

T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ OLARAK ENFLASYON
HEDEFLEMESİ REJİMİ: TEORİ, POLİTİKA VE TÜRKİYE
ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME

DOKTORA TEZİ

DANIŞMAN
Prof. Dr. Serdar ALTINOK

HAZIRLAYAN
Hakan ACET

Konya, 2008

ÖZET

1970’lerde, Bretton Woods sisteminin çöküşünün ardından bütün dünyada ortaya çıkan yüksek enflasyonunun sebebinin, para otoritesinin enflasyonist eğilime sahip olmasından kaynaklandığı görüşü hakimdir. Uzun dönemde para politikasının en önemli amacının fiyat istikrarı olması gerektiği konusunda, iktisatçılar ve merkez bankacılar arasında fikir birliği oluşmuştur. Üzerinde anlaşmaya varılan bu tespitten sonra, söz konusu eğilimi yok ederek fiyat istikrarını sağlamaya yönelik çözüm önerilerinin geliştirilmesi amaçlanmaktadır. Para politikası literatürünün en önemli tartışma konularından birisi, para otoritesinin “zaman tutarsızlığından” kaynaklanan enflasyonist eğilimin çözümlenmesine ilişkin önerilerdir. 1970’ler ve 1980’lerin teorik, ampirik ve pratik kanıtları, aktif para politikaları uygulayarak, hasıla ve istihdamın sürdürülebilir düzeylerinin üzerinde tutulmasının mümkün olmadığını göstermiştir. Böylece, parasal otoriteler, takdir yetkisine dayalı stratejileri terk ederek, örtük veya açık bir parasal çapa içeren kurula dayalı stratejileri benimsemişlerdir.

Parasal hedefleme, faiz oranı ve döviz kuru hedeflemesi stratejilerinin başarısızlığı ise, çoğu ülkeyi yeni bir para politikası çerçevesi arayışı içine sokmuştur. Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi rejimi, 1990’lı yılların başlarından itibaren birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede alternatif bir para politikası stratejisi olarak uygulanmaya ve gittikçe daha fazla tartışılmaya başlanmıştır. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi 1990’ların sonlarına doğru gündeme gelmiştir. 2001 yılı sonbaharında enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş hazırlıkları da konuya ilişkin tartışmaları iyice yoğunlaştırmıştır. 2002 yılından itibaren örtük enflasyon hedeflemesi uygulayan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ocak 2006 yılı itibariyle önkoşulların büyük ölçüde sağlandığını düşünerek enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Ancak, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimine yeni geçilmiş olması nedeniyle bu rejime ilişkin TCMB’nin deneyimi oldukça azdır. İki yılın deneyiminden elde edilen istatistiki veriler de, TCMB’nin, bu

rejimin uygulanmasında Türkiye’de başarılı olup olamayacağına ilişkin tartışmaları iyice artırmıştır.

Bu bağlamda, çalışmada, enflasyon hedeflemesinin, önkoşulların sağlanması halinde gelişmekte olan ülkelerde, alternatif para politikası stratejileri arasında en etkili strateji olduğu tezi ve bu stratejiyi önkoşulların büyük ölçüde sağlandığını düşünerek uygulamaya geçen TCMB’nin, Türkiye’de başarılı olup olamayacağına, nedenleri ile birlikte tartışılması amaçlanmıştır. Bu tezin kanıtlanması için, iki yöntemden yararlanılmıştır. Bunlardan birincisi, enflasyon hedeflemesi rejimini teorik literatür çerçevesinde sistematik bir biçimde ele aldıktan sonra bu rejimi, alternatif para politikası stratejileri ile karşılaştırılarak gelişmekte olan ülke deneyimleri doğrultusunda Türkiye açısından incelenmesidir. İkincisi ise, vak’a çalışması yaklaşımıdır.

İlk iki bölümde, çalışmanın kavramsal çerçevesi ve teorik temellerine yer verilerek, enflasyon hedeflemesi rejimi ile değişken hedefleme stratejileri ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir. Üçüncü bölümde, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında karşılaşılan sorunlar; ülke deneyimleri doğrultusunda enflasyon hedeflemesi uygulamalarının temel özellikleri ile gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin ekonomik performansı incelenmiştir. Dördüncü ve son bölümde ise, enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye açısından değerlendirilmesine yer verilmiştir. Sonuç kısmında ise öncelikle enflasyon hedeflemesi rejimi, yeniden genel olarak değerlendirildikten sonra bu çalışmadan çıkarılan sonuçlara yer verilmiştir.

ABSTRACT

The opinion that the reason of high inflation, in 1970s, appeared in all over the world after the collapse of Bretton Woods system, was due to the fact that monetary authorities had inflationary bias is prevalent. A consensus has been developed between economists and central bankers on the issue that the most important aim of monetary policy in long term must be price stability. After this fixing agreed on, it is aimed to develop solutions intended for assuring price stability by extinguishing aforesaid bias. One of the most important arguments in monetary policy literature is the propositions that inflationary tendency originated in time inconsistency of monetary policy should be resolved. The theoretic, empiric and practical attests of 1970s and 1980s show that it is impossible to maintain output and employment at over sustainable level by applying active monetary policy. Thus, monetary authorities have adopted strategies based on the rule including implicit or explicit monetary anchor by leaving the strategies based on discretionary power.

The failure of the strategies of monetary targeting, interest rate and exchange rate targeting has forced many countries to seek a new monetary policy framework. Inflation targeting regime, come into use in New Zealand, has been started to be applied as an alternative monetary policy strategy in many developed and developing countries from the beginning of 1990s and to be discussed more increasingly. In Turkey, inflation targeting became a current issue in the late 1990s. In the fall of 2001, the preparations of transition to inflation targeting regime raised the arguments relating to the issue fairly. Central Bank of the Turkish Republic, applying implicit inflation targeting as from 2002, devolved on inflation targeting regime, considering that preconditions were assured on a large scale as of January 2006. However, owing to the fact that the transition to inflation targeting regime is new, Central Bank of the Turkish Republic has little experience related to the issue. Also, statistical data, obtained from the experiences of the last two years, have raised the arguments relating to whether Central Bank of the Turkish Republic will be successful or not about the application of this regime.

In this sense, in the study, it is aimed to discuss the argument that inflation targeting is the most efficient strategy among the alternative monetary policy strategies in developing countries when the preconditions are assured, and to discuss whether Central Bank of the Turkish Republic, carrying this strategy into practice considering that the preconditions are mostly assured, will be successful or not, with its reasons. Two methods are used to prove this argument. First one of these is to examine inflation targeting regime by comparing it with other alternative monetary policy strategies, from the point of Turkey, in line with the experiences of the developing countries, after handling it systematically within the frame of theoretic literature. And, the second one is the approach of case study.

In the first two chapters, inflation targeting regime and variable targeting strategies have been examined in detail by mentioning the conceptual frame and theoretic base of the study. In the third chapter, the problems encountered due to the application of inflation targeting regime, the key features of inflation targeting applications in line with the experiences of our country and the economic performance of inflation targeting regime in developing countries have been examined. The evaluation of inflation targeting regime from the point of Turkey is mentioned in the fourth and final part. And, in the conclusion part, the outcome of this study is mentioned after reevaluating primarily inflation targeting regime as a whole.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iv
TABLolar ÇİZELGESİ.....	xii
ŞEKİLLER ÇİZELGESİ.....	xiv
GRAFİKLER ÇİZELGESİ.....	xv
KISALTMALAR.....	xvi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI KURALLARI VE UYGULANMA SÜRECİ

1.1. FİYAT İSTİKRARININ ANLAMI VE DİĞER PARA POLİTİKASI AMAÇLARI İLE ETKİLEŞİMİ.....	10
1.1.1. Fiyat İstikrarının Anlamı.....	10
1.1.1.1. Fiyat İstikrarının Tanımı.....	11
1.1.1.2. Fiyat İstikrarını Öncelikli Amaç Haline Getiren Teorik Gelişmeler.....	15
1.1.1.3. Fiyat Endekslerindeki Ölçüm Hataları.....	17
1.1.1.4. Enflasyon Oranı Hedeflemesi – Fiyat Seviyesi Hedeflemesi.....	18
1.1.2. Diğer Para Politikası Amaçları ile Etkileşim.....	21
1.2. GÜVENİRLİK VE ZAMAN TUTARSIZLIĞI SORUNU.....	25
1.2.1. Güvenirlik.....	28
1.2.1.1. Güvenirliğin Tanımı ve Ölçümü.....	28
1.2.1.2. Para Politikalarının Güvenirliğinin Önemi.....	30
1.2.1.3. Güvenirliği Sağlamanın Araçları.....	31
1.2.2. Zaman Tutarsızlığı Sorunu.....	36

1.3. PARA POLİTİKASI KURALLARI VE DEĞİŞKEN HEDEFLEME STRATEJİLERİ.....	39
1.3.1. Para Politikasının Aktarım Mekanizmaları.....	44
1.3.1.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı	45
1.3.1.2. Diğer Finansal Varlık Fiyatları Kanalı.....	47
1.3.1.2.1. Döviz Kuru Kanalı	48
1.3.1.2.2. Hisse Senedi Fiyatları Kanalı.....	50
1.3.1.3. Kredi Kanalı	53
1.3.1.3.1. Banka Kredileri Kanalı	53
1.3.1.3.2. Bilanço Kanalı.....	55
1.3.2. Değişken Hedefleme Stratejileri	60
1.3.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi	61
1.3.2.2. Parasal Büyüklük Hedeflemesi	65
1.3.2.3. Nominal GSMH (ya da GSYİH) Hedeflemesi.....	68
1.3.2.4. Faiz Oranı Hedeflemesi.....	69

İKİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN KURAMSAL ÇERÇEVESİ VE UYGULAMA YÖNÜ

2.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN TANIMI	73
2.2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN ÖNKOŞULLARI VE DİĞER STRATEJİK GEREKLİLİKLERİ	76
2.2.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Önkoşulları	76
2.2.1.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı	77
2.2.1.2. Mali Baskınlığın Olmaması	82
2.2.1.3. Güçlü Bir Finansal Sistemin Bulunması.....	83
2.2.1.4. Diğer Parasal Değişkenlere İlişkin Katı Bir Taahhüdün Bulunmaması	85
2.2.2. Diğer Stratejik Gereklilikler.....	86
2.2.2.1. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik	86

2.2.2.2. Güvenirlik	91
2.2.2.3. Para Politikası ile Maliye Politikası Arasındaki Eşgüdümün Sağlanması	92
2.2.2.4. Uygulama Öncesinde Enflasyonun Belli Bir Düzeye Çekilmiş Olması	93
2.2.2.5. İleriye Yönelik Bir Yaklaşımın Benimsenmesi	94
2.2.2.6. Gelişmiş Ekonometrik Modellerin Kullanılması	95
2.3. ESNEK-KATI ENFLASYON HEDEFLEMESİ.....	96
2.4. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN UYGULAMA YÖNÜ.....	101
2.4.1. Endeks Seçimi.....	101
2.4.2. Hedef Enflasyon Oranı.....	104
2.4.3. Hedef Aralığı	109
2.4.4. Hedefin Belirlenmesi ve İlan Biçimi	113
2.4.5. Merkez Bankalarının Karar Mekanizması	114
2.4.6. Hedefleme Süresi ve Optimal Para Politikası Modeli	116
2.4.6.1. Basit Ekonomik Model ve Merkez Bankası Davranışı.....	119
2.4.6.1.1. Durum Boşluk (State-Space) Gösterimi ve Çözüm ...	121
2.4.6.2. Farklı Ölçüm Dönemlerinde Optimal Para Politikaları	123
2.4.6.2.1. Birinci Aralık: $\lambda = 0$	129
2.4.6.2.2. İkinci Aralık: λ Pozitif Fakat Çok Küçük	132
2.4.6.2.3. Üçüncü Aralık Büyük λ Değerleri.....	143
2.4.6.3. Enflasyon Hedeflemesi ile Fiyat Seviyesi Hedeflemesi Arasındaki Benzerlikler ve Farklar	134
2.5. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI	137
2.6. ENFLASYON HEDEFLEMESİ ÇERÇEVESİNDE ALTERNATİF UYGULAMA: ENFLASYON TAHMİNİ HEDEFLEMESİ.....	141

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN UYGULANMASINDA
KARŞILAŞILAN SORUNLAR VE ÜLKE DENEYİMLERİ

3.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASINDA KARŞILAŞILAN SORUNLAR	145
3.1.1. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Özel Sorunlar	145
3.1.1.1. Döviz Kuru Hedeflerini İçeren Politikalar	145
3.1.1.2. Enflasyon Hedefini Belirleme	149
3.1.2. Yaklaşımın Uygulamadaki Ortak Sorunları.....	152
3.1.2.1. Beklenmedik Şokların Güvenirliği Azaltması	152
3.1.2.2. Enflasyonun Tahmin ve Kontrol Edilmesindeki Zorluklar.....	153
3.1.2.3. Modelleme.....	156
3.1.2.4. Hedef Aralığının Genişliği ve Esneklik	157
3.1.2.5. Enflasyon Hedeflemesi, Sorumluluk ve Şeffaflık.....	160
3.2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİ UYGULAYAN ÜLKELER VE ÖZELLİKLERİ.....	162
3.2.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Deneyimlerine Genel Bir Bakış	162
3.2.2. Ülkeler İtibariyle Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Temel Özellikleri.....	166
3.3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN EKONOMİK PERFORMANSI.....	180
3.3.1. İsrail	181
3.3.2. Şili	184
3.3.3. Brezilya	188
3.3.4. Çek Cumhuriyeti	193
3.3.5. Güney Kore	197
3.3.6. Polonya	199
3.3.7. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ayırt Edici Özellikleri	205

3.4. 2007 VE 2008 KÜRESEL KRİZ DÖNEMİNİN DEĞERLENDİRMESİ	206
--	-----

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

4.1. TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI VE ENFLASYONUN ÖNLENEMEYEN YÜKSELİŞİ	214
4.1.1. 1980 - 1985 Dönemi	215
4.1.2. 1986 - 1990 Dönemi	217
4.1.3. 1990 - 1995 Dönemi	221
4.1.4. 1996 - 2001 Dönemi	224
4.1.5. 2001 - 2005 Dönemi: Örtülü Enflasyon Hedeflemsi Dönemi	230
4.1.6. 2006 ve Sonrası: Açık Enflasyon Hedeflemsi Dönemi	236
4.2. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN ÖNKOŞULLARI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ	236
4.2.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı Önkoşulu	237
4.2.2. Mali Baskınlığın Olmaması Önkoşulu.....	238
4.2.3. Güçlü Bir Finansal Sistemin Bulunması Önkoşulu	246
4.2.4. Diğer Parasal Değişkenlere İlişkin Katı Bir Taahhüdün Bulunmaması Önkoşulu	252
4.3. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNE GEÇİŞTE ZAMANLAMA	252
4.4. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN İŞLEYİŞİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER.....	257
4.4.1. Endeks Seçimi.....	257
4.4.2. Hedef Enflasyon Oranı.....	260
4.4.3. Hedef Aralığı	262
4.4.4. Hedefleme Süresi	265
4.4.5. Hedefin Belirlenmesi ve İlan Biçimi	266

