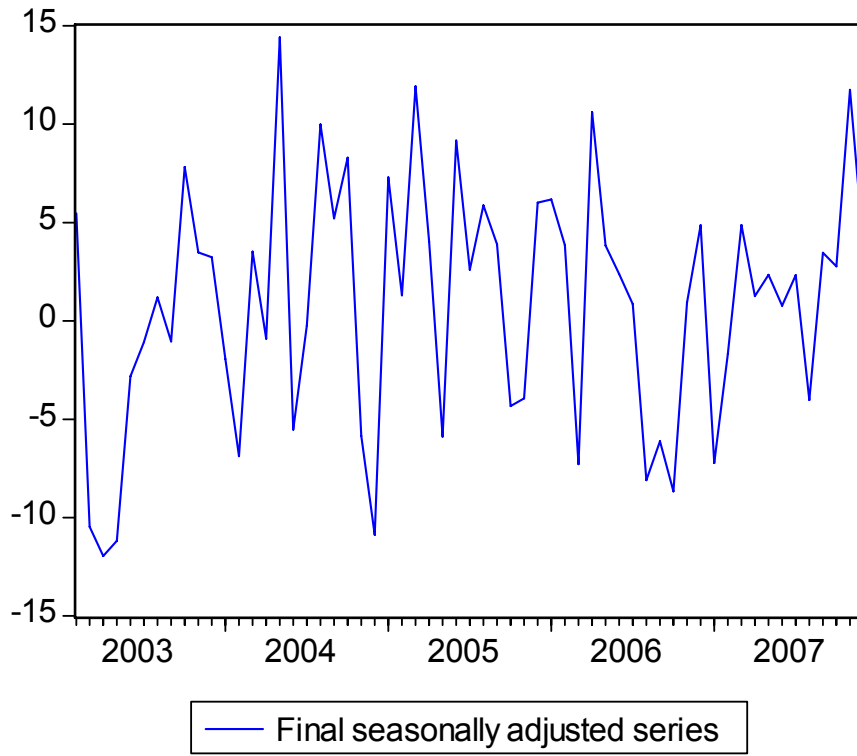
Şekil. 14. Faiz Serisi



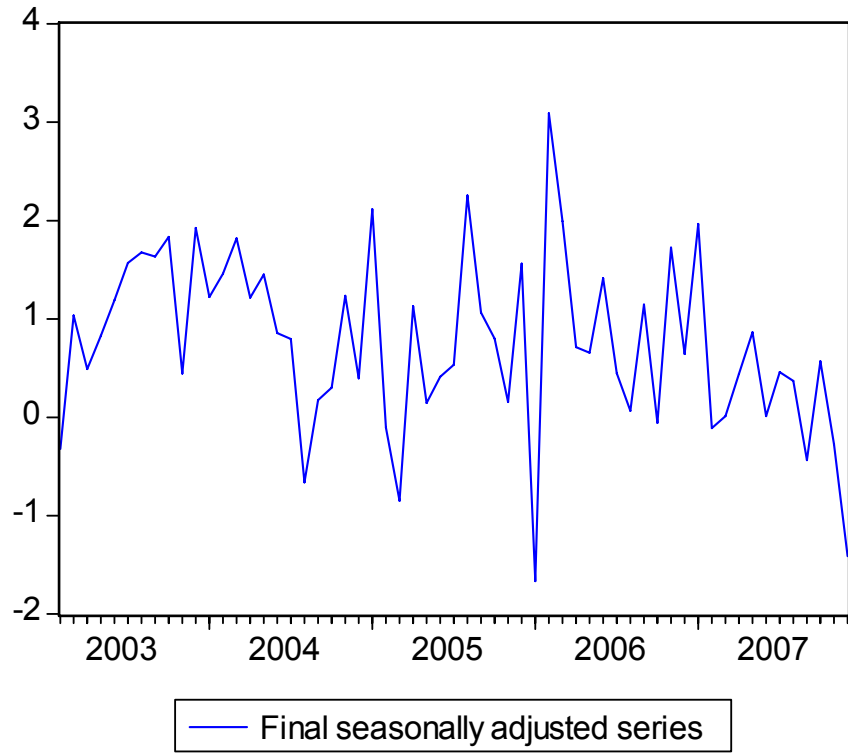
Şekil. 15 Kur Serisi



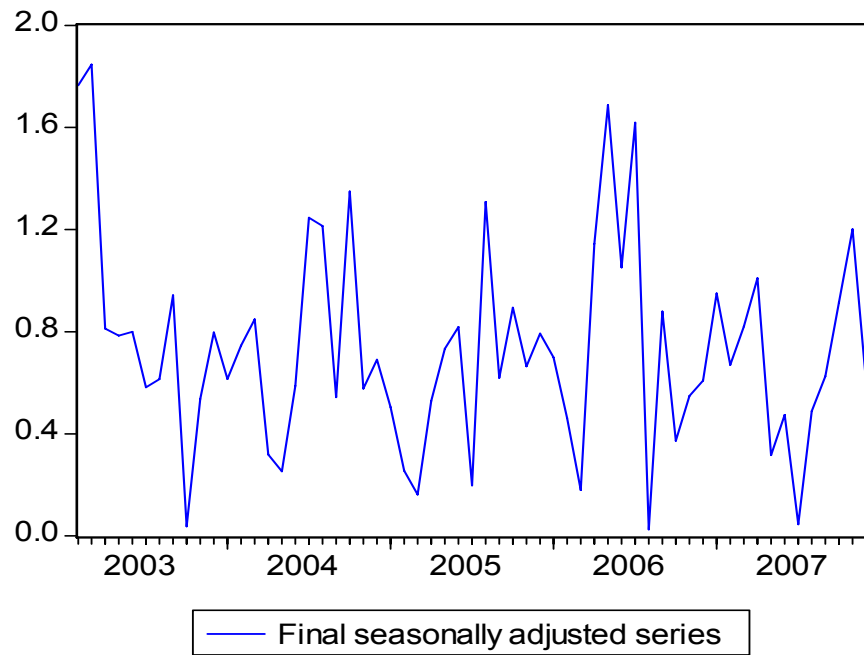
Şekil. 16 Petrol Serisi



Şekil: 17 Üretim Serisi



Şekil:18 Fiyat Endeksi Serisi



Zaman serisi analizinde ilk yapılacak ölçüm serilerin durağan olup olmadıklarının tespitidir. Durağanlık ile anlatılmak istenen serinin ortalaması varyansı ve ortak varyansı ne kadar gecikme ile ölçülürse ölçülsün değişmemesidir.³⁹⁴ Serilerin durağanlığının önemi değişkenler arasındaki ilişkin gerçek veya tesadüfi olup olmadığını ortaya çıkarmasıdır. Bir zaman serisinin sabit varyansa sahip olması gerekmektedir. Aksi takdirde iki zaman serisi arasında ilişki olmasa bile tesadüfi bir ilişki ortaya çıkabilmekte ve bu duruma sahte regresyon adı verilmektedir. Böyle bir durumda da seriler trend içermektedirler.³⁹⁵

Bu nedenle ilk etapta modele geçmeden önce serileri brim kök içerip içermediğini incelemek gerekmektedir. Bu açıdan serilere Augmenteol Dickey-Fuller (ADF) brim kök testi uygulanmış ve sonuçlarına Tablo 31 de yer verilmiştir.