4.4.6. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik	267
4.4.7. IMF Şartlılığı	269
4.5. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN EKONOMİK PERFORMANSI.....	271
SONUÇ	281
KAYNAKÇA.....	296

TABLolar ÇİZELGESİ

Sayfa

Tablo 1. Yasal Sorumluluk Açısından Ülkelerin Durumu.....	90
Tablo 2. Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkelerde Kullanılan Endeksler.....	104
Tablo 3. Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkelerde Hedefin Niteliği	109
Tablo 4. Nokta Hedef Uygulayan Ülkelerde Aralık Uygulaması	112
Tablo 5. Hedefin Belirlenmesi ve İlan Biçimi	114
Tablo 6. Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkelerde Merkez Bankalarının Karar Mekanizması	115
Tablo 7. Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkelerin Kullandıkları Zaman Aralıkları	118
Tablo 8. Parametre Değerleri	124
Tablo 9. Optimal Reaksiyon Fonksiyonu İçin Katsayılar	128
Tablo 10. Koşulsuz Standart Sapmalar	131
Tablo 11. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Elde Ettiği Sonuçlar	164
Tablo 12. Ülkeler İtibariyle Enflasyon Hedeflemesi Rejimi - Uygulama Özellikleri.....	167
Tablo 13. İsrail’de Enflasyon Hedeflemesi.....	183
Tablo 14. İsrail’in Temel Ekonomik Göstergeleri	184
Tablo 15. Şili’de Enflasyon Hedeflemesi	186
Tablo 16. Şili’nin Temel Ekonomik Göstergeleri.....	188
Tablo 17. Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesi	190
Tablo 18. Brezilya’nın Temel Ekonomik Göstergeleri.....	192
Tablo 19. Çek Cumhuriyeti’nde Enflasyon Hedeflemesi	195
Tablo 20. Çek Cumhuriyeti’nin Temel Ekonomik Göstergeleri.....	196
Tablo 21. Güney Kore’de Enflasyon Hedeflemesi	198
Tablo 22. Güney Kore’nin Temel Ekonomik Göstergeleri.....	199
Tablo 23. Polonya’da Enflasyon Hedeflemesi.....	201
Tablo 24. Polonya’nın Temel Ekonomik Göstergeleri	202

Tablo 25. 2007-2008 Döneminde Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Elde Ettiği Sonuçlar	210
Tablo 26. IMF'nin 2008-2009 Büyüme Tahminleri	211
Tablo 27. 1996-2000 Arası Dönemde Temel Ekonomik Göstergeler	227
Tablo 28. Örtülü Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Temel Ekonomik Göstergeler	232
Tablo 29. Kamu Kesimi Açık ve Borçlarına İlişkin Göstergeler (%).....	242
Tablo 30. Türkiye'de Mali Derinlik ve Mali Baskınlık Göstergeleri (%)	243
Tablo 31. Türkiye'de Bankacılık Sektörüne İlişkin Yapısal Göstergeler	247
Tablo 32. Türkiye'de Bankacılık Sektöründeki Grupların Sektör Payları (%).....	248
Tablo 33. Seçilmiş Finansal Göstergeler	250
Tablo 34. Enflasyon Hedeflemesi Öncesi Dönemde Ülkelerin Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri (%)	254
Tablo 35. IMF Şartlılığı Altında Enflasyon Performans Kriterleri	271
Tablo 36. 2002-2008 Arası Dönemde Seçilmiş Temel Ekonomik Göstergeler (%)	274
Tablo 37. Türkiye'de Dönemler İtibariyle Ortalama Enflasyon ve Büyüme Rakamları.....	278

ŞEKİLLER ÇİZELGESİ

Sayfa

Şekil 1. Geleneksel Aktarım Mekanizması.....	45
Şekil 2. Maliyet-İtişli (Cost-Push) Bir Krizden Sonra Para Politikasının Tepkileri.....	126
Şekil 3. Maliyet-İtişli (Cost-Push) Bir Krizden Sonra Bir Dönemlik Enflasyonun Tepkisi.....	126
Şekil 4. Maliyet-İtişli (Cost-Push) Bir Krizden Sonra Çıktı Tepkisi.....	127
Şekil 5. Maliyet-İtişli (Cost-Push) Bir Krizden Sonra Fiyat Seviyesinin Tepkisi	127
Şekil 6. Para Politikasının Başlangıç Tepkisi	132
Şekil 7. Türkiye’de Enflasyon ve Büyüme Eğilimleri (1981-2007, %).	279

GRAFİKLER ÇİZELGESİ

Sayfa

Grafik 1. Yıllar İtibariyle Enflasyon Hedeflemesi Rejimini Uygulayan Ülke Sayısı	163
Grafik 2. Hedefleme Dönemi ve Sonrası Enflasyon Seviyesi	165
Grafik 3. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ekonomik Performansı.....	204
Grafik 4. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği / GSMH (%).....	244
Grafik 5. Mali Baskınlık Göstergeleri (%).....	244
Grafik 6. Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Başlarken Ülkelerin Önkoşullara Uyum Düzeyleri	253
Grafik 7. 2006 Yılı İçin Belirsizlik Aralığı.....	263
Grafik 8. 2002-2008 Yılları Arasında Türkiye’de Enflasyon Gelişmeleri (%)	275
Grafik 9. 2006-2008 Yılları Arasında Politika ve Piyasa Faiz Oranları (%)	277

KISALTMALAR

a.e.	Aynı eser
a.g.e.	Adı geçen eser
a.g.k.	Adı geçen konuşma
a.g.m.	Adı geçen makale
a.g.r.	Adı geçen rapor
BCB	Banco Central Do Brasil
BCRP	Central Reserve Bank of Peru
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BE	Bank of England
BIS	Bank for International Settlements
Bkz.	Bakınız
CBI	Central Bank of Iceland
CPIX	Temel Enflasyon
Çev.	Çeviren
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DTM	Dış Ticaret Müsteşarlığı
ECB	European Central Bank
Ed.	Editör
Eds.	Editörler
EMS	European Monetary System
ERM	Exchange Rate Mechanizm
et al.	Ve diğerleri
Fed	Federal Reserve Bank
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development
IMF	International Monetary Fund
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KBA	Konsolide Bütçe Açığı
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
MB	Merkez Bankası
NAIRU	Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment
NBER	National Bureau of Economic Research
NBP	National Bank of Poland
NBR	National Bank of Romania
NIRU	Non-Inflationary Rate of Unemployment
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
p./pp.	Sayfa/sayfalar
PI	Price Index
PLT	Price Level Targeting
RBNZ	Reserve Bank of New Zealand
ROA	Vergi Sonrası Aktif Karlılığı
ROE	Vergi Sonrası Özkaynak Karlılığı
RPI	Perakende Satış Fiyatları Endeksi
RPIX	Perakende Fiyatlar Endeksi
s./ss.	Sayfa/sayfalar
SDR	Özel Çekme Hakları
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TOBB	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TUSİAD	Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi
ÜFE	Üretici Fiyatları Endeksi
ZEI	Zentrum für Europäische Integrationsforschung
ZLB	Zero Lower Bound

GİRİŞ

Merkez bankaları ve aktif para politikaları, dünyada artan sermaye hareketlerinin ve liberalleşmenin etkisiyle, başka bir deyişle, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve teknolojinin süratle değişmesiyle birlikte para talebinin istikrarsız bir biçimde olduğu bir yapıyla karşı karşıya kalmışlardır. Söz konusu bu durum, merkez bankalarının rolünün ve para politikasının çerçevesinin daha belirgin bir biçimde çizilmesini gerektirmiş; uzun dönemde para politikasının nihai amacı, enflasyonun genel olarak ekonomik kararları etkilemeyecek ölçüde düşük oranlarda tutulduğu makul bir fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi olmuştur. Parasal otoritesinin, fiyat istikrarını gerçekleştirilebilmesi ve sürdürülebilmesi için ise güvenilirlik, olmazsa olmaz bir koşul haline gelmiştir.

Günümüzde para politikasının ikinci sorunu, nominal bir çapaya duyulan gereksinimdir. Keynesyen iktisatçılar uzun dönemde genişletici (aktif) para ve maliye politikalarıyla bir miktar enflasyona da izin verilerek istihdam seviyesinin artırılabilceğini savunmuşlardı. Ancak dünya ekonomisindeki gelişmeler aktif politikaları savunan iktisatçıların beklentileri yönünde olmamıştır. 1960'larda devrevi dalgalanmalar sona ermedi. 1973-1974 ve 1981-1982 arz şoklarıyla oluşan ekonomik krizler, II. Dünya savaşı sonrasında en şiddetli resesyonlarıydı. 1960'ların sonlarında ve 1970'lerde ABD ve diğer birçok gelişmiş ülkede artan ve dalgalı bir yapı izleyen enflasyon oranları kaydedildi. Özetle 1970'ler ve 1980'lerin teorik, ampirik ve pratik kanıtları, aktif para politikaları uygulayarak, hasıla ve istihdamın sürdürülebilir düzeylerinin üzerinde tutulmasının mümkün olmadığını göstermiştir. Böylece, parasal otoriteler, takdir yetkisine dayalı stratejileri terk ederek, örtük veya açık bir parasal çapa içeren kurula dayalı stratejileri benimsemişlerdir. Zaman tutarsızlığı sorununun neden olduğu enflasyonist yanlılıktan veya daha genel anlamda para politikasının amaçları ile ilgili belirsizlikten kaçınabilmek için para politikası stratejisinin genellikle nominal bir çapaya bağlanması gerekmektedir. Uzun dönemli fiyat istikrarı açısından nominal çapa, merkez bankasının gelecekte belirli tarihlerde ulaşmayı hedeflediği enflasyon oranını kamuoyuna ilan ettiği bir taahhüt niteliği

taşımaktadır. Söz konusu çapa bir hedef olarak fonksiyon görmekte ve merkez bankasının beklenmedik genişlemeci politikalar izleyerek üretimi canlandırma şeklinde bir strateji uygulamasına engel olunabilmektedir.

Parasal büyüklük, faiz oranı ve döviz kuru hedeflemesi stratejilerinin başarısızlığı ise, çoğu ülkeyi yeni bir para politikası çerçevesi arayışı içine sokmuştur. Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi rejimi, 1990'lı yılların başlarından itibaren birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede alternatif bir para politikası stratejisi olarak uygulanmaya ve gittikçe daha fazla tartışılmaya başlanmıştır. Bu stratejisi ile tanışma, bu ülkelerin fiyat istikrarının potansiyel yararlarının farkına vardıklarını ifade etmektedir. Enflasyon hedeflemesi; belirlenmiş bir enflasyon oranı için belirli bir tarih veya dönemde gerçekleştirilmek üzere resmi bir hedef ya da hedef aralığının ilan edilerek taahhüt edilmesi ve para politikasının en önemli amacının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı sürdürmek olduğunun vurgulanması ve bu vurgunun para otoritesince de benimsenmesi şeklinde tanımlanabilen bir para politikası uygulamasıdır. Enflasyon hedeflemesi, temel olarak ekonomi yönetiminin tek hedef olarak enflasyonun düşürülmesi olduğu yönünde anlaşmaya varmalarını, bu anlaşmayı resmi bir biçimde ortaya koymalarını, merkez bankasının enflasyon hedeflerini yine resmi bir biçimde açıklamasını, bankanın bu yönde önlemler alırken bağımsız ama başarısızlık durumunda da sorumlu olmasını, enflasyon hedeflerine ulaşmak bağlamında oluşan gelişmeleri resmi raporlar halinde yayınlamasını, bu arada da mali disiplinin ödünsüz bir biçimde sürdürülmesini öngörür. Bu açıdan bakıldığında, bu önlemlerin başarı şansı tamamen ekonomi yönetiminin kararlılığına ve bu kararlılığı kamuoyuna aksettirebilmesine bağlıdır.

Enflasyon hedeflemesinde, diğer değişken hedefleme stratejilerinden farklı olarak, merkez bankaları, hedeflenen enflasyon oranına ulaşmada değişik para politikası araçlarını kullanmada serbesttir. Bu yaklaşımda tek bir değişken yerine, ücret artışları, kur artışı, kamu fiyatlandırma mekanizması, bekleyişler, petrol fiyatları gibi enflasyonu etkileyebilecek her türlü faktör göz önüne alınmaktadır.

1990 yılında sadece bir ülkede (Yeni Zelanda) uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi rejimi bugüne kadar gelişmiş ekonomilerde başta olmak üzere geniş bir uygulama alanı bulmuş olup günümüzde Ocak 2006 tarihi itibariyle Türkiye’de dahil olmak üzere 23 ülkede uygulanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimi aslında Yeni Zelanda, İngiltere, Kanada, Avustralya, İsveç, İsviçre, Norveç gibi kalkınmış ülkelerce, başka tür politikalar yeterince şeffaf ve hesabı verilebilir olmadığı için düzenlenmiş bir para politikasıdır. Gelişmiş ülkeleri takiben İsrail, Peru, Şili, Meksika, Brezilya, Polonya, Macaristan, Kolombiya gibi gelişmekte olan ülkeler de para politikalarında enflasyon hedeflemesi rejimine geçmişlerdir. Bugüne kadarki uygulama sonuçları dikkate alındığında, yaklaşımın çok yüksek oranlarda enflasyon yaşayan ülkeler dışında, uygulanabilir özellikler taşıdığı ve başarılı olduğu değerlendirilmesi yapılabilir. Ülke deneyimlerinden elde edilen başarılı sonuçlar ise, akademik çevrelerde ve parasal otoriteler arasında, dikkatlerin enflasyon hedeflemesi rejimi üzerinde yoğunlaşmasını sağlamıştır.

Türkiye’de 1990’ların sonlarına doğru gündeme giren enflasyon hedeflemesi tartışmaları, ekonomiden sorumlu devlet bakanının 2001 yılı sonbaharında söz konusu stratejiye geçileceğini kamuoyuna duyurmasıyla oldukça yoğunluk kazanmıştır. 2002 yılından itibaren örtük enflasyon hedeflemesi¹ uygulayan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ocak 2006 yılı itibariyle enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir². Ancak, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimine yeni geçilmiş olması nedeniyle akademisyenler ve merkez bankası görevlileri tarafından, bu konuda yapılmış incelemeler, nicelik ve nitelik açısından henüz yeterli olgunluğa ulaşmamıştır. Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejimine ilişkin TCMB’nin ve

¹“2002 yılında parasal hedefleme ile başlanacak... gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası uygulanacaktır.” Dikkat edilirse, “gelecek dönem enflasyonu”na odaklanan bir para politikası, aynı zamanda “örtük bir enflasyon hedeflemesi” anlamına gelmektedir. TCMB, **2002 Yılı Para Politikasının Genel Çerçevesine İlişkin TCMB Basın Duyurusu**, 2 Ocak 2002, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, s. 2 ve TBB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para Ve Döviz Kuru Politikası**, Aralık 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr>, s. 3.

²TCMB, “**2002 Yılı Para Politikasının Genel Çerçevesine İlişkin TCMB Basın Duyurusu**,” s. 2, TCMB, **Enflasyon Hedefinin Tanıtımına İlişkin Süreyya Serdengeçti Tarafından Yapılan Basın Toplantısı Metni**, Ankara, 31 Ocak 2006, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, s. 2 ve TBB, “**Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para Ve Döviz Kuru Politikası**,” s. 3.

gelişmekte olan ülkelerin deneyimleri de ekonometrik analiz yapmaya yeterli olacak ölçüde uzun bir periyodu kapsamamaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin, önkoşulların sağlanması halinde gelişmekte olan ülkelerde, alternatif para politikası stratejileri arasında en etkili strateji olduğu tezinin kanıtlanması ve bu stratejiyi önkoşulların büyük ölçüde sağlandığını düşünerek uygulamaya geçen TCMB'nin, Türkiye'de başarılı olup olmayacağına nedenleri ile birlikte gösterilmesi için iki yöntem kullanılabilir. Bunlardan birincisi, enflasyon hedeflemesi rejimini teorik literatür çerçevesinde sistematik bir biçimde ele aldıktan sonra bu rejimi, alternatif para politikası stratejileri ile karşılaştırılarak gelişmekte olan ülke deneyimleri doğrultusunda Türkiye açısından incelenmesidir. İkinci yöntem ise, ülke uygulamalarına ilişkin deneysel kanıtlara başvurulmasıdır. Çalışmada her iki yöntemden de yararlanılacaktır. Şöyle ki, çalışmada enflasyon hedeflemesi rejimi, alternatif para politikası stratejileri ile karşılaştırılarak gelişmekte olan ülke deneyimleri doğrultusunda Türkiye açısından ele alınırken, ülke uygulamalarına ilişkin deneysel kanıtlara da yer verilecektir.

Deneysel kanıtların kullanıldığı ikinci yöntem, vak'a çalışması (case study) yaklaşımına dayanmaktadır. Vak'a çalışması yaklaşımı makro iktisat alanındaki araştırmalarda nadiren kullanılmakla birlikte, son yıllarda yapılan çalışmalarda, tanınmış iktisatçılar tarafından da bu yaklaşıma başvurulduğu görülmektedir³. Vak'a çalışması yaklaşımının tercih edilmesi şu üç argümana dayanmaktadır: İlk, enflasyon hedeflemesi rejimine ilişkin TCMB'nin ve gelişmekte olan ülkelerin deneyimleri, ekonometrik analiz yapmaya yeterli olacak ölçüde uzun bir periyodu kapsamamaktadır. İkinci olarak, enflasyon hedeflemesinin nasıl daha iyi uygulanabileceği ve siyasetçilerle özel sektör ajanlarının bu uygulamalara nasıl

³John B. Taylor, "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules," **NBER Working Paper Series**, No. 6768, October 1998, pp. 3-4.; Ben S. Bernanke et al. **Inflation Targeting, Lessons from the International Experience**, New Jersey, Princeton University Press, 1999, pp. 7-8. ve Bennett T. McCallum, "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan," **High Level Seminar on Implementing Inflation Targets, held by IMF Institute, March 20-21, 2000**, February 2000, pp. 2-3.

tepkiler vereceğinin kantitatif yöntemlerle analizinin tam olarak yapılması mümkün değildir. Son olarak, vak'a çalışması yönteminin kullanılması, enflasyon hedeflemesinin önkoşulları, temel bileşenleri, etkileri ve uygulama esaslarına ilişkin, ülke deneyimlerine dayalı, çok önemli bilgiler elde edilebilmesini sağlayacaktır. Şöyle ki, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin, bu stratejiye geçiş aşamasındaki koşulları ve zamanlamaları; enflasyon hedefini tanımlama, belirleme ve ilan prosedürleri; parasal otoritelerin ekonomik şoklara karşı reaksiyonları ve politika karar ve uygulamaları konusunda halkla iletişim araçlarını kullanma yöntemleri konularındaki deneyimleri ve gelişmekte olan ülkelere enflasyon hedeflemesi rejiminin ekonomik performansı başarılı bir uygulamanın temel ip uçlarını sağlayacaktır.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, "Para Politikası Kuralları ve Uygulanma Süreci" başlığı altında ilkin, fiyat endekslerindeki ölçüm sorunları ve optimal enflasyon oranının ne olacağı meseleleri çerçevesinde, fiyat istikrarı kavramının çerçevesi çizilmeye çalışılmaktadır. Ayrıca, fiyat istikrarının para politikasının birincil amacı haline gelmesine yol açan, iktisat literatürüne teorik ve ampirik alanlarda yapılan katkılara da kısaca bu kısımda değinilecektir. Daha sonra, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi için vazgeçilmez bir koşul olan güvenilirliğin kavramsal çerçevesi ve güvenilir bir para politikası stratejisinin temel özellikleri ele alınmaktadır. Bu bağlamda ilkin, güvenilirliğin tanımı ve ölçümü, para politikalarının güvenilirliğinin önemi ile güvenilirliği sağlamanın araçları ve zaman tutarsızlığı sorununa değinilmektedir. Bu başlık altında son olarak da para politikası kuralları ve değişken hedefleme stratejilerine değinilecektir.

Çalışmanın ikinci bölümde, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Kuramsal Çerçevesi ve Uygulama Yönü" başlığı altında enflasyon hedeflemesi rejiminin tanımı ve kapsamı; uygulanmasına yönelik operasyonel konulardaki tartışmaları da içerecek şekilde önkoşulları ve diğer Stratejik gereklilikleri; genel kabul gören avantaj ve dezavantajları ile bazı teknik konular incelenecektir.

Çalışmanın üçüncü bölümde ise, ilkin enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında karşılaşılan sorunlar incelenecektir. Daha sonra, enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkeler açısından uygulanabilirliği sorunu tartışılarak, son yıllarda para politikalarını enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulayan ülkelerin, söz konusu politikaya geçiş süreçleri ve bu konudaki uygulamalarında kullandıkları kurumsal yapılar ile uygulama şartları farklı olan gelişmekte olan ülkelerin ekonomik performansları incelenecektir. Son zamanlarda dünyayıda içine alan küresel kriz dönemine ilişkin değerlendirmeler de bu bölümde yer alacaktır.

Çalışmanın son bölümünde ise, enflasyon hedeflemesi rejimi Türkiye açısından tartışılmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğinin önkoşulları olan, merkez bankasının bağımsızlığı, mali baskınlığın olmaması, güçlü bir finansal sistem ve diğer parasal değişkenlere ilişkin katı bir taahhüdün bulunmaması koşulları açısından Türkiye ekonomisi analiz edilmektedir. Bu çerçevede, enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye’de, bu rejiminin önkoşullarının büyük ölçüde sağlandığını düşünerek geçen TCMB’nin, önceki bölümlerde aktarılan tespitler ve enflasyon hedeflemesi uygulamalarının başarısı için gerekli olan asgari şartların ışığı altında, Türkiye’de bugünkü var olan kurumsal yapı da ele alınarak, enflasyon hedeflemesine geçişte zamanlamanın doğru olup olmadığı ve TCMB’nin bu rejimi uygulamada kısa vadede başarılı olup olamayacağı tartışılacaktır. Bu bölümde son olarak, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin çerçevesinin düzenlenmesi ve işleyişine ilişkin meseleler ele alınacak ve Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin ekonomik performansı incelenecektir.

Sonuç kısmında ise öncelikle enflasyon hedeflemesi rejimi yeniden genel olarak değerlendirildikten sonra bu çalışmadan çıkarılan sonuçlara yer verilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI KURALLARI VE UYGULANMA SÜRECİ

Merkez bankalarının ve aktif para politikalarının, dünyada artan sermaye hareketlerinin ve liberalleşmenin etkisiyle, başka bir deyişle, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve teknolojinin süratle değişmesiyle birlikte para talebinin istikrarsız bir biçimde olduğu bir yapıyla karşı karşıya kalmışlardır. Söz konusu bu durum, merkez bankalarının rolünün ve para politikasının çerçevesinin daha belirgin bir biçimde çizilmesini gerektirmiş; uzun dönemde para politikasının nihai amacının, enflasyonun genel olarak ekonomik kararları etkilemeyecek ölçüde düşük oranlarda tutulduğu makul bir fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi olduğu yönünde yaygın bir görüş birliği meydana gelmiştir⁴.

Hemen belirtmek gerekir ki, gerek politika yapma sürecinin ardışık doğasını gerek siyasal doğasını esas alan modern para politikası çalışmalarında, -Fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi için vazgeçilmez bir koşul olan-güvenilirlikten yoksun bulunan politikaların, hem reel değişkenlerde kalıcı bir değişiklik meydana getirmeyeceği, hem de daha yüksek bir enflasyonist sapmaya yol açacağı, açık bir şekilde ortaya konmuştur. Dolayısıyla, güvenilirlik (credibility) kavramı, modern para politikası literatürünün odağına yerleşmiş ve etkili bir para

⁴Frederic S. Mishkin and Adam S. Posen, "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries," **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, August 1997, p. 13. Gerçekten de hem merkez bankacıları hem de akademisyenler, para politikasının birincil amacının "fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi" olduğu görüşündedirler. Örnek için bkz. Mervyn King, "How Should Central Bank Reduce Inflation?-Conceptual Issues," **Achieving Price Stability**, (A Symposium Sponsored By The Federal Reserve Bank of Kansas City), Wyoming, The Federal Reserve Bank of Kansas City Publication, 1996, p. 73. ve Michael D. Bordo and David C. Wheelock, "Price Stability and Financial Stability: The Historical Record," **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, September/October 1998, pp. 41-42.

politikası rejiminin olmazsa olmaz koşulu haline gelmiştir. O halde, para politikası, zaman tutarsızlığından kaynaklanan enflasyonist eğilimin üstesinden gelmeye yönelik olarak ve çoğunlukla merkez bankasının beklenmeyen gevşek para politikaları ile üretimi artırmasını önlemek amacıyla hedef görevi görecektir bir nominal çapaya dayanmaktadır.

Neredeyse bütün merkez bankaları tarafından parasal taban, M_1 , M_2 ya da M_3 gibi parasal büyüklüklerin artış oranları, bir nominal çapa olarak kullanılmıştır. Eğer paranın dolanım hızı nispeten sabit ya da tahmin edilebilir ise, bir parasal büyüklüğün hedeflenen artışı, nominal geliri uzun dönemde fiyat istikrarını sağlayacak istikrarlı büyüme seyrinde tutabilir. Böyle bir ortamda bir parasal büyüklüğü nominal çapa olarak seçmenin bazı avantajları vardır. İlk olarak parasal büyüklükler merkez bankası tarafından kolayca ve hızlı bir şekilde kontrol edilebilir. İkinci olarak parasal büyüklükler kısa gecikmelerle oldukça doğru olarak ölçülebilir. Üçüncü olarak hakkında çok çabuk bilgi edinilebilecek bir parasal büyüklüğün nominal çapa olarak kullanılması, para politikasının şeffaflığını büyük ölçüde artırmaktadır⁵. Bir parasal büyüklük, para politikasının durumu ve politikacıların niyetleri hakkında hem kamuoyuna hem de piyasalara neredeyse anlık sinyaller göndererek enflasyon beklentilerinin sabitlenmesine yardımcı olmaktadır. Öte yandan parasal büyüklük hedefinin şeffaflığı, merkez bankasını enflasyonu düşük tutma bağlamında kamuoyuna karşı daha sorumlu kılarak gevşek para politikası uygulanması yönündeki baskıların azaltılmasına yardımcı olabilir.

Şüphesiz, parasal büyüklüklerin hedeflenmesinin birçok avantajı olsa da, uygulamada bu avantajlar ancak parasal büyüklük ile nominal gelir arasında tahmin edilebilir bir ilişki olduğu takdirde ortaya çıkabilmektedir. Fakat yaklaşık son otuz yıldır birçok ülkede paranın dolanım hızındaki dalgalanmaların, parasal büyüklükler ile amaç değişkenleri arasındaki ilişkiyi bozacak büyüklükte ve sıklıkta olduğu gözlemlenmiştir. Sonuçta parasal büyüklüklerin nominal çapa olarak kullanılması

⁵Ben S. Bernanke and Frederic S. Mishkin, "Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrial Countries," **NBER Macroeconomic Annual**, Oliver J. Blanchard and Stanley Fischer (eds.), Cambridge, The MIT Press, 1992, pp. 190-191.

oldukça problemlili olmuş ve 1970’li yıllarda parasal büyüklükleri hedefleyen birçok ülke 1980’li yıllarda bu stratejilerinden vazgeçmiştir. Dolayısıyla alternatif nominal çapalar aranmaya başlanmıştır.

Bu bağlamda, yurtiçi para biriminin değerinin, düşük enflasyonlu bir ülkenin para birimi karşısında sabitlenmesi, çok sık kullanılan diğer bir nominal çapadır. Döviz kuru çapası merkez bankasının, döviz kurunun değer kaybetmesine neden olabilecek aşırı gevşek para politikası izleyememesi için önceden taahhütte bulunması olarak tanımlanabilir. Buna ilave olarak döviz kuru çapası beklentilerin yurtiçi para biriminin sabitlendiği ülkenin enflasyon oranına doğru yaklaşmasına yardımcı olabilir. Ayrıca döviz kuru çapası, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilir bir para politikası stratejisidir.