Tablo: 31 ADF İstatistikleri

Değişkenler	ADF Test İstatistiği (Düzey)	ADF Test İstatistiği(1 Fark)
Bütçe Dengesi	-4.0746 (0)**	-92341(1)**
Üretim Açığı	-7.1146**	-1.5583
Petrol	-6.5285**	-8.1757**
Reel Kur	-6.1337**	-10.0490**
Reel Faiz	-8.7723**	-15.184**
Tüfe	-6.5236**	-12.6451**

** : %1 düzeyinde anlamlı

Tablo 31' den görüleceği gibi tüm değişkenler düzey seviyelerinde durağan diğer bir deyişle brim kök içermemektedir. Değişkenlerin hepsinin aynı mertebede durağan olmaları bizi koentegrasyon testini yapmamızı mümkün kılmaktadır. Sonuçlar aşağıdaki iki tabloda yer almaktadır:

Tablo: 32 Kointegrasyon Vektor Sayısı Testi: Traces İstatistiği

³⁹⁴ Gujarati, Domador, “**Temel Ekonometri**”, Çev. Ümit Senes, Gülay Şenes, Literatür Yayıncılık, İstanbul, s. 710a-714

³⁹⁵ Durağanlık Analizleri, Brim Kök Testleri ve Trend(çevrimiçi)
<http://www.deu.edu.tr/userweb/onder.hanedar/dosyalar/Metin.pdf>

Hipotez		Eigen Değeri	Trace İstatistiği	%5 Kritik
Null Değer	Alternatif			
$K = 0$	$K = 1$	0.568034	157.3304**	95.75366
$K \leq 1$	$K = 2$	0.480120	110.3235**	69.81889
$K \leq 2$	$K = 3$	0.427834	73.69073**	47.85613
$K \leq 3$	$K = 4$	0.404822	42.42450**	29.79707
$K \leq 4$	$K = 5$	0.209412	13.36641**	15.49471
$K \leq 5$	$K = 6$	0.003700	0.207596	3.841466

** : %1 düzeyinde anlamlı

Tablo: 33 Kointegrasyon Vektör Sayısı Testi

Hipotez		Eigen Değeri	Trace İstatistiği	%5 Kritik
Null Değer	Alternatif			
$K = 0$	$K = 1$	0.690248	209.9338**	95.75366
$K \leq 1$	$K = 2$	0.647721	143.1307**	69.81889
$K \leq 2$	$K = 3$	0.461015	83.66079**	47.85613
$K \leq 3$	$K = 4$	0.360121	48.43092**	29.79707
$K \leq 4$	$K = 5$	0.297616	22.98176**	15.49471
$K \leq 5$	$K = 6$	0.048689	2.845108	3.841466

** : %1 düzeyinde anlamlı

Yukarıdaki tablolardan dört serinin birbirleriyle koentegre olduğunu görüyoruz. Modelin gecikme uzunluğunun 34 numaralı tablodan bir olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo: 34 Gecikme Uzunluğu

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-747.5812	NA	53272.57	27.91041	28.13141	27.99564
1	-598.1535	260.1148	805.0703*	23.70939	25.25638*	24.30600*
2	-570.1202	42.56916	1135.721	24.00445	26.87743	25.11245
3	-530.4014	51.48729*	1127.663	23.86672	28.06569	25.48610
4	-489.4919	43.93984	1230.258	23.68489	29.20984	25.81564
5	-435.0691	46.36013	1021.831	23.00256*	29.85351	25.64470

Serilerin kointegre olduğu Tablo 32 ve Tablo 33 de görülmekte yapılan analiz serilerin %1 anlamlılık düzeyinde kointegre olduğunu göstermektedir. Bu açıdan VAR (Vector Auto Regression) modeli yerine VEC (Vector Error Correction) modeli uygulanmalıdır. VEC modelin sonuçları ise Ek -1 de gösterilmektedir. VEC modeline ilişkin normallik, ardışık bağımlılık ve değişen varyans sınamaları kurulan modelin geçerli olup olmadığının göstergesi olduğu için oldukça önemlidir. Ele alınan modelde ve kullanılan zaman dilimi çerçevesinde oluşturulan Vector Hata Düzeltme modelinin ilgili sınamalarda başarısız olduğu görülmüştür.

Tablo:35 Normallik Testi

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	17.77218	2	0.0001
2	10.14665	2	0.0063
3	2.250632	2	0.3245
4	7.909264	2	0.0192
5	4.170523	2	0.1243
6	4.926857	2	0.0851
Joint	47.17611	12	0.0000

Tablo:36 White Heteroskedasticity (Değişen Varyans Testi)

Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
646.9153	672	0.7501

Tablo:37 LM Testi (Ardışık Bağımlılık Testi)

Lags	LM-Stat	Prob
1	36.90513	0.4269
2	34.58848	0.5357
3	62.17045	0.0043
4	53.43240	0.0308
5	37.43053	0.4033
6	41.13755	0.2557
7	46.86748	0.1061
8	33.92555	0.5676
9	37.81596	0.3863
10	36.43984	0.4482
11	57.36749	0.0133
12	66.06021	0.0016

Kurulan VEC Modelinin hata terimi test bulgularının gösterdiği sonuç, söz konusu dönem içinde ve mevcut seriler ile analizin mümkün olmamasıdır. Gözlem sayısı artıkça elde edilen verilerin daha sağlıklı olduğu bilinen bir gerçektir. Uygulamamızda açık ve örtük enflasyonun uygulandığı dönem aylık halinde incelenmiştir. İleriki zamanda uygulama dönemi artıkça bir analizin mümkün olma imkanı da göz ardı edilmemelidir.

SONUÇ

1970'lı yılların başında yaşanan enflasyon ve durgunluğun eşanlı olarak ortaya çıkması o tarihe kadar benimsenen ve uygulanan Keynesyen teorilerin eksikliklerini ortaya çıkarmıştır. Para politikalarının sadece parasal değişkenleri etkileyebildiğini ve reel değişkenlerin uzun dönemde sadece teknoloji, verimlilik veya emek piyasasındaki bir takım düzenlemeler gibi reel değişkenlerden etkilendiğini gösteren teoriler ile yaşanan iktisadi gelişmeler, para politikalarının temel mantığını derinden sarsmıştır. Böylelikle 1970'lerden önce eksik istihdam çıkış noktasından hareket eden ve toplam talebi artırmak gayesi ile işsizlik üzerinde yoğunlaşan Keynesyen teoriler yerini sürdürülebilir büyüme hedefine bırakmış oldu. Ne var ki, sürdürülebilir büyüme üzerinde en büyük engellerden biri fiyat istikrarsızlığı ve fiyatlarda görüle oynaklıktır. Böylece yüksek, kontrolsüz ve aşırı oynak enflasyon oranları toplumlara derin maliyetlere neden olmuştur. Bu nedenle sürdürülebilir büyüme için gerekli olan ortamın ancak güvenilirlik ve fiyat istikrarı çerçevesinde şekilleneceğini gösteren gelişmeler sonucu politika uygulayıcılarını zaman boyutunda tutarsızlık tehlikesinden alı koyacak uygulamaların gerekli olduğu ortaya çıkmıştır.

Enflasyonla mücadele etmek isteyen ülkelerin öncelikle güvenilirlik konusunun üzerine gitmesi gerekmektedir. Bu nedenle enflasyon politikalarında nominal çapa kullanmak oldukça yaygındır. Ancak bu açıklamada nominal çapa kullanmanın tek amacının güvenilirliği sağlamak olduğu anlaşılmamalıdır. Nominal çapalar, para politikaları ile iktisadi ajanlar arasında iletişimi sağlayan ve bu yolla, beklentileri etkileyen kuvvetli bir araçtır. Her ne kadar beş farklı nominal çapa var olsa da uygulamada GSYİH kendine yer bulamadığı için, faiz oranı hedeflemesi ise TCMB tarafından uygulanmadığı için bu çapalara teoride yer vermedik. Böylece geriye kalan üç nominal çapa parasal büyüklükler, döviz kuru ve nihayet enflasyonun kendisini açıklamaya çalıştık

. Fiyat istikrarına ulaşmak için hangi nominal çapa kullanılıyorsa istikrar programı nominal çapanın ismini almaktadır. Böylelikle döviz kurunun nominal çapa

olarak kullanıldığı politika döviz kuruna dayalı istikrar politikası, parasal büyüklüğü nominal çapa olarak kullanan istikrar politikası parasal büyüklüğe dayalı istikrar politikası ve enflasyon oranını nominal çapa olarak kullanan istikrar politikası ise enflasyon hedeflemesidir.

Bugün enflasyon hedeflemesini en son uygulayan ülke Türkiye'dir. İlk kez 1990 yılında Yeni Zelanda' da uygulanan bu politika ardından İngiltere, Kanada, İspanya gibi gelişmiş ülkeler ve Şili, Macaristan, Kore, İsrail, Brezilya, Meksika gibi gelişmekte olan ülkelerde de uygulanmaya başlamıştır. İspanya ve Finlandiya' nın parasal birlik sonrası bu politikadan ayrılmak zorunda kalması dışında politikayı terk eden ülke mevcut değildir.

Uygulanan istikrar politikaları arasında en yeni olan politika enflasyon hedeflemesidir. Enflasyon hedeflemesi kısaca merkez bankasının herhangi bir siyasi baskıya maruz kalmadan önceden kamuoyuna duyurduğu enflasyon oranına ulaşmak adına para politika araçlarını serbestçe kullanabilmesidir. Bu bağlam enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için merkez bankası bağımsızlığının önemi oldukça büyüktür. Gelişmekte olan ülkelerde uzun yıllar merkez bankaları hazinenin kolaylıkla avans alabileceği kurumlar olarak görüldüğü için merkez bankası başkanları ile hükümetlerin görev süreleri arasında paralellik dikkt çekicidir. Bu ilişkiyi analiz eden çalışmalarda ortaya çıkan durum ise merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyonun ters orantıda olmasıdır.

Enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde uygulanması için merkez bankası bağımsızlığı önkoşul olmakla birlikte yeterli koşul değildir. En az onun kadar önemli diğer konu ise politikanın uygulandığı ülkede mali baskınlığının olmaması ve finansal piyasaların derin olmasıdır. Mali baskınlık iç boç stokunun GSMH' ya oranı olarak tabir edilirken; finansal derinlik M2 (TCMB 2005 yılından M2Y tanımlı para arzını kaldırdığı için M2 tanımı kullanılmıştır) tanımlı para arzının GSYİH' a oranı olarak tanımlanmaktadır. Mali baskınlığının olmaması merkez bankasının para politikası araçlarını kullanmada kısıt olmaması anlamına gelmektedir. Zira, kamunun giderlerini gelirlerini karşılamadığı durumda hazinenin

önünde borçlanma ve merkez bankası kaynakları bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde merkez bankası kaynaklarına başvurulmadığı için geriye kalan seçenek borçlanmadır. Ancak borç stokunun belli bir oranın üzerinde olması durumunda hazinenin borcu servis edebilme için yeniden borçlanabilme imkanı zorlaşmakta bu durum ise faiz oranları üzerinde baskı yaratarak merkez bankasının politikayı uygulayacağı manevra alanını daraltmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinde güvenilirliği sağlamanın diğer yolları ise politikaların şeffaf olması kamuoyu ile sürekli iletişim içinde olması uygulanan politikaların nedenleri ile belirli süreler ile yayınlanması ve hedeften sapma durumlarında yine bu durumun nedenlerini kamuoyuna hesap vermesidir. Böylelikle iletişim kanalları geliştikçe beklentileri etkileyebilmek ve güvenilirliği artırmak daha kolay sağlanacaktır.

Türkiye ilk kez 1986 yılında parasal büyüklüğe dayalı bir program uygulasa da kamuoyu ile paylaşmadığı için ilk gerçek parasal büyüklüğe dayalı para politikasını 1990 yılından- 1999 yılına kadar kesintili bir şekilde uygulamıştır. Daha sonra 2001- 2006 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi ile birlikte ikili çapa olarak yeniden parasal büyüklükler para politikası için taban ve tavan değerlere sahip olmuştur. 1990- 1999 yılları arasında enflasyonda fiyat istikrarına ulaştıracak başarı maalesef ortaya çıkmamıştır. Bu başarısızlıkta en büyük neden bütçe açıklarıdır. Merkez Bankası 1996 yılında Hazine Müsteşarlığı ile imzaladığı anlaşmaya kadar sadece konsolid bütçe açığını değil sosyal güvenlik kuruluşları, KİT ve Mahalli İdareler gibi diğer Kamu Konsolide Bütçe içinde yer alan açıkları finanse ediyordu. Bu durumda Yurt içi kredilerde hızla artan avans kalemi iç ve dış borçlanma ile artarak enflasyonun kontrol altına alınması güçleşmiştir.

Türkiye 5 Nisan kararlarında hakim olan heteredoks istikrar yapısını saymazsak sadece bir defa 2000 yılında döviz kuruna dayalı istikrar politikasını benimsemiştir. Ancak söz konusu politika ulusal paranın aşırı değerlenmesi, 1997 Asya ve Rusya Krizleri sonrası belirsizlik, siyasi arenada yaşanan gerilimler 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında spekülasyon ataklarıyla birleşince ortaya çıkan likidite ve

ödemeler dengesi krizi sonucu döviz kurunu dalgalanmaya bırakarak politika terk etmek zorunda kalmıştır.

IMF ile imzalanan Stand-by anlaşmaları sonrasında 2001 yılı yarısından 2006 yılına kadar Net İç Varlıklar için tavan, Net Uluslar arası Rezervler için taban göstergeler belirlenerek parasal büyüklüğe dayalı ancak klasik anlamda tek çapalı değil örtük olarak da enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönem olmuştur. Söz konusu dönemde hedeflenen GSMH hedeflerin üzerinde kalmış, KKKBG' ni Maastricht Kriterleri olan İç boç Stokunun / GSMH ' ya oranı olan %60 sınırın altına çekebilmek için konan %6' lık faiz dışı fazla hedefleri yakalanmış. Enflasyon oranı ise sürekli hedeflenen oranın altında kalmıştır.

Söz konusu dönemde merkez bankası kanununda yapılan değişiklikler, piyasada ters dolarizasyon sürecinin başlaması ve TL' na olan güvenin artması, KKKBG' nin düşmeye başlaması, Mali baskınlığın bazı Avrupa ülkelerinin gerisinde kalacak seviyeye gelmesi ve ard arda reel büyüme ile hedeflenen orandan fazla düşen enflasyon oranı sonucu 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir.

2006 yılı için hedeflenen enflasyon oranı Toplam TÜFE baz alınarak %5 olarak ilan edilmiştir. Söz konusu yılda hedefe ulaşamamıştır. 2006 Mayıs ayına enflasyon oranı kadar belirsizlik aralığında kalmıştır. Enflasyonu tetikleyen unsurlar arz yönlü etkilerden kaynaklanmıştır. Petrol fiyatları, işlenmemiş gıda ve altın fiyat artışları öne çıkan kalemler olmuştur. Ancak başarısızlığın asıl nedeni Mayıs ayında yaşanan türbülans sonucu sermaye çıkışların etkisiyle YTL' nin % 15 değer kaybetmesidir. Sadece döviz kurunun enflasyon oranına katkısı 3.5 puandır.

2007 yılında hedef revize edilmemiş ve önceden duyurulan %4 'lük hedef sabit kalmıştır. Ancak bu yılda da Merkez Bankası enflasyonu tutturmada başarısız kalmıştır. Söz konusu dönemde ortaya çıkan etkiler ise yine arz yönlü etkiler, yönetilen ve yönlendirilen fiyat artışlarından gelmiştir. İşlenmemiş gıda, enerji fiyatlarındaki artış, tütün ürünleri fiyat artışlarının vergi ayarlamaları nedeni ile artışları sapmanın temel nedenlerini teşkil etmiştir.

Türkiye politikayı uyguladığı her iki yılda başarısız olmuş hedefler yakalanamadığı gibi belirsizlik aralığının da üzerine çıkmıştır. 2 yıllık başarısızlık nedenlerine bakıldığından sıkı para politikası nedeni ile toplam talep kaynaklı enflasyonun ortaya çıkmadığı enflasyonu artıran unsurların arz yönlü kaynakları geldiği dikkat çekicidir. Ancak enflasyon hedeflemesi teorisi gereği enflasyonu talep yönü ile kontrol etmeye çalışan bu politikadır. Teoride öne çıkan unsur merkez bankasının para politikası ile kontrol edebileceği değişkenler üzerinde para politikası araçlarını hedefle tutarlı şekilde kullanabilmektedir. Bu nedenle söz konusu yıllarda merkez bankası politikasında eleştirilecek büyük bir yanlış göze çarpmamaktadır.