Fakat sabit döviz kuru stratejisinin de maliyetleri ve kısıtları söz konusudur. Sabit döviz kuru ile bir ülke kendi para politikasını kontrol edemez. Ülke, yurtiçi şoklar karşısında para politikasını kullanamamaktadır ve ayrıca para birimini sabitlediği ülkeden gelen şoklara karşı da savunmasızdır. Üstelik günümüzün açık, global sermaye piyasaları ortamında sabit döviz kuru stratejileri, döviz kurunda aşırı değişiklikleri gerekli kılan çökmelere maruz kalabilmektedir⁶. Bu tür gelişmeler Meksika’daki son olayların göstermiş olduğu gibi ülke ekonomisine çok fazla zarar verebilir. Yurtiçi para biriminin baskı altında iken savunulması, doğrudan tüketim ve yatırım harcamalarının kısılmasına neden olacak önemli faiz oranı artışını gerekli kılabilir. Bu ise resesyona yol açabilir. Buna ilave olarak, Mishkin’in belirttiği gibi, yurtiçi para biriminin aşırı değer kaybetmesi, bankacılık sektörü ve ekonomiyi şiddetli depresyonlara götüren finansal krizler doğurabilir⁷.

⁶Maurice Obstfeld and Kenneth S. Rogoff, “The Mirage of Fixed Exchange Rates,” **NBER Working Paper Series**, No. 5191, July 95, p. 3.

⁷Frederic S. Mishkin, “Asymmetric Information and Financial Crisis: A Historical Perspective,” **Financial Markets and Financial Crises**. R. Glenn Hubbard (ed.), University of Chicago Press, 1991, pp. 71-72. Türkiye’de 1994 yılı sonlarına doğru ortaya çıkan finansal kriz ve ardından gelen 5 Nisan 1995 kararları açık bir örnek teşkil etmektedir. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Fatih Özatay, “Central Bank Independence, Financial Crisis and Macroeconomic Performance,” **ERF Meetings**. (Paper presented in the ERF Meetings Held on May 25-26 1996), Abu Dhabi.

Bu teorilerin incelenmesinden de görüleceği gibi parasal hedefleme stratejilerinin uygulamada başarılı sonuçlar veren makul ve kabul edilebilir kısımlarını birleştiren bir açılıma ihtiyaç olduğu görölmektedir. Gerek ampirik gerekse teorik katkılar bu sürecin anlaşılmasında yol gösterici olacaktır. Bu çerçevede, aşağıda akademisyenlerin ve uygulamacıların para politikasının uzun vadeli birincil amacı olarak gördükleri “fiyat istikrarı” kavramının ne anlama geldiği, kavramın içeriğine ilişkin tartışmalar ekseninde ele alınacaktır. Daha sonra ise, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürölmeye için vazgeçilmez bir koşul olan güvenilirliğin ne anlama geldiği, neden önemli olduğu ve nasıl ölçülebileceği meselelerine yer verilerek, zaman tutarsızlığı problemine değinilecektir. Son olarak da para politikasının aktarım mekanizmaları ve değişken hedefleme stratejileri ayrıntılı bir biçimde ele alınarak bu bölüm tamamlanacaktır.

1.1. FİYAT İSTİKRARININ ANLAMINI VE DİĞER PARA POLİTİKASI AMAÇLARI İLE ETKİLEŞİMİ

1.1.1. Fiyat İstikrarının Anlamı

Merkez bankalarının ve aktif para politikalarının, dünyada artan sermaye hareketlerinin ve liberalleşmenin etkisiyle, başka bir deyişle, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve teknolojinin süratle değişmesiyle birlikte para talebinin istikrarsız bir biçimde olduğu bir yapıyla karşı karşıya kalmıştır. Söz konusu bu durum, merkez bankalarının rolünün ve para politikasının çerçevesinin daha belirgin bir biçimde çizilmesini gerektirmiş; **uzun dönemde** para politikasının nihai amacının, enflasyonun genel olarak ekonomik kararları etkilemeyecek ölçüde düşük oranlarda tutulduğu makul bir **fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi** olmuştur.

1.1.1.1. Fiyat İstikrarının Tanımı

Fiyat istikrarı, genel bir tanım çerçevesinde, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder⁸. Greenspan'nin bir merkez bankacısı gözüyle yapmış olduğu tanıma göre ise; **“Ekonomik ajanların, ekonomik kararlarını almada fiyatlar genel düzeyindeki olası değişmeyi artık göz önüne almadıkları zaman fiyat istikrarı sağlanır”**⁹. Bir başka deyişle, ekonomik aktivitedeki, fiyat beklentilerinden kaynaklanan verimsiz eylemler ortadan kaldırıldığı zaman, merkez bankası fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirmiş olarak kabul edilebilir.

Ne var ki, Greenspan'in yapmış olduğu tanımla fiyat istikrarının ne anlama geldiği genel olarak ortaya konmuş olmakla birlikte, hangi enflasyon oranında ekonomik ajanların karar alma süreçlerinde fiyatlardaki değişimleri dikkate almayacakları hala kesinlik kazanmış değildir¹⁰.

Gerçektende, literatürde fiyat istikrarının gerçekleşip gerçekleşmediğinin anlaşılması için sıfır enflasyonun mu yoksa sıfırdan büyük belirli bir enflasyon oranının mı daha iyi bir gösterge olacağına ilişkin halen devam etmekte olan yoğun tartışmalar yapılmaktadır. Söz konusu tartışma, genel olarak, endekslere ilişkin ölçüm sorunları ile optimal enflasyon oranının¹¹ ne olacağı çerçevesinde sürdürülmektedir. Bununla birlikte, bugün için gelişmiş ülkelerde, %1 ile %3

⁸TCMB, **Fiyat İstikrarı**, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr> s. 1.

⁹Alan Greenspan, “Opening Remarks,” **Achieving Price Stability**, (A Symposium Sponsored By The Federal Reserve Bank of Kansas City), Wyoming, The Federal Reserve Bank of Kansas City Publication, 1996, p. 1. Greenspan'in bu tanımlaması akademik çevrelerdeki tanımlamalarla da örtüşmektedir. Alvaro Almeida and Charles A. E. Goodhart, “Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour?” **Monetary Policy and Inflation in Spain**, Jose Luis Malo de Molina, Kose Vinals and Fernando Gutierrez (eds.), England, Macmillan Press Ltd., 1998, p. 56.

¹⁰Nitekim, **“Normal (ordinary) insanlar, normal işleri esnasında, enflasyon hakkında konuşmayı bıraktıklarında fiyatlar istikrarlıdır.”** diyerek, A.Greenspan'e benzer bir tanımlama yapan, A.Blinder da bu noktaya dikkat çekmektedir. Alan Blinder, “What Central Bankers Could Learn from Academics-and Vice Versa,” **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 11, No. 2, Spring 1997, pp. 4-5.

¹¹Optimal enflasyon oranının ne olacağı tartışmasına, farklı ülke deneyimlerinden yararlanılarak ikinci bölümde “Hedef Enflasyon Oranı” başlığı altında ayrıntılı bir şekilde irdeleneceğinden dolayı tekrardan kaçınmak amacıyla bu bölümde ayrı bir başlık altında bu konuya yer verilmeyecektir.

arasındaki enflasyon oranlarının düşük enflasyon oranları olarak kabul edildiğini görmekteyiz.

Hemen belirtmek gerekir ki, fiyat istikrarı sadece düşük enflasyon oranına ulaşmayı değil; o oranın sürdürülmesini de kapsar. Ancak düşük enflasyon oranının belirli bir süre sürdürüldüğü ortamlar, fiyat istikrarının sağlandığı ortamlar olarak kabul edilirler. Başka bir ifadeyle, enflasyonun %1 ile %3 arasındaki düşük seviyelere ulaşım sonra tekrar yüksek, örneğin %10'un üzerindeki, seviyelere çıkması fiyat istikrarının sağlandığı anlamına gelmemektedir¹².

Fiyat istikrarının para politikasının birincil amacı haline gelmesinde etkili olan en önemli unsur, piyasa ekonomisinde görece fiyatların malların üretim ve tüketimini yönlendiren temel faktör olmasıdır¹³. Fiyat istikrarının sağlanamamasının etkileri şu şekilde karşımıza çıkmaktadır¹⁴:

1. Enflasyonist ortamlarda, firma ve tüketiciler ya da kısaca ekonomide karar alan tüm birimler, yatırım ve tüketim kararlarını alırken görece fiyat değişimlerini kolaylıkla ayırt edemezler ve sağlıklı karar alabilmek için gerekli ve yeterli bilgiye sahip olamazlar. Çünkü istikrarlı para, diğer bir deyişle istikrarlı fiyatlar iyi işleyen bir piyasa ekonomisinin temel taşıdır.

2. Enflasyon, piyasadaki oyuncuların geleceği öngörememeleri ve gerekli bilgiye sahip olamamaları nedeniyle finansal piyasaların verimli finansal aracılık yapma yeteneklerini azaltır. Finansal aracılık sisteminin verimliliğini ve dolayısıyla kredi hacmini düşürür.

3. Yüksek ve sürekli enflasyon yaşanan ortamlarda yatırımcılar, özellikle uzun vadeli yatırımlarının getiri oranlarında ek olarak enflasyon ortamının yarattığı belirsizlik nedeniyle risk primi talep ederler. Bunun sonucunda, yüksek risk primi içeren reel faiz oranları yüksek seyreder.

¹²TCMB, **Fiyat İstikrarı**, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr> s. 1.

¹³Erdinç Telatar, **Fiyat İstikrarı (Ne? Nasıl? Kimin İçin?)**, Ankara, İmaj Yayınevi, 2002, s. 8.

¹⁴TCMB, **Fiyat İstikrarı**, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr> ss. 2-5.

4. Enflasyonun sonucu olan yüksek faizler, üretici açısından bakıldığında firmaların kredi taleplerini kısıtlarken, tüketiciler açısından bakıldığında özellikle sosyal adalet ile doğrudan ilişkili ve bir hak olan ev sahibi olmak gibi uzun vadeli finansman ihtiyacı gerektiren harcamaların önkoşulu niteliğindeki kredi piyasalarının gelişmesini ve tüketicilerin uzun vadelerde kredi sağlamalarını engeller.

5. Enflasyon yatırımlar üzerinde bir çeşit vergi yüküdür. Dolayısıyla, yatırımcılar açısından ek bir maliyet anlamına gelen enflasyon, yatırımların dönemler itibariyle dalgalanmasına yol açtığından ekonomik büyüme oranında değişkenlik yaratır. Buna bağlı olarak, uzun vadede baktığımızda, yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde ortalama büyüme hızlarının düşük gerçekleştiği görülmektedir.

6. Yüksek enflasyonun büyüme üzerindeki bir diğer olumsuz etkisi, yatırımların verimliliği kanalıyla gerçekleşir. Ekonomik birimler, birikimlerini enflasyondan korumak amacıyla üretken olmayan yabancı para, gayrimenkul gibi alanlara kaydırır ve kaynaklarının büyük bir kısmını bu alana yöneltirler. Enflasyonist ortamın yarattığı belirsizlik nedeniyle yatırımların vadeleri kısalmaya ve ekonomideki kaynaklar, tekrar ekonomideki üretken alanlara dönemez. Diğer bir deyişle, ülke ekonomisindeki toplam kaynaklar dikkate alındığında, ülkenin gerçekleştirebileceği üretimden daha düşük miktarda üretmesine neden olur.

7. Yüksek enflasyon işgücü piyasasının da etkin çalışmasını engeller. Böyle bir ortamda, iş arayanlar ve işverenler orta ve uzun vadede önlerini göremezler. İstikrarlı olmayan bir ekonomik ortamda, çalışmak isteyenler, hele vasıfsız iseler, geç iş bulur ve işlerini erken kaybederler.

8. Yüksek enflasyon yaşayan bir ekonominin dış piyasalarda rekabet gücü zayıflar ve ülke dışı sermaye piyasalarına erişimi kısıtlanır. Bunun yanı sıra, enflasyon nedeniyle yaşanan belirsizlik sonucunda uzun vadeli yabancı sermayenin ülkeye üretken alanlarda kullanılmak üzere girişi azalır. Ekonomiye yurt dışından gelen sermayenin büyük ölçüde kısa vadeli ve spekülatif olması dış şoklara karşı ülke ekonomisinin kırılgan olması sonucunu da beraberinde getirir.

9. Bireylerin karar alma süreçlerinde geleceğe bakmaktan çok geçmişe endeksleme alışkanlıkları ortaya çıkar, enflasyon atalet kazanır.

10. Yüksek enflasyon yaşanan ülkelerde ekonomik politika uygulamalarının değiştirilme olasılığının daha yüksek olması gelecekle ilgili belirsizliği artırır. Bu

belirsizliğin yarattığı şüphecilik ise politikaların başarıları önünde bir kısıt oluşturur. Dolayısıyla bir kısır döngü oluşur.

11. Enflasyonist ortamlarda kaynak aktarımının adil olması da sağlanamaz. Diğer bir deyişle enflasyon, ekonomideki kaynaklar üzerinden gerçekleşen bir çeşit yolsuzluktur.

Ancak, fiyat istikrarına ulaşamamasının olumsuz etkileri sadece ekonomik bir çerçeveye ile de sınırlı değildir. Bu kapsamda:

1. Enflasyon, toplumdaki güven duygusunu zedeler; insanların bugünleri ve geleceklere ile ilgili bir belirsizlik, güvensizlik ortamı yaratır. Bu durum, bireyleri yaşam süresinin her aşamasında olmak üzere, bir toplumu tüm kesimleri ile tahrip eder. Fiyat istikrarının olduğu bir ortamda güven duygusu da vardır. Bu güven duygusu, insanların kendi paralarına dolayısıyla sahip oldukları değerlere, elde ettikleri gelirlere ve nihayetinde geleceklere güvenmeleridir.

2. Enflasyon nedeniyle gelir ve servet dağılımındaki bozulmanın sonuçları en çok toplumsal alanda etkisini gösterir. Bu koşullarda, en çok finansal olarak kendini koruma şansı az olan sabit gelirli kesimler üzerindeki baskı artar. Başka bir şekilde ifade edilirse, ülkenin yoksullaşması artar.

3. Enflasyon, yatırım yapan kesimin olduğu kadar bütün toplumun davranış yapısını etkiler. Yüksek enflasyonun neden olduğu belirsizlik sonucu gerek ekonomik gerekse sosyal ve siyasal ilişkilerde ve süreçlerde kısa vadeli yaklaşımlar ve ahlaki olmayan davranışlar artar.