Ancak yukarıda bahsedildiği durumda merkez bankasına yöneltilecek bir tenkit para politikasının etkileyemediği unsurların neden hedeflenen endeks içinde tutulduğudur. Yeni Neo-Klasik Sentez enflasyon hedeflemesinde para politikası uygulayıcılarına çekirdek enflasyonu göz önünde tutmaları gerektiğini ifade etmektedir. Pek çok ülke uygulamasında toplam TÜFE' den bir takım kalemlerin çıkarıldığı çekirdek enflasyon hedeflenirken neden merkez bankasının hedefi bu şekilde ilan etmediği dikkat çekicidir.

Bir başka durum ise Türkiye gibi uzun dönem yüksek enflasyon deneyimine sahip olmuş merkez bankası bağımsızlığı dünya genelinde alt sıralarda olan bir ülke için güvenilirliği sağlanın zor olduğu oldukça nettir. Beklentilerin enflasyon sapmaları karşısında kırılmalı bir yapı göstereceği olasıdır. Bu nedenle güvenilirliği pekiştirmek adına açık enflasyon hedeflemesine geçişte biraz daha beklemek daha sağlıklı bir tercih olur muydu? Zira, açık enflasyon hedeflemesine geçmeden önce hizmet kalemlerindeki fiyat artış oranlarının, geriye dönük endeksleme davranışlarının fazla olduğu bilinmekte idi.

Söz konusu dönemde enerji fiyat artışları sadece kendi kalemine değil konut, ulaştırma gibi farklı kalemlere dolaylı etki yaptığı gibi işlenmemiş gıda fiyatlarını da artırıyor. Dünya ekonomisi büyümeye devam ettikçe ABD dışında Çin ve Hindistan enerji talebi arttıkça enerji fiyatları hızla yükselmekte. Ancak özellikle ABD ve AB

lkelerinde enerji elde etmek için artan biyoyakıt ve etanol kullanımları dünya piyasalarında ilenmemi gıda fiyatlarını artıran önemli unsurlardır. Çin' in ihraç tarım ürünlerine vergi koymasđ ve forward future piyasalarda spekulatif pozisyonlarda diğer bir önemli gelişmedir.

Bu durum enerji sorunun Türkiye gibi net petrol ve doğalgaz ithalatçısı olan ülkeler üzerinde her geçen sene daha yüksek maliyetlere neden olacağı gerçeğini bir kez daha ortaya çıkartıyor. Enflasyonla mücade etmek isteyen ülkeler için bu durum farklı tedbirler almaya zorlayan bir gelişmedir. Türkiye coğrafi özellikler bakımından yenilenebilir enerji kaynakları yönünden pek çok ülkeye göre oldukça zengin bir ülke konumundadır. Bu nedenle özellikle güneş ve rüzgar enerjisi yatırımlarını dikkatle incelemelidir.

Merkez Bankasının para politikası aracını ayarlarken fiyat endeksindeki gelişmeleri göz önüne aldığı bu programda hedefin tutturulmamasında politika alanı dđında ortaya çıkan durumlar, özellikle arz yönlü etkiler dikkatle incelenmelidir. Ayrıca ülkede siyasi belirsizliğin mevcut olması, iktidar partisine karşı kapatma davasının açılmasına karşın ekonominin eski kırılganlığını göstermemesi sevindirici bir gelişmedir. Merkez Bankası iletişimi sürdürdükçe ve beklentileri etkileyebildiği sürece enflasyondaki gelişmeler sevindiri olacaktır. Ancak arz yönlü etkiler Merkez Bankasının para politikasında manevra alınımlı daraltmakta ve gelecek ile ilgili tahminleri zorlatırarak politik baarı ansını drdğ de unutulmamalıdır.

KAYNAKA

Amato, Jeffrey D., Stefan Gerlach. "Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade", **European Economic Review**, Vol .46, 2002

Alesina Alberto, Roberto Gatti. " How Independent Should Central Bank Be? Independent Central Banks: Low Inflation at No Cost?", **The American Economic Review**, Vol. 85, No. 2, 1995

Alesina Alberto, Lawrence H. Summers, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence" **Journal of Money Credit and Banking**, 1993, Vol. 23, No. 2

Altig David, Gomme Paul, "In Search of Nairu", Federal Reserve Bank of Chevaland Economic Comment, 1998, s. 1, çevrimiçi: <http://www.clevelandfed.org/research/commentary/1998/0501.pdf>, 04.09.2007

Andrés Javier, Ignacio Hernando, "Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence for OECD", **NBER Working Paper**, No. 6062, 1997

Arnone,Marco, Bernard J. Laurens, Jean- François Segalotto, Martin Sommer, "Central Bank Autonomy and Lessons From Global Trends", **IMF Working Paper**, WP/07/88, 2007, p. 10

Barro, Robert J., "Inflation and Economic Growth", **NBER Working Paper**, No. 5326, 1995

Robert Barro, David Gordon, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", **Journal of Political Economy**, Vol. 91, No. 4, 1983

Bernanke Ben, Michael Woodford, "Inflation Forecasts and Monetary Policy", **NBER Working Paper Series**, No. 6157, 1997

Bernanke Ben S., Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy" **Journal of Economic Perspectives**, Vol.11, No. 2, 1997

Bernanke Ben S., A. Posen, F. S. Mishkin, A. Posen, "Inflation Targeting Lessons From the International Experience", Princeton University Press, 1999, New Jersey

Binay, Şükrü, Kürşat Kunter, " Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Tartışma Tebliği No:9803, Aralık 1998

Blanchard, Oliver, **Macroeconomics**, International Edition MIT, 4. Edition, USA, 2006

Blanchard Olivier, "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil", **NBER Working Paper**, No. 10389

Blinder Alan S., “Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?”, **The American Economic Review**, Vol. 90, No. 5, 2000

Boratav, Korkut, “**Türkiye İktisat Tarihi 1908- 2002**”, İmge Kitapevi, 8. Baskı, Ankara, 2004

Boratav, Korkut, Erinç Yeldan, “ Turkey 1980- 2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns of Distribution”, 2001, (Çevrimiçi)

Briault, Clive, “**The Cost of Inflation**”, Bank of England Quarterly Bulletin, No.35, 1995

Bruno Michael, William Easterly, “Inflation Crises and Long Run Growth”, **NBER Working Paper**, No. 5209, 1995

Büyükakın, Tahir, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi

Calvo Guillermo A., Carlos A. Vegh, “Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries”, NBER Working Paper No. 6925, December 1997

Calvo, Guillermo A. Carlos A. Vegh, “Inflation Stabilization and Nominal Anchors”, **Contemporary Economic Policy**, 1994, Vol.12, No. 2

Calvo Guillermo A., Frederic Mishkin, “ The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries”, **NBER Working Paper**, No: 9808, June 2003

Carare Alina, Andrea Schaechter, Mark Stone, Mark Zemler, “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, **IMF Working Paper**, WP 02/102, 2002

Ceccetti Stephen G., “Poliy Rules and Targets: Framing the Central Banker’s Problems”, **FRBNY Economic Policy Review**, 1998, June, Vol. 4, No. 2

Ceccetti Stephen G., “Poliy Rules and Targets: Framing the Central Banker’s Problems”, **FRBNY Economic Policy Review**, 1998, June, Vol. 4, No. 2

Clarida Richard, Jordi Gali, Mark Getrler, “ Monetary Policy Rules in Practise: Some International Evidence”, **European Economic Review**, Vol. 42, 1998

Clarida Richard, J. Gali, M. Getrler, “The Science of Monetray Policy: A New Keynesian Perspective”, **Journal of Economic Literature**, Vol. 37, No. 4, December 1999

Croce Enzo, Khan S. Mohsin, “ Monetary Regimes and Inflation Targeting”, **Finance &Development**, Vol. 37, No. 3

Cukierman, Alex, “ Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe” Paper Presented at the Conference on European Monetary Policy, November 30 and December 1, 1995

Cukierman Alex, Steven B. Webb, Bilin Neyaptı, “Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes”, **The World Bank Economic Review**, Vol. 6, No. 3, 1992

Cukierman,Alex “Central Bank Independence and Monetary Control”, **The Economic Journal**, Vol. 104, No. 427, 1994

Çelebi, Esat, “Türkiye’ de Devalüasyon Uygulamaları”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, No.3, 2001

Çakır, Nuray, “Enflasyon Hedefli Politikanın Bir Sonraki Adımı: Fiyat Seviyesi Hedeflemesi”, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 2007/1, 2007

Çolakoğlu, Bayram, “Merkez Bankası Para Politikasının Güvenirliliği”,Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar, s.65, çevrimiçi, <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/bayram.doc>, 08.11.2007

Debelle Guy, Paul Mason, Miguel Savastano, Sunil Sharma, “Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy”,1998, çevrimiçi: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues15/index.htm>, 29.12.2007

Debelle Guy, Paul Masson, Miguel Savastano, Sunil Sharma, Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy” **Inertational Monetary Fund Economic Issues** No. 15, 2000

Demircan, Esra Siverekli, Meliha Ener, “IMF’ nin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye’ de Uygulanan İstikrar Programları Üzerine Etkileri”, (çevrimiçi) <http://biibf.comu.edu.tr/edemircanmenerm.pdf>

Demirhan Erdal, “**Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**”, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul, 2002

Dilekli, Selin, Seher Yeşilkaya, “Maastricht Kriterleri”, DPT Avrupa Birliği ile İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2002

Doğruel, Fatma, A. Suut Doğruel, “**Türkiye’ de Enflasyon Tarihi**”, TCMB, Bileşim Matbaası, İstanbul, 2005

Dornbusch, Rudiger, Federico Sturzenegger, Holger Wolf, “Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization”, **Brooking Papers of Economic Activity**, 2, 1990

Duman, Anıl “ Inflation Targeting as a Monetary Policy and its Applicability to Developing Countries”, **TCMB Research Department Working Paper**, No. 7, June 2002

Edwards Sebastian, “Exchange Rates and Political Economy of Macroeconomic Discipline”, **American Economic Review**, May 1996, Vol. 86, No. 2

Edwards Sebastian, “ Exchange- Rate Anchors, Credibility, and Inertia: A Tale of Two Crises, Chile and Mexico”, **The American Economic Review**, Vol: 86, No. 2, 1996

Eggertsson Gauti , Eric Le Borgne, “A Political Agency Theory of Central Bank Independence”, IMF Working Paper, No.03/ 144, 2004, (first version in July 2003, çevrimiçi: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03144.pdf>, 03.12. 2007

Eijffinger Sylvester C. H., Marco Hoeberichts, “Central Bank Accountability and Some Transparency : Theory and Some Evidence”, **International Finance**, Vol.5, No. 1, 2002

Eijffinger Sylvester C. W., Jakob De Hann, “The Political Economy of Central Bank Independence”, Special Papers in International Economics, No. 16, 1996, çevrimiçi: http://www.princeton.edu/~ies/IES_Special_Papers/SP19.pdf

English, William B., “Inflation and Financial Sector Size”, 1996, s.2, çevrimiçi: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1996/199616/199616pap.pdf>, 05.09.2007,

Erdoğan Seyfettin, Alternatif Para Politikaları Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2005, Sayı 9

Erdoğan, Seyffettin, “Merkez Bankacılığında Bağımsızlık Kriterleri ve 4651 Sayılı TCMB Yasası Üzerine Bir Değerlendirme”, **Finans- Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl. 40, Sayı 477, Aralık 2003

Fischer, Stanley; Franco Modigliani, “Towards an Understanding of the Real Effects and Cost of Inflation”,1980, **NBER Working Paper Series** No, 0303

Fischer, Stanley, “Modern Approaches to Central Banking”, **NBER Working Paper Series**, No.5064, 1995,

Fischer, Stanley, "Maintaining Price Stability", **Finance&Development**, 1996, Vol. 33, No. 4

Fischer, Stanley, "The Role of Macroeconomics Factors in Growth", **Journal of Monetary Economics**, 1993, No. 32

Fischer Stanley, "Central Bank Independence Revisited", **The American Economic Review**, Vol. 85, No. 2, 1995,

Frankel Jeffrey, A., "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", **NBER Working Paper**: 10032, October 2003,

Frankel Jeffrey A., "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", **NBER Working Paper**, No: 7338, 1999

Friedman Milton, "Inflation Unemployment", Nobel Memorial Lecture, December 1976, ,s. 271-273 çevrimiçi
http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1976/friedman-lecture.pdf,
01.09.2007

Glenn, Rudebusch D., Lars O. Swennsson, "Policy Rules for Inflation Targeting", **NBER Working Paper Series**, No. 6512, April 1998

Goodfriend, Marvin: "Maintaining Low Inflation: Rationale and Reality, Inflation Targeting in Practise", **International Monetary Fund**, Washington, 2000

Goodfriend, Marvin, Robert G. King, "The New Neoclassical Synthesis and The Role of Monetary Policy, (çevrimiçi)
http://www.richmondfed.org/publications/economic_research/working_papers/pdfs/wp98-5.pdf, 15/01/2008

Goodfriend, Marvin, "Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Premier", **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, Vol.90/3, 2004

Gökçe, Deniz, "Faiz Politikalarının Esasları ve Türkiye' de Faiz Politikası Uygulamaları", **İktisadi Araştırmalar Vakfı**, Faiz Politikaları ve Türkiye' deki Uygulamalar, İstanbul, 1993

Gökçe, Deniz, "İstikrar Politikası Bağlamında Merkez Bankası ve Para Politikası", **Türkiye İçin Orta Vadeli İstikrar Programına Doğru**, TÜSİAD Yayınları, No: Tüsiad-T/95, 6-180, 1995

Gujarati, Domador, "Temel Ekonometri", Çev. Ümit Senes, Gülay Şenes, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2001

Güriş, Selahattin, Ebru Çağlayan, “**Ekonometri, Temel Kavramlar**”, Der Yayınları, İstanbul, 2005

Hayo Bernard, Stefan Voigt, “Inflation, Central Bank Independence and the Legal System”, **International Centre of Economic Research Working Paper**, No.2

Hodric, J. Robert, Prescott Edward, “Post-War Business Cycle: An Emprical Investigation” **Northwestern University Discussion Paper**, No: 451

John, Taylor, “Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies”, December 2000, s.5-6 (çevrimiçi):
<http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Bank%20of%20Mexico%20Paper2.pdf>, 14.11.2007

Johns Larry E., Rodolfo E. Manuelli, “**Growth And The Effects Of Inflation**”, NBER Working Paper, No: 4523, 1993

Johnson Karen, David Small, Ralph Tryon, “Monetary Policy and Price Stability”, **International Finance Discussing Papers**, No.641,1999

Karaçor, Zeynep, “Enflasyon Kültür ve Geleneği: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Analiz”, Türkiye **Ekonomisi Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Editör: Ahmet Ay, Çizgi Kitapevi, Konya, 2007

Kepenek, Yakup, Nurhan Yentürk, “**Türkiye Ekonomisi**”, Remzi Kitapevi, on birinci basım, 2000, İstanbul

Kesriyeli, Mehtap “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Yayın No:97/4, 1997

Kesriyeli, Mehtap, ”80’ li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Yayın No:97/04, 1997

Khan George A., Klara Parrish, “Conducting Monetary Policy With Inflation Targets”, **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Vol.7, Third Quarter, 1998

Köse, Salih, “24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 İstikrar Programlarının Karşılaştırılması”, **Planlama Dergisi, Özel Sayı**

Kumcu, Ercan, İnci Ökter, Şükrü Saraçoğlu “1986 Yılı Parasal Programı”, **TCMB Ekonomik Araştırmalar Bülteni**, Cilt 2, Sayı:2, Haziran 1987