Sonuç olarak, fiyat istikrarının sağlanması karşımıza sadece ekonomik bir olgu olarak değil aynı zamanda ahlaki bir zorunluluk olarak da çıkmaktadır.

1.1.1.2. Fiyat İstikrarını Öncelikli Amaç Haline Getiren Teorik Gelişmeler

1970'lerin başından itibaren, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan yüksek enflasyon, işsizlik ve düşük büyüme performansları, ihtiyari para politikasının sorgulanmasına yol açmıştır. Zira uzun dönemde, uygulanan politikanın reel etkileri kayboluyor ve ardında sadece enflasyon kalıyordu. Böylece “**para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarı olması**” konusundaki uzlaşma tüm dünyada yayılıyordu. Bu uzlaşmayı tetikleyen teorik gelişmeler ise, ihtiyari para politikasının uzun ve değişken zaman gecikmelerine sahip olması, enflasyon ve işsizlik arasındaki değiş-tokuşun uzun dönemde kaybolması, zaman tutarsızlığı probleminin ortaya çıkması ve enflasyon maliyetleri olarak ifade edilebilir¹⁵.

Friedman para politikasının etkilerinin uzun ve değişken gecikmelerle açığa çıkmasından dolayı, konjonktür karşıtı aktif politikanın istikrarı bozucu olup olamayacağını sorgulamıştır. Dolayısıyla Friedman para arzı artış oranının sabit tutulmasını desteklemiştir¹⁶. Friedman, merkez bankasının kamuoyu düşüncesi ve politik baskılardan etkilenmesine dikkat çekerek, ayarlanabilir politika kuralının para politikasında istikrarı bozucu kaymalara müsaade ettiğini ve para otoritesinin performansını değerlendirmedeki kriterin kesin olmadığından, merkez bankalarının inisiyatif kullanma gücünün kamuoyu tarafından dikkatle incelenemediğini ileri sürmüştür¹⁷.

Friedman'ın ayarlanabilir politika kuralı yerine sabit politika kuralını desteklemesinin nedenleri: bir kuralın para otoritesinin politik baskılara karşı

¹⁵Mishkin and Posen, **a.g.m.**, p. 11.

¹⁶Milton Friedman, **A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability**, Peprinted in: M. Friedman, **Essays in Positive Economics**, Chicago, Chicago University Press, 1953, pp. 46-47.

¹⁷**A.e.**, p. 47.

koymasını mümkün kılması, performansının değerlendirilmesi için bir kriter sağlaması ve ekonomik birimlere politikanın kesinliğini garanti etmesidir¹⁸.

Teorik alandaki ikinci önemli gelişme, enflasyon ve işsizlik arasındaki değiş-tokuşun (trade-off) uzun dönemde geçersizliği yönündeydi. Monetaristler, reel sektör sadece para çoğaltanıyla etkilendiğinde bunun reel sonucunun tedricen etkisizleşip, geride sadece fiyat düzeyinde bir artış kalacağını ve toplumun daha yüksek enflasyona katlanma pahasına da olsa daha yüksek bir istihdam düzeyine ulaşamayacağını ifade ediyordu. Burada reel etkilerin kısa dönemde ortaya çıkıp, fakat uzun dönemde kaybolması adaptif beklenti hipotezinin bir sonucudur.

Rasyonel beklentiler hipotezinde ise, mevcut tüm enformasyonu kullanan iktisadi birimler uygulanan politikaların etkilerini tahmin etmeye çalışıyor ve gelecek eksenli bir beklenti oluşumuna geçiş yapıyordu. Buna göre, ihtiyari para politikasının bir defalık bile etkisi ortaya çıkmıyordu. Dolayısıyla, Monetaristlerden bir adım daha öne çıkan Yeni Klasiklere göre, ihtiyari politikaların öngörülmesi halinde kısa dönemli etkileri bile söz konusu olmamaktaydı.

İhtiyari politika karşısındaki üçüncü gelişme “zaman tutarsızlığı problemi” (time-inconsistency problem) ile ilgilidir. Mishkin, bunu vurgulayarak ihtiyari politikalar üzerinde yıkıcı etkiler ortaya çıkartan Yeni Klasik İktisatçılar, güvenilirliği olan politikalar ve zaman boyutunda tutarlılık olarak ifade edilebilen iki yeni kavram geliştirmiştir. Yani kamuoyu, ilan edilen politikaların açıklandığı gibi uygulanacağına ve zaman içerisinde bu uygulamalardan sapma olmayacağına inanırsa, bu politikalar ve politika uygulayıcısı olan merkez bankasının güvenilirliğe sahip olduğu kabul edilir¹⁹.

¹⁸A.e., p. 48. Öte yandan Fischer, makul bir fiyat istikrarı ve istihdam seviyesini devam ettiren başarılı bir ayarlanabilir kuralın, ekonominin genelinde hoşnutsuzluğa neden olan başarısız bir kuraldan daha fazlasını yapacağını iddia etmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Stanley Fischer, “Modern Approaches to Central Banking,” **National Bureau of Economic Research**, Working Paper, No. 5064, March 1995, pp. 1-65.

¹⁹Merih Paya, **Makro İktisat**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 1997, s. 323.

Enflasyonun yol açtığı maliyetler ise, ihtiyari para politikası karşısındaki dördüncü gelişme olmuştur. Belli bir oranın üzerindeki enflasyon, ekonomide birçok maliyete katlanma zorunluluğunu ortaya çıkartmaktadır. Enflasyon, bireylerin satın alma gücünü; yani nominal gelirlerini eritmekte, tasarruf oranını azaltmakta, ihracatı düşürmekte ve ithalatı artırmakta, yatırım potansiyelini zayıflatmakta, kalkınma ve büyümeyi negatif olarak etkilemekte ve kaynak dağılımını ve kullanımını bozmaktadır.

1.1.1.3. Fiyat Endekslerindeki Ölçüm Hataları

Fiyatlara ilişkin beklentilerin doğrudan gözlemlenmesi söz konusu olmadığı için, ekonomik gerçeklikten hareketle oluşturuldukları kabul edilen beklentileri temsilen fiyat endeksleri kullanılmaktadır. Buna göre, eğer fiyat endekslerinde bir artış yoksa yani enflasyon oranı sıfır ise, ekonomik ajanların karar alma süreçlerinde fiyat değişmelerini dikkate almalarına gerek kalmayacaktır ki, bu durum, yukarıda verilen tanıma göre, fiyat istikrarının gerçekleştirildiğini gösterecektir.

Ancak, fiyat endekslerindeki ölçüm hatalarının yukarı doğru sapmalı olması fiyat istikrarının göstergesi olarak sıfır enflasyon oranının seçilmesini sakıncalı kılmaktadır. Mal ve hizmetlerin kalitelerindeki değişmelerin endekslere yansımaması; yüksek teknoloji ürünü yeni malların endekslerde yer almaması; piyasadaki mal ve hizmetleri temsilen oluşturulan sepetlerin içeriğinin ve ağırlıklarının sabit olması nedeniyle, ikame ve gelir etkilerinin gözardı edilmesi gibi faktörler, endekslerde yukarı doğru sapmanın başlıca nedenleri arasında gösterilebilir²⁰.

²⁰Ayrıntılı bilgi için bkz. Brent R. Moulton and Karin E. Moses, "Addressing the Quality Change Issue in the Consumer Price Index," **Brooking Papers on Economic Activity**, No. 1, 1997, pp. 305-349.; Katharine G. Abraham, John S. Greenless, and Brent R. Moulton, "Working to Improve the Consumer Price Index," **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 12, No. 1, Winter 1998, pp. 27-36.; Angus Deaton, "Getting Prices Right: What Should Be Done?" **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 12, No. 1, Winter 1998, pp. 37-46.; W. Erwin Diewert, "Index Number Issues in the Consumer Price Index," **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 12, No. 1, Winter 1998, pp. 47-58. A.Greenspan'ın "Achieving Price Stability" konulu sempozyumda yaptığı açılış konuşmasının dörtte üçünü endekslerden kaynaklanan ölçüm hatalarına ayırması, konunun öneminin açık bir göstergesi olması itibariyle, son derece dikkate değerdir. Bkz. Greenspan, **a.g.k.**, pp. 2-4.

Nitekim ABD’deki tüketici fiyat endeksleri konusunda 1996 yılında yapılan bir araştırmanın danışma kurulu (Boskin kurulu) tarafından Senato’ya sunulan nihai rapora göre, endeksteği yıllık sapma %1.1 oranındadır. Raporda, söz konusu sapmanın 0.50’sinin ikame sapması, 0.60’ının ise yeni ürünler ve kalite değişiminden kaynaklanan sapma olduğu belirtilmektedir²¹. Söz konusu sapma küçük gözükmele birlikte, bütçeyi aşırı endekslemenin (overindexing) on iki yıl kadar sonra neden olacağı kümülatif ek ulusal borcun 1 trilyon doları aşacağı dikkate alınırsa konunun önemi daha açık bir şekilde ortaya çıkmaktadır²².

Endekslerdeği yıllık sapmalara ilişkin farklı ülkeler için yapılan hesaplamalarda da benzer sonuçlar elde edilmektedir. Örneğin, İngiltere’de²³ sapma oranı %0.35-0.80, Kanada’da²⁴ yaklaşık %0.5 ve Yeni Zelanda’da²⁵ %0.5-1 arasındadır. Buna göre, enflasyon oranının yıllık %1 çıkması halinde, sıfır enflasyon oranını gerçekleştirmeye çalışan bir merkez bankası daraltıcı para politikası izlemeye başlayacaktır ki, gerçekte bu ekonominin deflasyona itilmesi anlamına gelmektedir.

1.1.1.4. Enflasyon Oranı Hedeflemesi – Fiyat Seviyesi Hedeflemesi

Fiyat istikrarının anlamı konusunda üzerinde durulması gereken son bir nokta da “fiyat istikrarı” ile, fiyat seviyesi istikrarının mı yoksa düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının mı kastedildiği meselesidir. Fiyat istikrarını sağlamada kullanılan enflasyon oranı hedeflemesi ve fiyat seviyesi hedeflemesi, anlam ve sonuçları bakımından önemli farklılıklar içermektedirler. Günümüze kadar da sadece İsveç’te,

²¹Michael J. Boskin et al., “Consumer Prices, the Consumer Price Index, and the Cost of Living,” **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 12, No. 1, Winter 1998, p. 11.

²²A.e., p. 3.

²³William A. Allen, “Inflation Measurement and Inflation Targets: The UK Experience,” **Federal Reserve Bank of St.Louis Review**, May/June 1997, p. 183.

²⁴Allan Crawford, Jean-François Fillion, and Thérèse Laflèche, “Is the CPI a Suitable Measure for Defining Price Stability?” **Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy**, (Proceedings of a Conference held by The Bank of Canada), Canada, The Bank of Canada Publication, 1997, p. 69.

²⁵David Mayes and Bryan Chapple, “Defining an Inflation Target,” **Targeting Inflation**, (A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organized by the Bank of England), Andrew G. Haldane (ed.), England, Bank of England Publications, 1995, p. 235.

1931-1937 yılları arasında fiyat seviyesi hedeflemesi açık olarak uygulamıştır. Bununla birlikte enflasyon oranı ve fiyat seviyesi hedeflemesini karşılaştıran pek çok çalışmaya rastlamak mümkündür. Araştırmaların çokluğunu, fiyat istikrarının ne anlama geldiği konusundaki farklı yorumlamalara dayandırmak mümkündür. Şöyle ki, fiyat istikrarı denildiğinde “fiyat seviyesi istikrarı” ya da uygulamadaki anlamıyla “düşük ve istikrarlı enflasyon oranı” anlaşılmaktadır. Dolayısıyla merkez bankasının dikkate alacağı yoruma göre, fiyat istikrarını sağlamak için ya fiyat seviyesi ya da enflasyon oranı hedeflemesi uygulamalarından birisini seçecektir²⁶. Şüphesiz, sadece literal anlamı itibariyle değerlendirildiğinde, “fiyat istikrarı” ifadesinden, fiyat seviyesi istikrarının anlaşılması gerekmektedir. Ne var ki, Svensson’un da belirttiği gibi konuya ilişkin akademik tartışmalara ve para politikası uygulamalarına bakıldığında, “fiyat istikrarı” ile düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının kastedildiği görülmektedir²⁷.

Uygulamada bu eğilim daha güçlü olmakla birlikte, akademisyenler arasında aksi yönde görüşler de bulunmaktadır²⁸. Zaten söz konusu tartışmanın enflasyon oranı lehine sonuçlanması da esasen teorik olmaktan ziyade pragmatik nedenlere dayanmaktadır²⁹.

Buna göre, para politikasının amacı düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı hedefini gerçekleştirmeye çalışmak olmalıdır. Literal anlamdaki açıklığa rağmen, fiyat seviyesi hedefinin değil de enflasyon oranı hedefinin benimsenmesinin nedeni, fiyat seviyesi hedefi ile enflasyon oranı hedefinin kısa ve uzun dönemde fiyatlarda meydana getirecekleri değişkenlik açısından farklılaşmalarıdır. Kısa dönemde, enflasyon oranı hedefi, fiyat seviyesi hedefine oranla, fiyatlarda daha az

²⁶Haydar Akyazı, **Enflasyon Hedeflemesi Ülke Deneyimleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, Ankara, Birinci Baskı, Seçkin Yayıncılık, 2004, ss. 54-55.

²⁷Lars E. O. Svensson, “Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability,” **NBER Working Paper Series**, No. 7276, August 1999, p. 4.

²⁸Nitekim Svensson, başarılı bir fiyat seviyesi hedeflemesinin, toplumun enflasyonist eğilimleri üzerinde enflasyon oranı hedeflemesine göre daha olumlu sonuçlar doğurabileceğini iddia etmektedir. Fiyat seviyesi hedeflemesinin, uzun vadede fiyat oynaklığını azaltacağı; işsizlik oranının politikalara olan esneklik düzeyinin nispeten düşük olduğu ekonomilerde enflasyon oranı hedeflemesine göre tercih edilebileceği görüşündedir. Lars E. O. Svensson, “Price Level Targeting Versus Inflation Targeting: A Free Lunch,” **NBER Working Paper Series**, No. 5719, August 1996, p. 3.

²⁹Mayer and Chapple, **a.g.m.**, p. 234.

değişkenliğe; uzun dönemde ise³⁰, fiyat seviyesi hedefi, enflasyon oranı hedefine oranla, fiyatlarda daha az değişkenliğe yol açmaktadır³¹.