Kuzucuoğlu, Ahmet, “Enflasyon Hedeflemesi”, çevrimiçi:
http://www.vergidegundem.com/files/Makale2_subat06.doc, 28.01.2008

Kydland, Finn, Edward Prescott, "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", **Journal of Political Economy**, Vol:85, No. 3, 1977

Lipsey, Richard G., "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1862- 1957: A Further Analysis", **Economica**, New Series, Vol. 27, No. 105, Feb. 1960

Lucas Robert L., Jr., "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoff", **American Economic Review**, Vol. 63, No. 3, June 1973

Mankiw, N. Gregory, "**Macroeconomics**", Worth Publishers, New York, 1994

Mankiw, N. Gregory, "A Quick Refresher Course in Macroeconomics", **Journal of Economic Literature**, Vol. 28, No. 4, December 1990

Mason, Paul R., Miguel A. Savastano, Sunil Sharma, "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", **IMF Working Paper**: WP/97/130, 1997

Mason, R. Miguel A. Savastano, Sunil Sharma, "Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries", **Finance & Development**, 1998, Vol.35, No.1

McCallum, Bennett, "Two Fallacies Concerning Central- Bank Independence", **American Economic Review**, Vol. 85, No.2, May 1995

McCallum Bennett T. and Edward Nelson, "Targeting vs. Instrument Rules for Monetary Policy", **Federal Reserve Bank of Saint Louis Working Paper**, No. 2004- 011A, 2004, çevrimiçi: <http://research.stlouisfed.org/wp/2004/2004-011.pdf>, 12.11.2007

Meyer Laurence H., "Inflation Targets and Inflation Targeting", **North American Journal of Economics and Finance**, 2002, No. 13,

Mishkin, Frederic S., Posen, Adam S., "Inflation Targeting: Lessons From Four Countries", **NBER Working Paper Series**, No. 6126, 1997

Mishkin Frederic S., "The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging- Market Countries?", **International Finance**, Vol. 1, Issue: 1, October 1998

Mishkin, Frederic S., "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", **NBER Working Paper**, No: 7044, March 1999,

Mishkin Frederic S., "Inflation Targeting in Emerging Countries", **American Economic Review**, Vol.90, No. 2, 2000

Mishkin Frederic, Miguel A. Savastano, "Monetary Policy Strategies for Latin America", **Journal of Development Economics**, 2001, Vol. 66

Mishkin S. Frederic, Klaaus Schmidt-Hebbel, “One Decede of Inflation Targeting In the World:What To We Know And What To We Need Know?”, **NBER Working Paper Series**, No. 8397, 2001

Obstfeld Maurice, Kenneth Rogoff, “The Mirage of Fixed Exchange Rate”, **Journal of Economic Perspective**, Vol. 9, Issue: 4, Fall 1995

Obstfeld Maurice, “The Logic of Currency Crises”, **NBER Working Paper Series**, No.4640, Şubat 1994

Oktar, Suat, “**Enflasyon Hedeflemesi**”Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1998

Orhan, Osman Z., **Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları**, Filiz Kitabevi, 1995, İstanbul

Öğretmen, Eren, “Enflasyon Hedeflemesi Uygulama Özellikleri”, **TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**, 2004

Öztürk, Emin, “Türkiye’ de Son Dönemde Para Politikası Tartışmaları”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, No:9206

Paya Merih M., **Para Teorisi ve Para Politikası**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1998

Phelps, Edmund S., “Philips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time”, **Economica**, Vol. 34, No. 135, 1967

Philips, A. W., “The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money .wage Rates in the United Kingdom, 1861- 1957”, **Economica**, New .series, Vol. 25, No. 100, Now., 1958

Pudd John P., “NAIRU Is It Useful for Monetary Policy?”, **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter**, No:97-35, “Handbook of Monetary Policy”, edited by Jack Rabin, Glenn L. Stevens, 2002, Newyork

Quirk, Peter J., “Exchange Rate Regimes as Inflation Anchors”, **Finance& Development**, Vol. 33, No.1, 1996

Rodenburg Peter, “Derived Measurement in Macroeconomics: Two Approches for Measuring NAIRU Considering”, Tinbergen Institute Discussion Paper 017, 2007, Çevrimiçi <http://www.tinbergen.nl/discussionpapers/07017.pdf>

Rogoff, Kenneth, “Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target” **Quarterly Journal of Economics**, 1985, Vol. 100, No. 4

Samuelson, Paul A., Solow, Robert M., “Problem of Achieving and Maintaining a Stable Price Level: Analytical Aspects of Anti- Inflation Policy”, **American Economic Review**, Vol. 50, No. 2, May 1960

Sargent Thamas, Neil Wallace, “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, 1981

Schmid, Peter, “Monetary Targeting in Practise: The German Experience”, **Center for Financial Studies Working Paper** 1999/03, İnternet Adresi: http://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/wp/99_03.pdf Erişim Tarihi: 21.08.2007

Serdengeçti, Süreyya”Merkez Bankası Bağımsızlığı”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 40, Sayı 477, Aralık 2003

Snowdon Brian, Howard Vane, Peter Wynarczyk, “ **A Modern Guide to Macroeconomics**”, Third Edition, United Kingdom, Edward Elgar Publishing Company, 1996

Swensson Lars E. O., “Inflation Targeting As a Monetary Targeting Rule” **Journal of Monetary Economics**, Vol. 43, 1999

Swensson Lars O., “What is Wrong with Taylor Rules?”, Using Judgement in Monetary Policy thorough Targeting Ruls”, **NBER Working Paper Series**, No. 9421, December 2002

Swensson Lars E. O., “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets”, **NBER Working Paper**: 5797, 1997

Svensson, Lars. E. O “Targeting Rules vs. Instrument Rules for Monetary Policy: What is Wrong with McCallum and Nelson?”, **NBER Working Paper Series**, No. 10747, 2004

Swensson Lars E. O., “Monetary Policy and Inflation Targeting”, **NBER Reporter**, Winter 1997/98 5-8

Şahin, Hüseyin, “**Türkiye Ekonomisi**”, Ezgi Kitapevi, 9. Baskı, Bursa, 2007

Uygur, Ercan, “Enflasyon- Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık”, **İşletme-İktisat ve Finans Dergisi**, Yıl. 16, Sayı: 189, 2001

Vittorio Grilli, Donato Masciandaro, Guido Tabellini, “ Political and Monetary Institutions and Public Sinancial Policies in the Industrial Countries” **Economic Policy**, Vol.13, 1991

Walsh Carl E., “Optimal Contracts for Central Bankers”, **The American Economic Review**, 1995, Vol.85, No. 1

Yağcı Fahrettin, “Choice of Exchange Rate Regimes For Developing Countries”, **Africa Region Working Paper Series**, No. 16, April 2001

Yay, Gülsün Gürkan, “Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi”, **İktisat Dergisi**, 470- 471, 2006

Yeldan, Erinç, “**Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**”, İletişim Yayınları, On ikinci Baskı, 2006, İstanbul

Yıldırım, Oğuz, “Kura Dayalı İstikrar Politikası Teori ve Ülke Uygulamaları”, Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, 2003, s.2, çevrimiçi: http://www.hazine.gov.tr/arastirma_inceleme/ar_inc_34.pdf, 19.09.2007

Yıldız, Nuray Çakır, “**İstikrar Programlarında Nominal Çapa ve Türkiye Örneğinde Enflasyon Hedeflemesi**”, Azim Yayıncılık, İstanbul, 2006

Yükseler, Zafer, “IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi: Brezilya Deneyimi ve Türkiye için Dersler”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, No: 2005/9, Temmuz 2005

Tobin, James, “Financial Globalization”, **World Development**, Vol. 28, No. 6, 2000

Tunca, Zafer, “**Makro İktisat**”, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2005