Şöyle ki, enflasyon oranı hedefini gerçekleştirmeye çalışan bir merkez bankası, hedefin tutturulamaması halinde, bunu telafi yoluna gitmeyerek baz kaymasına (base drift) izin vereceğinden³², fiyat seviyesinde kısa dönemde yaşanacak değişkenlikler, uzun dönemin aksine daha az olacaktır³³. Fiyat seviyesi hedefini izleyen bir merkez bankası ise, birinci dönemde gerçekleşen fiyat seviyesinin, hedef fiyat seviyesini aşması durumunda, ikinci dönemde deflasyonist politika uygulayarak bu farkı kapatmaya çalışacağı için, fiyat seviyesine ilişkin uzun dönemdeki belirsizlik, enflasyon oranı hedefine oranla daha küçük olacaktır³⁴.

Bir başka ifadeyle, fiyat seviyesi hedefi ile enflasyon oranı hedefi arasında yapılacak tercih, düşük fiyat seviyesi belirsizliği ile yüksek enflasyon ve üretim belirsizliği arasındaki bir değiş tokuş meselesine ilişkindir³⁵. Deflasyona neden olabilecek politikalar izlemenin olumsuzlukları göz önüne alındığında, fiyat seviyesi hedefinin benimsenmesinin iyi bir tercih olmayacağı sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, Fischer'de fiyat seviyesi hedeflemesinde kısa dönemde enflasyon değişikliğinin yaratacağı maliyetleri dikkate alarak, enflasyon oranı hedeflemesinin tercih edilmesinin daha uygun olacağını savunmaktadır³⁶. Nitekim, uygulamaya bakıldığında da ülkelerin tümü 'enflasyon oranı' hedeflemesini tercih etmektedirler.

³⁰Ayrıca enflasyon hedeflemesinde zaman aralığı çok uzun tutulduğunda fiyat seviyesi hedeflemesine doğru bir benzerlik oluşmaktadır. Fiyat seviyesi hedeflemesi ile sonsuz uzunluktaki bir dönemde sürekli enflasyon hedeflemesi arasındaki bu ilişki, ikinci bölümde "Hedefleme Süresi ve Optimal Para Politikası Modeli" başlığı altında ayrıntılı bir şekilde irdeleneceğinden dolayı tekrardan kaçınmak amacıyla bu bölümde ayrı bir başlık altında bu konuya yer verilmeyecektir.

³¹Stephen G. Cecchetti, "Central Bank Policy Rules: Conceptual Issues and Practical Considerations," **NBER Working Paper Series**, No. 6306, December 1997, p. 3.

³²Örneğin Türkiye'de, 2007 yılı enflasyon hedefi %4 iken, gerçekleşen enflasyon %8 olmuştur. Ancak 2008 yılında benzer politikaların uygulanacağı ilan edilmiştir.

³³Svensson, **a.g.m.**, p. 5.

³⁴Stanley Fischer, "Modern Central Banking," **The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England**, Ed. by Forrest Capie et al., Cambridge, Cambridge University Press, 1994, p. 282.

³⁵Andrew G. Haldane and Christopher K. Salmon, "Three Issues on Inflation Targets," **Targeting Inflation**, (A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organized by the Bank of England), Ed. by Andrew G. Haldane, England, Bank of England Publications, 1995, p. 196.

³⁶Stanley Fischer, "Maintaining Price Stability" **Finance and Development**, Vol. 33, No. 4, December 1996, p. 36.

Fiyat istikrarının anlamı bağlamında ele alınan meselelerden hareketle, fiyat istikrarı amacı ile tutarlı olan (optimal) hedefin, sıfırın üzerinde, %1-3 gibi düşük bir enflasyon oranı olduğu söylenebilir ki, gerek merkez bankalarının uygulamaları gerek akademisyenlerin yayınları bu görüşü destekler niteliktedir³⁷.

1.1.2. Diğer Para Politikası Amaçları ile Etkileşim

Önceki bölümlerde detaylı olarak işlendiği üzere, politika yapıcılar ve ekonomistler arasında düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının yani fiyat istikrarının sürdürülmesinin para politikasının nihai amacı olduğu ile ilgili artan bir fikir birliği vardır. Fiyat istikrarının gerekliliğinin temel nedeni fiyat istikrarının sürdürülebilir ekonomik kalkınma için gerekli bir dayanak oluşturması ve ülke içerisindeki yaşamın istikrarı için zorunlu olmasıdır³⁸. Buradan, merkez bankasının başka bir amaç ve hedefinin bulunmadığı sonucunun çıkarılmaması gerekir. Bununla birlikte, para politikasında merkez bankasının fiyat istikrarından başka diğer politika amaçlarının gözetilip gözetilmeyeceği konusunda yoğun tartışmalar yapıldığının da vurgulanması gerekir. Bu kapsamda fiyat istikrarının, tam istihdam, sürdürülebilir bir büyüme, ödemeler bilançosu dengesi, finansal istikrar ve gelir dağılımında adaletin sağlanması gibi diğer politika amaçları ile uyumlu olup olmayacağı sorgulanmaktadır.

Kuşkusuz bu tür tartışmalar, daha çok gelişmekte olan ülkeler için önem taşımaktadır. Çünkü bu ülkelerde merkez bankaları geleneksel olarak çok amaçlı

³⁷Örneğin, Avustralya'da hedef olarak seçilen oran %2-3; Macaristan %3±%1; Peru %1,5-2,5; Kanada da %1-3; İsrail'de %1-3; Yeni Zelanda'da %1-3; İsveç'te %2±%1; İngiltere'de %2±%1; Norveç'te %2,5±%1; İsviçre'de ise %2'nin altıdır. Ben S. Bernanke and Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 11, No. 2, Spring 1997, p. 99 ve ilgili ülkelerin merkez bankalarının internet siteleri. Akademisyenlerin bu doğrultudaki görüşleri için bkz. Fischer, "**Modern Central Banking**," p. 284; Lawrence Summers, "Commentary: Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?" **Achieving Price Stability**, (A Symposium Sponsored By The Federal Reserve Bank of Kansas City), Wyoming, The Federal Reserve Bank of Kansas City Publication, 1996, p. 36; Antony Flux, "Inflation Targeting," **New Zealand Parliamentary Library**, September 2002, pp. 18-22.

³⁸Pierre-Richard Agénor, "Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting," **World Bank Policy Research Working Paper**, No. 2511, November 2000, p. 3.

para politikası kapsamında fiyat istikrarını yakalamaya çalışmışlardır. Bu bağlamda para politikasının amaçları arasında; döviz kuru istikrarı, tam istihdam, ödemeler bilançosu dengesi, finansal istikrarın ve gelir dağılımında adaletin sağlanması gibi birbirleriyle çatışan amaçlar yer almaktadır³⁹.

Bilineceği üzere, iktisat yazınındaki tartışmalarda büyüme, enflasyon ve istihdam arasındaki etkileşimin ne şekilde olduğu konusu önemli bir yer tutmaktadır. Tartışmalarda, genel olarak, kısa dönemde enflasyon ile işsizlik arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğu (Phillips Eğrisi); buna karşılık uzun dönemde bu ilişkinin ortadan kalktığı noktasında yoğunlaşma olmaktadır. Buna karşılık enflasyon ile büyüme arasındaki ilişki konusunda gerek teorik gerekse ampirik çalışmalarda genel bir eğilim ortaya çıkmadığı görülmektedir. Bununla birlikte günümüzde kısa dönemde enflasyon ve büyümenin aynı, orta ve uzun dönemde ise ters yönde hareket ettikleri yönünde genel bir kabul olduğu söylenebilir. Öte yandan para arzının kısa dönemde üretimi, uzun dönemde ise sadece fiyatları etkileyebileceği yönünde de genel bir argümanın olduğu söylenebilir. Yine teorik çalışmalar ve yaşanan tecrübeler neticesinde düşük enflasyonun verimliliği artırdığı; uzun dönemde para arzındaki artışların verimliliğe katkısının olmadığını göstermiştir. Dolayısıyla uzun dönemde para politikasının en makul amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu söylenebilir⁴⁰.

Hemen belirtelim ki, para politikasında fiyat istikrarı ile birlikte büyüme veya üretim amacının da gözetilmesi, özellikle kısa dönemde sorun yaratabilir. Sorun esas olarak ekonomide arz şoklarının ortaya çıkması durumunda kendisini gösterecektir. Örneğin; petrol fiyatlarının yükselmesi, enerji maliyetlerinin artması, döviz kurlarında ani ve aşırı yükselmenin ve dolaylı vergilerde önemli artışların olması nedenlerine bağlı olarak arz şokunun ortaya çıkması durumunda, merkez bankası arz şokuna karşı iki farklı tepki verebilir.

Birincisinde merkez bankası, arz şoku dolayısıyla artan enflasyonist baskıyı azaltmak için hızlı ve sıkı bir para politikasını (cold turkey: soğuk hindi) uygulamaya

³⁹Akyazı, **a.g.e.**, s. 48.

⁴⁰**A.e.**, s. 50.

koyabilir. Bunun sonucunda büyüme olumsuz yönde etkilenecektir. Üretimdeki azalmanın daha da artması durumunda, enflasyon hedefi de bundan olumsuz etkilenecektir.

Merkez bankasının tercih edebileceği ikinci yaklaşım, enflasyon hedefinin fazla etkilenmemesi için daha yavaş ve kontrollü (gradualist: aşamalı) hareket etmesidir. Yani büyümedeki azalmanın kontrol altına alınabilmesi için para arzını fazla azaltmak istemeyebilir. Bu sefer de artan maliyetler ve azalan üretimden dolayı enflasyonist baskı kendisini hissettirmeye başlayacaktır. Görüleceği gibi arz şoku durumunda kısa dönemde her iki amacın aynı anda gerçekleştirilmesi olasılığı düşüktür. Özetle her iki yaklaşımın sonucunda, **“enflasyon ve büyümenin değişkenliği (volatility)”** farklı düzeylerde gerçekleşecektir. Örneğin merkez bankasının hızlı hareket ettiği birinci yaklaşımda, düşük enflasyon değişkenliği; buna karşılık yüksek büyüme değişkenliği ortaya çıkacaktır.

Enflasyon amacı ile üretim arasında kısa dönemde ortaya çıkan çatışmanın bir benzeri de düşük enflasyon ve tam istihdamın sağlanması amaçları arasında çıkabilir. Nitekim Meyer, enflasyon ve tam istihdam hedeflerinin birlikte kamuoyuna aynı anda ilan edilmesinin doğru bir yaklaşım olmayacağını savunmaktadır. Bu savın dayanmakta olduğu temel nokta, merkez bankalarının ortalama olarak enflasyon hedefini tutturabileceği; buna karşılık tam istihdam hedefinin hangi düzeyde gerçekleşebileceği konusunda ise belirsizliğin olmasıdır. Çünkü tam istihdam hedefinin sağlanıp sağlanamayacağı konusu, ekonominin yapısal özellikleri ile yakından ilgilidir. Tam istihdamı sağlamada etkili olan yapısal özellikler arasında; kurumların ve piyasaların etkin olup olmaması, piyasalarda dengenin sağlanabilme hızı (intibak hızı), işsizlik sigortası ve asgari ücret ödemeleri sayılabilir. İşgücü piyasasındaki gelişmeler başta olmak üzere istihdamı etkileyebilecek diğer parametrelerdeki değişimler nedeniyle, tam istihdam oranı ile ilgili somut bir hedef belirlemek oldukça riskli olacaktır. Dolayısıyla tam istihdam hedefinde yaşanacak belirsizlikler, aynı zamanda üretim ve enflasyonla ilgili hedefleri de doğrudan etkileyecektir. Özetle fiyat istikrarı hedefinin tam tanımlanabilir ve para politikası ile kontrol edilebilir olmasına karşın, tam istihdam hedefi ekonominin yapısal özellikleri

ile doğrudan ilgili olduğu için kontrol edilmesi güç ve zaman içerisinde değişkenlik gösterebilir⁴¹.

Fischer'in, enflasyon ve tam istihdam amaçları ile ilgili görüşlerinin Meyer'in ileri sürdüğü görüşlerle bazı noktalarda örtüştüğü söylenebilir. Fischer'e göre de tam istihdam, ekonominin yapısal özellikleri ile doğrudan ilgilidir. Dolayısıyla yapısal işsizlik, para politikasının etki alanının dışındadır. Oysa devresel işsizlik böyle değildir. Bu nedenle para politikasının **“konjonktür dalgalarını: business cycle”** önemsemediği ve sadece enflasyon oranına odaklandığı iddia edilemez. Kaldı ki hiçbir merkez bankası da bunu yapmaz. Fischer, ayrıca, ekonomide talep şokunun (talebin aşırı artması) bulunması durumunda, düşük enflasyonu sağlamaya yönelik politikaların yararlı olacağını savunmaktadır. Çünkü ekonominin aşırı ısınması durumunda uygulanacak sıkı para politikası hem enflasyonun yükselmesini hem de üretimin aşırı artmasını önleyecektir. Ancak ekonomide arz şokunun ortaya çıkması durumunda, aynı sonuç elde edilemez. Bu durumda merkez bankalarının genişletici para politikaları ile üretim azalışını önlemeye çalıştıkları uygulamalardan görülmektedir. Bu tür politika da sonuçta enflasyonist baskıyı artıracaktır⁴².

Görüleceği üzere, para politikasında merkez bankasının enflasyon hedefinin yanı sıra büyüme veya tam istihdam gibi ilan edilmiş hedeflerinin bulunması bazı riskleri beraberinde getirecektir. Ancak düşük ve istikrarlı enflasyon hedefi gerçekleştirildikçe, bundan büyüme ve istihdamın da olumlu yönde etkileneceği açıktır. Bu durum merkez bankaları için rahat bir dönemin başlangıcı olabilir. Yukarıdaki açıklamaların ışığında, belirtilen çatışmaların yaşanması durumunda merkez bankası ve para politikasının güvenilirliğinin etkilenmemesi için enflasyon hedefinin açıklaması; buna karşılık diğer değişkenlerle ilgili olarak zımni bir hedefin takip edilmesinin uygun olacağı sonucuna varılabilir.

⁴¹Akyazı, **a.g.e.**, ss. 50-51.

⁴²Fischer, **“Maintaining Price Stability,”** p. 3.

Enflasyon hedefinin belirlenmesine dayalı bir rejimde para politikası açısından gündeme gelen bir diğer konu, fiyat istikrarı amacı ile döviz kuru rejimi arasındaki uyumdur. Aslında bu konuda fazla bir tartışmanın olduğu da söylenemez. Çünkü enflasyon hedeflemesi rejiminde sabit döviz kuru sisteminin uygulanmasının uygun olmayacağı konusunda bir fikir birliğinin olduğu görülmektedir. Başka bir anlatımla enflasyon hedeflemesi rejimi ile dalgalı döviz kuru sistemi uygun ikili durumundadırlar. Bunun için ileri sürülen en önemli gerekçe, enflasyon hedeflemesinde ekonomik konjonktüre uygun para politikası yürütülebilmesi için, para politikasının dış şoklara karşı bağımsız bir şekilde uygulanabilmesi gereğidir. Bağımsız para politikası da sadece dalgalı döviz kuru ile birlikte mümkün olmaktadır. Çünkü ulusal paranın değerindeki değişiklikler, ekonominin dış şoklara karşı savunmasız kalmasını önlemektedir. Eğer sabit döviz kuru sistemi söz konusu olursa, şoklar karşısında dış rekabetin devam edebilmesi için iç piyasadaki ücret ve fiyatların azalması gerekecektir. Bunun için de bu iki değişkenin özellikle düşüş yönünde yeterince esnek olması zorunludur. Oysa ücret ve fiyatların aşağıya doğru rijit olduğu bilinmektedir. Öte yandan esnek döviz kuru sayesinde, uluslararası sermaye hareketlerinin ve muhtemel parasal krizlerin de etkileri azaltılmış olur⁴³.

1.2. GÜVENİRLİK VE ZAMAN TUTARSIZLIĞI SORUNU

Genel anlamda güvenilirlik (credibility) ekonominin cari dönemde ve geleceğe dönük gelişiminin politika otoriteleri tarafından dönem başında ilan edilen programla tutarlı olduğuna dair inancı ifade eder⁴⁴.

Güvenilirlik sorunu şu şekilde ortaya çıkar: dönem başında (ex ante) özel sektör bazı tercihlerde bulunmadan önce, hükümet tarafından seçilen optimal politikaya karşı bazı tepkilerde bulunur. Ancak dönem sonunda (ex post), tercihler yapıldıktan sonra, politikaya verilen tepkiler ya da cevaplar dönem başı tepkilerinden farklı olabilecektir. Bu durum da hükümetin dönem sonu kısıtlarının dönem başı

⁴³Akyazı, a.g.e., ss. 52-53.

⁴⁴Keith Blackburn and Michael Christensen. "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence," **Journal of Economic Literature**. Sayı. 27, March 1989, p. 2.

kısıtlarından farklı olmasına neden olur. Ekonomideki bazı dışsallıklar, çarpıklıklar veya bazı politika araçlarının yokluğu dönem başı optimal politikayı birinci en iyi çözüm yerine ikinci en iyi çözüm haline getirir. Burada dönem başı optimal politikadan sapmaya neden olan dönem sonu dürtüsü söz konusudur⁴⁵.

Eğer hükümet dönem başında belirlediği optimal politikaya bağlı kalma şeklinde bir ön taahhütte (binding precommitment) bulunabiliyor ise dönem sonundaki sapma dürtüsü önemsiz hale gelir. Ancak yasal ve kurumsal anlamda hükümetin yetki ve sorumlulukları (egemenlik hakları) göz önüne alındığında, hükümeti böyle bir taahhütte bulunmaya zorlamak yasal ve siyasi anlamda kolay değildir. Dolayısıyla hükümet, dönem başında belirlenen politikaya bağlı kalınacağına dair bir taahhütte bulunulabiliyor ise bu politikalar optimal olurlar. Güvenilirlik sorunu ise dönem sonu sapmalarına yönelik dürtülerden kaynaklanır. İleriye dönük bakış açısına sahip (forvvard-looking) rasyonel bireyler, ilan edilen politikaların ancak dönem sonunda gerçekleştirildiğinde “optimal” olabileceğine inanırlar. Güvenilirliğin zorla sağlanmaya çalışılması (dönem sonu optimalliği anlamında) hükümetin politika oluşturma sorununa ilave kısıtlar getirir. Bu kısıtlar hükümetin amaç fonksiyonu göz önüne alındığında refah kayıplarına neden olur⁴⁶. Diğer bir deyimle, ekonomiyi birinci en iyi duruma yönlendirme arzusu, dengeyi ikinci en iyi durumdan üçüncü en iyi duruma doğru kaydırır. Literatürde bu sonuç “zaman tutarsızlığı sorunu” olarak tanımlanır.

Gerçek hayatta hükümetler veya parasal otoritelerin, yüksek istihdam, bütçe açıklarının finansmanı, aşırı ödemeler dengesi açıklarından kaçınma ve finansal istikrar gibi, parasal genişlemeye neden olan farklı amaçları gerçekleştirmeye çalıştıkları gözlenmektedir. Politika yapıcılarının gerçekleştirmeye çalıştıkları bu amaçları, sırasıyla, istihdam güdüsü, gelir güdüsü, ödemeler dengesi güdüsü ve finansal istikrar güdüsü olarak isimlendirmek mümkündür⁴⁷.

⁴⁵Torsten Persson, “Credibility of Macroeconomic Policy: An Introduction and a Broad Survey,” **European Economic Review**, Vol. 32, No. 2/3, March 1988, p. 519.

⁴⁶ **A.e.**, p. 520.

⁴⁷Alex Cukierman, **Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence**, 4th Ed., London: The MIT Press, 1998, p. 15.

Eğer para politikası ihtiyari olarak uygulanıyorsa, söz konusu güdülerin yol açacağı zaman tutarsızlığı problemi nedeniyle, hem enflasyon oranı fazlasıyla yüksek olacak hem de ulaşılmak istenen amaçlar gerçekleştirilemeyecektir. Zaman tutarsızlığı problemi, özel sektör ajanlarının parasal otoritelerin açıklamalarına bağlı kalacaklarına inandıkları zaman, parasal otoritelerin kuraldan cayma eğilimlerini ifade etmektedir⁴⁸. Buna göre, özel sektör ajanlarının henüz nominal sözleşmelerini bağitlamadıkları (t) döneminde, parasal otoriteler için optimal enflasyon oranı sıfırdır. Fakat, (t+n) döneminde, sözleşmeler (t) döneminde açıklanan sıfır enflasyon oranına göre düzenlenmiş olduğundan, parasal otoriteler için artık optimal enflasyon oranı pozitifdir. Çünkü, pozitif enflasyon, reel ücretleri düşürerek istihdamın artmasını⁴⁹; nominal borçları eriterek ve senyoraaj gelirlerini artırarak bütçe açıklarının finanse edilmesini⁵⁰; devalüasyon yoluyla ödemeler dengesi açıklarının kapatılmasını sağlayacaktır⁵¹. Parasal otoritelerin parasal genişlemeye izin vermelerine yol açan bu güdülere, yine parasal genişlemeye neden olan, finansal sistemdeki istenmeyen dalgalanmaların yumuşatılmasına yönelik güdü de eşlik etmektedir⁵².

Bununla birlikte, parasal otoritelerin amaç fonksiyonunu bilen özel sektör ajanları, sözleşmelerini bağitlarken, aldatılmaları olasılığını da dikkate alacaklarından, söz konusu güdülerden kaynaklanan parasal genişleme sadece daha yüksek enflasyon oranıyla sonuçlanacak; reel etkiler doğurmayacaktır⁵³.

⁴⁸Robert J. Barro and David B. Gordon, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," **Journal of Political Economy**, Vol. 91, No. 4, 1983, p. 599.

⁴⁹Ayrıntılı bilgi için bkz. Finn E. Kydland and Edward C. Prescott, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," **Monetary and Fiscal Policy (Volume 1: Credibility)**, Torsten Persson and Guido Tabellini (eds.), 2nd Ed., London, The MIT Press, 1995, pp. 35-55. ve Barro and Gordon, **a.g.m.**, pp. 589-610.

⁵⁰Ayrıntılı bilgi için bkz. Guillermo A. Calvo, "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy," **Monetary and Fiscal Policy (Volume 1: Credibility)**, Torsten Persson and Guido Tabellini (eds.), 2nd Ed., London, The MIT Press, 1995, pp. 73-95. Örneğin, 1971-82 yılları arasında ortalama seigniorage oranı, ABD'de 2.3, Brezilya'da 17.7, Türkiye'de 15.3'tür. Alex Cukierman, Sebastian Edwards, and Guido Tabellini, "Seigniorage and Political Instability," **NBER Working Paper Series**, No: 3199, December 1989, pp. 36-37.

⁵¹Ayrıntılı bilgi için bkz. Cukierman, **a.g.e.**, pp. 83-95.

⁵²Ayrıntılı bilgi için bkz. **A.e.**, pp. 117-135.

⁵³Peter N. Ireland "Expectations, Credibility, and Time-Consistent Monetary Policy," **NBER Working Paper Series**, No. 7234, July 1999, p. 19.

Son dönemdeki para politikası tartışmalarındaki önemi dolayısıyla güvenilirlik ve zaman tutarsızlığı sorununa daha ayrıntılı olarak değinmekte yarar vardır.

1.2.1. Güvenirlik

Gerek politika yapma sürecinin ardışık doğasını gerek siyasal doğasını esas alan modern para politikası çalışmalarında, güvenilirlikten yoksun bulunan politikaların, hem reel değişkenlerde kalıcı bir değişiklik meydana getirmeyeceği, hem de daha yüksek bir enflasyonist sapmaya yol açacağı, açık bir şekilde ortaya konmuştur. Dolayısıyla, güvenilirlik (credibility) kavramı, modern para politikası literatürünün odağına yerleşmiş ve etkili bir para politikası rejiminin olmazsa olmaz koşulu haline gelmiştir⁵⁴.

Bu çerçevede, güvenilirliğin ne anlama geldiği, neden önemli olduğu ve nasıl ölçülebileceğine aşağıda değinilecektir.

1.2.1.1. Güvenirliğin Tanımı ve Ölçümü

Alan Blinder güvenilirlik kavramını, sözlükteki anlamına bağlı kalarak, **“bir merkez bankası eğer insanlar onun ne söylerse yapacağına inanıyorlarsa güvenilir”** şeklinde tanımlamaktadır⁵⁵. Politika yapıcıların verdikleri sözlerden cayma eğilimlerinin, “üçüncü en iyi” dengeyle sonuçlanacağı gerçeğinin görülmesiyle, güvenilirlik kavramı etkin bir para politikası rejiminin vazgeçilmez bir

⁵⁴Torsten Persson and Guido Tabellini, “Designing Institutions for Monetary Stability,” **Monetary and Fiscal Policy (Volume 1: Credibility)**, Torsten Persson and Guido Tabellini (eds.), 2nd Ed., London, The MIT Press, 1995, p. 289.

⁵⁵Alan S. Blinder, “Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?” **NBER Working Papers**, No: 7161, June 1999, p. 4. Blinder, merkez bankasının güvenilirliğine ilişkin tanımlamalarda, akademisyenlerin enflasyon karşıtlığı, güdü uyumluluğu ve taahhüt gibi unsurlara başvurduklarını; merkez bankacılarının ise uzun dönem faiz oranlarını ve enflasyonla mücadelede gösterilen uzun süreli başarıyı esas aldıklarını belirtmektedir. Blinder ayrıca, merkez bankacılarının enflasyon karşıtlığı ile güvenilirliği iktisatçılara oranla çok daha yakından ilişkili gördüklerini de ifade etmektedir. **A.e.**, pp. 4-6.

unsuru haline geldiğine göre, oldukça genel gibi görünmesine rağmen, bu tanımlamanın son derece yerinde olduğu ortadadır.

Güvenilirliğin ölçümü meselesi, özel ekonomik ajanlarının, merkez bankasının açıklamalarına inanıp inanmadıklarının veya onu güvenilir bulup bulmadıklarının, değerlendirilebilmesi açısından son derece önemlidir. Johnson'a göre, güvenilirliğin ölçülmesinde biri doğrudan diğeri ise dolaylı olan iki yöntem kullanılabilir⁵⁶:

Buna göre, eğer politika yapıcılar tarafından açıklanmış formel bir enflasyon hedefi varsa, bu hedefler ile özel sektör ajanlarının enflasyon tahminleri karşılaştırılarak güvenilirliği doğrudan ölçmek mümkün olabilecektir.

Politika yapıcılar tarafından açıklanmış formel bir enflasyon hedefi yoksa, özel sektör ajanlarının enflasyon tahminleri ile gerçekleşen enflasyonun karşılaştırılması yoluyla da güvenilirlik ölçülebilir. Çünkü söz konusu karşılaştırmayla ortaya çıkacak olan tahmin hataları, hem para politikasının güvenilirliği ile hem de para politikasının gerçekleşen enflasyonu açıklanan hedefe yakın tutma yeteneği ile ilişkilidir.

Bir merkez bankasının güvenilir olup olmadığını ölçmenin iki değişik yolu daha bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, uzun dönem parasal faiz oranları ve uzun dönemli devlet tahvillerinin getirileridir. Nitekim, Issing, piyasanın uzun dönem enflasyon riskini algılayışını yansıttığı argümanından hareketle, euro bazlı uzun dönemli tahvilleri kanıt göstererek Avrupa Merkez Bankası'nın kısa sürede önemli bir güvenilirlik kazandığını ileri sürmektedir⁵⁷. Almeida ve Goodhart ise, enflasyon

⁵⁶David Johnson, "The Credibility of Monetary Policy: International Evidence Based on Surveys of Expected Inflation," **Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy**, (Proceedings of a Conference held by The Bank of Canada), May 1997, p. 362. Hemen belirtelim ki, Johnson çalışmasında profesyonel tahminciler tarafından yapılan enflasyon tahminlerini, özel sektörün enflasyon tahminleri olarak kullanmıştır. **A.e.**, p. 362.

⁵⁷Otmar Issing, "The Monetary Policy of the ECB: Stability, Transparency, Accountability," (A Speech at The Royal Institute of International Affairs), London, 25 October 1999, (Çevrimiçi) <http://www.ecb.int>, p.2.

hedefi rejimini uygulayan ülkelerde açıklanan enflasyon hedeflerinin güvenilirliğini değerlendirirken, uzun dönemli devlet tahvillerinin getirilerini de bir ölçüt olarak kullanmaktadırlar⁵⁸.

İkinci yöntem ise, işçilerin enflasyon beklentilerinin bir göstergesi olarak nominal ücretlerin kullanılmasıdır⁵⁹. Buna göre, eğer işçiler merkez bankasını güvenilir buluyorlarsa, nominal ücretlerin belirlenmesi aşamasındaki görüşmelerde enflasyon beklentilerinin ciddi bir etkisi olmayacak ve *-ceteris paribus-* nominal ücretlerde artış meydana gelmeyecektir.