Raporlar

17. Stand-by Düzenlemesi Üçüncü ve Dördüncü Gözden Geçirmeye İlişkin 18 Aralık 2000 Tarihli Niyet Mektup

17. Stand-by Düzenlemesi Altıncı ve Yedinci Gözden Geçirmeye İlişkin 3 Mayıs 2001 Tarihli Niyet Mektubu

17. Stand-by Düzenlemesi Sekizinci Gözden Geçirmeye İlişkin 26 Haziran 2001 Tarihli Niyet Mektubu

17. Stand-by Düzenlemesi, Dokuzuncu Gözden Geçirmeye İlişkin 31 Temmuz 2001 Tarihli Niyet Mektubu

18. Stand-by Düzenlemesi, Dördüncü Gözden Geçirmeye İlişkin 5 Nisan 2003 Tarihli Niyet Mektubu

18. Stand-by Düzenlemesi, Beşinci Gözden Geçirmeye İlişkin 25 Temmuz 2003 Tarihli Niyet Mektubu

18.Stand-by Düzenlemesi, Altıncı Gözden Geçirmeye İlişkin 31 Ekim 2003 Tarihli Niyet Mektubu

19 Stand-by Düzenlemesine İlişkin 26 Nisan 2005 Tarihli Niyet Mektubu

TCMB Yıllık Rapor, 1998

TCMB Yıllık Rapor 1999

TCMB Yıllık Rapor, 2002

TCBM Yıllık Rapor 2003

TCMB Yıllık Rapor 2004

TCMB Yıllık Rapor, 2005

TCMB Yıllık Rapor 2006

TCMB, Yıllık Rapor, 2007

TCMB Para Politikası Raporu, 2002 Nisan

TCMB, Para Politikası Raporu 2003 Nisan

TCMB Para Politikası Raporu, 2004-I

TCMB Para Politikası Raporu 2004-II

TCMB, Para Politikası Raporu,2005-I

TCMB, Enflasyon Raporu, 2006-I

TCMB Enflasyon Raporu, 2006-II

TCMB, Enflasyon Raporu, 2006- III

TCMB, Enflasyon Raporu, 2006-IV

TCMB, Enflasyon Raporu, 2007-I

TCMB, Enflasyon Raporu, 2007-II

TCMB, Enflasyon Raporu 2007-IV

TCMB, Enflasyon Raporu 2008-I

TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, Aralık 2005, Sayı: 2005-56, s.14

TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejimi, 2006

TCMB, “Türkiye İçin Özel Kapsamlı Tüfe Göstergeleri, Çekirdek Enflasyon Çalışma Raporu”, 3 Şubat 2005

EK-1

Amirik Sınamada Yer Alan Değişkenlerin Zaman Serileri

	TÜFE	Sanayi Üretim	Petrol	Bütçe Dengesi	Reel kur	Faiz oranı
Feb-03	1.54057191	16.22889306	4.606837	0.531810771	-2.7128451	51
Mar-03	1.96404448	25.08398656	-6.16259	-1.08546424	0.61772524	44
Apr-03	0.98858541	5.550581916	-12.2774	-1.151187026	-2.8765277	44
May-03	0.95872439	5.023696682	-11.3195	-10.03845127	-9.426159	41
Jun-03	0.07996801	2.075812274	0.629375	-0.356686584	-4.7550593	41
Jul-03	-0.1897723	4.33244916	-0.07315	-0.689877085	-1.2549969	38
Aug-03	0.16011208	2.796610169	5.444782	1.930446365	0.21945971	35
Sep-03	1.34878609	8.282476024	-4.4371	0.529318216	-2.7637664	32
Oct-03	0.92665615	1.368760064	7.580998	0.177122596	2.50299706	29
Nov-03	1.26977925	11.34693878	0.564886	0.611121565	2.02550334	28
Dec-03	0.42438272	13.72007366	-0.36199	0.305634433	-3.4576348	26
Jan-04	0.66269689	9.149797571	-3.47418	-0.244249745	-6.1595249	26
Feb-04	0.51521801	8.734402852	-7.79251	0.491583493	-1.4339655	24
Mar-04	0.95870907	22.65625	7.862251	0.892221308	-0.9114239	24
Apr-04	0.49830763	2.707006369	-1.18053	0.411889975	2.51657835	22
May-04	0.43034896	6.055646481	14.30953	0.779207554	11.2688219	22
Jun-04	-0.1304145	1.080246914	-2.0672	-0.068436709	-0.3940519	22
Jul-04	0.47570189	1.06870229	0.782066	0.7103059	-3.3347543	22
Aug-04	0.76123283	6.344410876	14.20804	-3.173987375	0.60854413	22
Sep-04	0.94895891	5.483870968	1.80776	-1.228975997	1.36421092	22
Oct-04	2.24514009	5.581039755	7.987788	-0.668879009	-2.5706008	20
Nov-04	1.31214853	4.372469636	-8.78865	1.44318798	-3.8613844	20
Dec-04	0.31718062	8.890770533	-14.4994	0.179836155	-4.2600606	20
Jan-05	0.55331108	8.398133748	5.758178	0.809393637	-3.4382651	18
Feb-05	0.01746877	3.735144312	0.368461	0.769093498	-2.4112511	17

Mar-05	0.26198585	14.55026455	16.30399	-2.778501904	0.11976295	16.5
		-				
Apr-05	0.7142235	1.154734411	3.834151	0.240377403	3.67748229	15.5
May-05	0.91671711	3.348909657	-6.00475	2.416377928	-0.1662462	15
Jun-05	0.10283658	0.452147702	12.66055	0.975427482	-0.8106325	14.5
		-				
Jul-05	-0.573581	2.025506377	3.615119	-1.294399564	-0.5949128	14.25
Aug-05	0.85241949	1.378254211	10.02537	1.094244048	-0.0461256	14.25
Sep-05	1.02450269	6.948640483	0.467315	0.533201629	0.01408414	14.25
		-				
Oct-05	1.79159976	6.638418079	-4.73481	0.681700271	-0.3088836	14.25
Nov-05	1.40307181	-1.7397882	-6.85101	8.419834461	-1.9954861	14
Dec-05	0.41755363	6.389530408	2.459592	0.547896211	-1.403664	13.75
		-				
Jan-06	0.75010192	19.17510854	4.609357	3.002913261	-1.3093911	13.5
Feb-06	0.21849964	7.251566697	2.914544	-7.627317551	-0.6017717	13.5
Mar-06	0.2745478	18.28046745	-2.90806	0.670052132	0.92925683	13.5
Apr-06	1.33676921	-3.45800988	10.50492	-0.202568153	-0.3154797	13.5
May-06	1.87539733	4.897660819	3.739725	1.576336429	4.7929452	13.25
Jun-06	0.33541342	2.229965157	5.903488	28.3374758	12.5056463	17.25
Jul-06	0.84739174	-3.27198364	1.888469	0.361469793	-3.1737733	17.5
		-				
Aug-06	-0.439408	2.466525722	-4.04193	-0.903761833	-5.1103249	17.5
Sep-06	1.28532714	6.502890173	-9.57467	-0.29243665	-1.0846733	17.5
		-				
Oct-06	1.26901613	7.462686567	-9.12658	-1.022530859	-1.5149341	17.5
Nov-06	1.29085831	6.304985337	-1.90266	-0.02134175	-3.10529	17.5
		-				
Dec-06	0.23103294	1.862068966	1.353342	-0.762477413	-1.777307	17.5
		-				
Jan-07	1.0037921	9.697821504	-8.83193	-4.025140079	-1.1511004	17.5
Feb-07	0.42697291	0.778210117	-2.6163	0.170418724	-1.9759142	17.5
Mar-07	0.91628793	13.43629344	9.263005	9.630555749	0.90203254	17.5
		-				
Apr-07	1.20578194	4.288631722	1.164793	0.312239386	-3.9232287	17.5
May-07	0.50240436	8.108108108	2.26933	-0.529869353	-1.6218004	17.5
		-				
Jun-07	-0.2428051	0.657894737	4.293421	-2.199461759	-0.8186916	17.5
Jul-07	-0.7301883	-1.78807947	3.354619	-2.084860073	-2.2940579	17.5
Aug-07	0.0216341	-0.8091706	-0.01441	186.8248882	2.32202074	17.5
Sep-07	1.03100216	2.719238613	0.004432	-1.015832485	-4.3110685	17.5
Oct-07	1.81260258	-	2.302554	0.957364017	-6.6208239	17.25

		2.183984116					
Nov-07	1.9485526	6.02165088	8.973329	-0.334984682	-2.3050316	16.75	
		-					
Dec-07	0.22000688	10.08296107	0.113667	0.114226497	-1.2787589	16.25	

Vector Error Correction Estimates

Date: 07/17/08 Time: 19:58

Sample (adjusted): 2003M05 2007M12

Included observations: 56 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1	CointEq2	CointEq3	CointEq4
BUTCE_SA(-1)	1.000000	0.000000	0.000000	0.000000
FAIZ_SA(-1)	0.000000	1.000000	0.000000	0.000000
KUR_SA(-1)	0.000000	0.000000	1.000000	0.000000
PETROL_SA(-1)	0.000000	0.000000	0.000000	1.000000
SUE_SA(-1)	92.36843 (37.9651) [2.43298]	26.32056 (14.2801) [1.84316]	-11.13057 (4.30430) [-2.58592]	-8.202087 (5.37781) [-1.52517]
TUFE_SA(-1)	-381.5949 (73.9584) [-5.15959]	-158.0568 (27.8186) [-5.68169]	44.79114 (8.38504) [5.34179]	58.47478 (10.4763) [5.58162]
C	189.1352	68.95856	-21.30979	-35.26585

Error Correction:	D(BUTCE_SA)	D(FAIZ_SA)	D(KUR_SA)	D(PETROL_SA)	D(SUE_SA)	D(TUFE_SA)
CointEq1	-0.186554 (0.09494) [-1.96504]	0.031255 (0.00946) [3.30461]	-0.073486 (0.03363) [-2.18542]	0.074580 (0.09133) [0.81657]	-0.038188 (0.01397) [-2.73260]	-0.002543 (0.00547) [-0.46488]

CointEq2	0.007909 (0.24088) [0.03283]	-0.060443 (0.02400) [-2.51875]	-0.165690 (0.08532) [-1.94206]	-0.561413 (0.23174) [-2.42263]	0.080635 (0.03546) [2.27413]	0.024873 (0.01388) [1.79182]
CointEq3	-1.543214 (0.71842) [-2.14808]	0.138476 (0.07157) [1.93480]	-1.287249 (0.25446) [-5.05885]	0.318179 (0.69115) [0.46036]	-0.054063 (0.10575) [-0.51123]	0.044307 (0.04140) [1.07019]
CointEq4	-0.167170 (0.36465) [-0.45843]	-0.057292 (0.03633) [-1.57706]	0.063616 (0.12916) [0.49255]	-1.289912 (0.35081) [-3.67690]	-0.003862 (0.05368) [-0.07194]	-0.005101 (0.02101) [-0.24273]
D(BUTCE_SA(-1))	-0.535334 (0.16676) [-3.21023]	-0.011212 (0.01661) [-0.67491]	0.035270 (0.05906) [0.59715]	-0.101791 (0.16043) [-0.63449]	-0.002059 (0.02455) [-0.08389]	-0.005402 (0.00961) [-0.56213]
D(BUTCE_SA(-2))	-0.396303 (0.15666) [-2.52974]	-0.003161 (0.01561) [-0.20254]	-0.033237 (0.05549) [-0.59901]	-0.095829 (0.15071) [-0.63584]	0.005345 (0.02306) [0.23176]	-0.009807 (0.00903) [-1.08627]
D(FAIZ_SA(-1))	1.586535 (1.31682) [1.20482]	0.012047 (0.13119) [0.09183]	-0.451925 (0.46640) [-0.96896]	-2.770133 (1.26684) [-2.18665]	0.214925 (0.19384) [1.10879]	0.152484 (0.07589) [2.00938]
D(FAIZ_SA(-2))	-0.073918 (1.08421) [-0.06818]	0.203154 (0.10801) [1.88083]	0.244663 (0.38402) [0.63712]	-0.880040 (1.04306) [-0.84371]	0.204821 (0.15960) [1.28336]	0.037117 (0.06248) [0.59405]
D(KUR_SA(-1))	1.402021 (0.48274) [2.90430]	-0.057439 (0.04809) [-1.19435]	0.441176 (0.17098) [2.58026]	0.076821 (0.46442) [0.16541]	0.069662 (0.07106) [0.98033]	-0.010334 (0.02782) [-0.37145]

D(KUR_SA(-2))	0.698669 (0.41109) [1.69957]	-0.093109 (0.04095) [-2.27350]	0.012241 (0.14560) [0.08407]	-0.053953 (0.39548) [-0.13642]	0.059622 (0.06051) [0.98529]	-0.016477 (0.02369) [-0.69551]
D(PETROL_SA(-1))	-0.096560 (0.27384) [-0.35261]	0.020489 (0.02728) [0.75105]	-0.018967 (0.09699) [-0.19555]	0.188309 (0.26345) [0.71479]	-0.019863 (0.04031) [-0.49277]	-0.003959 (0.01578) [-0.25090]
D(PETROL_SA(-2))	-0.078144 (0.17438) [-0.44813]	0.036495 (0.01737) [2.10078]	0.060842 (0.06176) [0.98510]	0.045160 (0.16776) [0.26919]	0.006977 (0.02567) [0.27182]	0.000474 (0.01005) [0.04714]
D(SUE_SA(-1))	-1.757550 (1.79485) [-0.97922]	-0.168338 (0.17881) [-0.94144]	-2.416092 (0.63572) [-3.80057]	-0.761669 (1.72673) [-0.44110]	-0.280936 (0.26420) [-1.06333]	-0.021196 (0.10343) [-0.20493]
D(SUE_SA(-2))	-2.465273 (1.24839) [-1.97475]	-0.159150 (0.12437) [-1.27965]	-1.241353 (0.44217) [-2.80742]	0.389319 (1.20101) [0.32416]	-0.152124 (0.18377) [-0.82782]	-0.013635 (0.07194) [-0.18953]
D(TUFE_SA(-1))	5.450997 (4.07926) [1.33627]	0.179948 (0.40639) [0.44280]	1.049800 (1.44483) [0.72659]	1.867259 (3.92444) [0.47580]	0.664835 (0.60047) [1.10719]	0.375328 (0.23508) [1.59660]
D(TUFE_SA(-2))	5.287861 (2.93694) [1.80047]	0.427433 (0.29259) [1.46087]	1.908130 (1.04023) [1.83433]	1.146167 (2.82547) [0.40565]	0.400238 (0.43232) [0.92579]	0.290503 (0.16925) [1.71641]
C	1.636052 (1.39988) [1.16871]	-0.392529 (0.13946) [-2.81461]	0.008812 (0.49582) [0.01777]	-1.708312 (1.34675) [-1.26847]	0.227668 (0.20606) [1.10484]	0.112160 (0.08067) [1.39031]

R-squared	0.567057	0.754273	0.762235	0.586269	0.590131	0.606786
Adj. R-squared	0.389440	0.653462	0.664690	0.416533	0.421979	0.445467
Sum sq. resids	1629.778	16.17531	204.4559	1508.416	35.31435	5.412494
S.E. equation	6.464455	0.644012	2.289642	6.219110	0.951576	0.372534
F-statistic	3.192574	7.482046	7.814219	3.454004	3.509517	3.761409
Log likelihood	-173.8443	-44.68831	-115.7206	-171.6775	-66.55081	-14.03459
Akaike AIC	6.815867	2.203154	4.740020	6.738483	2.983958	1.108378
Schwarz SC	7.430706	2.817993	5.354859	7.353322	3.598796	1.723217
Mean dependent	0.323128	-0.524474	0.069354	0.277814	-0.033987	-0.003827
S.D. dependent	8.273087	1.094003	3.954071	8.141791	1.251617	0.500268
<hr/>						
Determinant resid covariance (dof adj.)		173.5125				
Determinant resid covariance		19.79658				
Log likelihood		-560.3576				
Akaike information criterion		24.51277				
Schwarz criterion		29.06981				
<hr/>						