1.2.1.2. Para Politikalarının Güvenirliğinin Önemi

Merkez bankaları için güvenilirliğin önemi konusunda gerek akademisyenler gerekse merkez bankacıları arasında yaygın bir mutabakat bulunmaktadır⁶⁰. Bu görüş birliğinin ardında yatan gerçek, güvenilirliğin, parasal aktarım mekanizması ve para politikasının etkililiği üzerinde tesirde bulunarak, hem daha hızlı ve daha az maliyetli bir enflasyondan arındırma sürecini mümkün kılacağı, hem de fiyat istikrarının korunmasına yardımcı olacağı düşüncesidir⁶¹.

Para politikasının nihai amacının istihdamı genişletmek ve çıktıyı artırmaktan çok fiyat istikrarını sağlamak olması yönündeki anlayış, özellikle Monetarist iktisatçıların etkisiyle yerleşmişti. Bu itibarla, gözden düşen ihtiyari politikaların yerine de güvenilir politikalar ikame edilmiştir. Fiyat istikrarına odaklanmış **“güvenilir bir para politikası”** da ihtiyari politikaya ‘karşı kurala dayalı politika tercihi’, ‘merkez bankasının bağımsızlığı’, ‘şeffaflık ve hesap verebilirlik’ ve

⁵⁸Almeida and Goodhart, **a.g.m.**, pp. 103-111.

⁵⁹**A.e.**, pp. 111-112.

⁶⁰Blinder, **“Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?”** pp. 3-4. Hemen belirtelim ki, Blinder’in bu tespiti, BIS üyesi olan 127 merkez bankası yöneticisi ve iki NBER programının (Economic Fluctuations & Growth ve Monetary Economics) tüm üyelerine gönderdiği ankete verilen cevaplara dayanmaktadır. **A.e.**, pp. 2-3.

⁶¹Issing, **“The Monetary Policy of the ECB: Stability, Transparency, Accountability,”** p. 1. ve Chang G. Huh and Kevin J. Lansing, “Expectations, Credibility, and Disinflation in a Small Macroeconomic Model,” **Federal Reserve Bank of Cleveland Working Papers**, No. 9713, April 1998, pp. 27-30.

ayrıca ‘maliye politikasının disipline edilmesi’ yani mali baskınlığın olmaması gibi bileşenlerden oluşmaktadır.

Nitekim, Blinder’ın güvenilirliğin niçin önemli olduğunun nedenlerini tespiti yönelik anket sorularına merkez bankacılarının ve akademisyenlerin verdikleri cevaplar da bu görüşü doğrular niteliktedir. Şöyle ki, her iki grup da güvenilirliğin önemine ilişkin olarak ileri sürülen yedi neden arasından “enflasyonu düşük tutma”yı birinci; “daha az maliyetli enflasyondan arındırma”yı ise ikinci sıraya yerleştirmişlerdir⁶².

1.2.1.3. Güvenirliği Sağlamanın Araçları

Uygulanacak para politikasının güvenilirlik unsuru taşımasının gerekli olmasına karşın, bunu kısa zamanda sağlamak pek kolay olamamaktadır. Aksine güvenilirlik, hem etki hem de sonuç açısından zamana bağlıdır. Üstelik güvenilirliği sağlamanın açık bir reçetesi de bulunmamaktadır. Ancak, politika uygulayıcıları çeşitli maliyetlerine karşın, güvenilirliği sağlamak için öncelikle anti-enflasyonist önlemler alma isteğini ve becerisini göstermek zorundadırlar. Bu durumda anti-enflasyonist politikayı oluşturacak önlemler paket olarak yürürlüğe konulmalıdır. Söz konusu önlemlerin başlıcaları şunlardır; toplam para arzının ve kredi hacminin azaltılması, reeskont oranının yükseltilmesi, devlet bütçesinin denkleştirilmesi, tüketim mallarının taksitle satışları sınırlandırılması, selektif ve kontrollü kredi politikasının uygulanması, vergi gelirleri içinde ‘dolaysız vergiler’e ağırlık verilmesi, ücret ve fiyatların kontrol altına alınmasıdır. Yaşanılan enflasyonun şiddet derecesi, belirlenen bu önlemlerin ya da diğer yan önlemlerin dozajını belirlemede etkili olabilecektir⁶³.

⁶²Merkez bankacılarının ve akademisyenlerin farklı sıralara yerleştirdikleri diğer sorular ise şöyledir: “taktikleri değiştirme esnekliği”, “nihai borç mercii olarak hizmet verme”, “parayı koruma”, “devlet memuru dürüst olmalı” ve “merkez bankasının bağımsızlığının halk tarafından desteklenmesi”. Blinder, “**Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?**” p. 7.

⁶³**Ekonomi Ansiklopedisi**, İstanbul, 1 Numara ve Hearst Yayıncılık-Paymaş Yayınları, 1997.

Blinder'in çalışması, güvenilirliğin sağlanabilmesi ve sürdürülebilmesinin koşulları konusunda son derece dikkate değer bulguları ortaya koymaktadır. Merkez bankacılarının ve akademisyenlerin sıralama konusunda hemfikir olduğu koşullar önem sırasıyla şöyledir⁶⁴: “Merkez bankasının dürüst bir geçmişe sahip olması”, “merkez bankalarının bağımsızlığı”, “enflasyonla mücadele geçmişi”, “şeffaflık”, “disipline edilmiş bir maliye politikası”, “bir kural ile sınırlandırılma” ve “güdü uyumlu kontratlar”.

Para politikasının güvenilirliğinin sağlanması açısından, MB başkanının atanma süreci ve başkanın kişiliği de önem arz etmektedir. Örneğin MB başkanı olarak anti-enflasyonist tutumuyla tanınan ve siyasi baskılara kolay kolay ödün vermeyeceği kabul edilen bir kişinin atanması, para politikasının güvenilirliğini artırmanın yolları arasında sayılmaktadır. Kuşkusuz burada merkez bankasının başına getirilmiş olan kişinin uygulanan politikanın hedeflerine ilişkin, duyarlılığı öne çıkarmaktadır. Nitekim bununla, MB başkanının kişiliğiyle bütünleşmiş bir MB'nin para politikasını yürütürken enflasyonla mücadeleye siyasi otoriteden daha fazla önem verdiği anlaşılacaktır⁶⁵.

Ayrıca, güvenilirliği oluşturmanın bir diğer yolu, merkez bankası başkanının görevde uzun süre kalmasının sağlanmasıdır. Oysa bilindiği gibi, uygulamada genellikle MB başkanlarının görev süreleri gelişmekte olan ülkelerde çok uzun olmamaktadır. MB başkanlarının, hükümetler değiştikçe görevden alınmaları bir teamül haline gelmiştir. Ancak, MB başkanı değişimi yaşandıkça, uygulanacak politika açısından bir belirsizliğin ve değişikliğin ortaya çıkması beklenecektir. Bu bakımdan merkez bankalarına bağımsızlık verilmesinin yanında, merkez bankası başkanlarının uzun süre görevde kalmalarının garanti edilmesi, açıklanmış para politikasının güvenilirliğini; daha kısa görev süreleri için seçilmiş yetkililer tarafından kontrol edilen para politikasına oranla daha çok artıracaktır⁶⁶.

⁶⁴Blinder, “Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?” pp. 13-21.

⁶⁵Suat Oktar, *Enflasyon Hedeflemesi (Para Politikasının Güvenirliği ve Fiyat İstikrarı)*, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1998, s. 15.

⁶⁶Oktar, *a.g.e.*, ss. 15-16.

Öte yandan bir diğer sorun da, para politikasıyla ilgili olarak yetki ve otoritenin bağımsız bir kurumda toplandığına kamuoyunun nasıl inandırılacağı konusunda ortaya çıkmaktadır. Gerçekten de, kamuoyunun para otoritesi olarak merkez bankasının siyasi otoriteden tam bağımsız olduğuna nasıl inandırılacağı ciddi bir sorunu oluşturmaktadır. Çünkü kamuoyu, merkez bankasını daima siyasi otoritenin nüfuz ve etkisi altında kaldığına inanmış ve bu yönde koşullanmıştır. Bu bakımdan, kamuoyunda yer etmiş olan bu olumsuz düşüncenin kısa zamanda silinip atılmasının kolay olmayacağı açıktır.

Cukierman, Webb ve Neyaptı, söz konusu problemleri de dikkate aldıkları, 1950-1989 dönemi itibariyle, 21'i gelişmiş 51'i gelişmekte olan 72 ülkeyi kapsayan bir araştırma ile merkez bankalarının bağımsızlığını ölçmeye çalışmışlardır. Söz konusu çalışmada göz önüne alınan yasal bağımsızlık göstergeleri dört ana başlık altında yer alan on altı alt başlıkta toplanmaktadır⁶⁷:

1. Başkanın görev süresi, atanması, görevden alınması ve hükümette başka bir görev almasına ilişkin düzenlemeler,
2. Politikaların formülasyonu: Politikaların kim tarafından formüle edildiği, idari birimler ile merkez bankası arasında para politikası konusunda ortaya çıkabilecek çatışmalarda son kararın kime ait olduğu ve bütçe sürecinde merkez bankasının rolüne ilişkin düzenlemeler,
3. Merkez bankasının amaçları,
4. Merkez bankasının kamu sektörüne borç vermesine ilişkin kısıtlamalar: Avans alma, tahvil ile borçlanma, borçlanmanın koşulları (borcun miktarı, vadesi, faiz oranı), borç alabilecek kamu organları, ve borç vermenin sınırlarına ilişkin tanımlamalar konusundaki düzenlemeler.

A. Cukierman başkanlığında yapılan bu çalışmada merkez bankasının görevi fiyat istikrarını sağlamaktır temelinden hareketle araştırma yapılmış ve iki

⁶⁷Alex Cukierman, Steven B. Webb, and Bilin Neyaptı, "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes," **The World Bank Economic Review**, Vol. 6. No. 3, September 1992, pp. 356-359.

değişken hesaplanmıştır. Bunların her biriyle gerçekleşen enflasyon oranı karşılaştırılmıştır. Önce, o ülkede merkez bankası kanununu, mevzuatını ele alan bir belirleme yapılmış ve bir endekse bağlanmış ve merkez bankası bağımsızlık sıralaması yapılmış, sıralama notu verilmiştir. İkinci değişken merkez bankası başkanlarının 1950-1990 arasında görevde kalış süreleri ile enflasyon arasındaki ilişki aranmış ve bunun karşısına da enflasyon oranı yazılmıştır. Üçüncü olarak ise 1980-1990 dönemini kapsayan yıllık enflasyon oranı sıralanmıştır. Üç sıralama yapılmış, ilk iki değişkenin üçüncü ile ilişkisi aranmış⁶⁸. Sonuç:

1. Gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının yasal bağımsızlık derecesi ile enflasyon arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişkiye göre Almanya birinci, ABD beşinci sırayı almıştır. Fakat Cukierman, Weeb ve Neyaptı'de incelenen 72 ülke gurubu için gerçekleşmemiştir⁶⁹.
2. Gelişmekte olan ülkelerde benzer ilişki ortaya çıkmamış hatta tam tersine bazı Uzak Doğu ülkelerinde yasal bağımsızlık olmadığı halde, enflasyon oranı çok düşük çıkmıştır. Sanayileşmiş ülkeler ve geliştirmekte olan ülke gurubu için bulunan sonuçların farklı olması gerçek ve yasal bağımsızlık arasındaki farktan kaynaklanmaktadır⁷⁰.
3. Türkiye, yasal bağımsızlık sıralamasında birçok gelişmiş ülkeden çok daha iyi bir sırada yer almış fakat enflasyon-bağımsızlık arasında anlamlı bir ilişki ortaya çıkmamış ve yetmiş iki ülke içinde altmış ikinci olmuştur.
4. Merkez bankası başkanları ile enflasyon arasındaki ilişki, yine gelişmiş ülkelerde anlamlı sonuç vermiş, merkez bankası başkanının görevi ne kadar uzunsa, enflasyon o kadar düşük çıktığı gözlenmiştir.⁷¹. Türkiye'de merkez bankası başkanının görevde kalma süresi ortalama iki buçuk yıl olup, bu süreyle dünya ülkeleri arasında altmış üçüncü sırada yer almaktadır.

⁶⁸Cukierman, **a.g.e.**, p. 108.

⁶⁹Cukierman, Webb and Neyaptı, **a.g.m.**, p. 360.

⁷⁰**A.e.**, pp. 360-361.

⁷¹Cukierman, **a.g.e.**, p. 109.

Yine merkez bankasının para politikasıyla ilgili hedeflere sahip olup olmaması ve bunları gerçekleştirme amacının bulunup bulunmaması konusu da büyük önem taşımaktadır. Para politikası hedeflerini açık bir biçimde saptayan ve bu hedefleri gerçekleştirme yolunda kararlı olan bir merkez bankası bu konuda başarılı olabilmek için aynı zamanda kamuoyunun da desteğini almak zorundadır. Bu nedenle de, politikaya ilişkin hedefler konusunda kamuoyunun aydınlatılmasına ve bilgilendirilmesine ihtiyaç bulunmaktadır. Ancak bunun için merkez bankasının tüm işlemleri saydam, anlaşılır ve kamuoyunun denetimine açık olmalıdır. Zira bu açıklık (transparency), bankanın tüm işlemlerinin doğuracağı sonuçların anlayışla karşılanmasına ortam hazırlayacaktır⁷². Üstelik merkez bankasının izleyeceği para politikası ne kadar açık olursa, başarı derecesi de o kadar yüksek olacaktır. Para politikasında açıklığın artışı, merkez bankasının saygınlığının da artmasına ve özel sektörün enflasyon beklentilerinin merkez bankasının uygulamalarına daha duyarlı olmasına yol açacaktır.

Ayrıca, bağımsız bir merkez bankasının uygulayacağı para politikası ile diğer ekonomi politikaları arasında meydana gelmesi olası ihtilaflar ekonomide sorunları çözümlenmede ciddi bir engel yaratabilecektir. Politikalar arasında itilafların çıkması durumunda bile, para politikasının hiçbir sapma yapılmadan kararlı bir biçimde sürdürülmesi gerekmektedir. Zira para politikasının güvenilirliği, sadece para politikasına dayanmamakta; aynı zamanda siyasi otoritenin uyguladığı genel makro ekonomik programın bütünlüğüne de bağlı olmaktadır. Bağımsız bir merkez bankası sıkı para politikasını izlerken, buna karşılık maliye politikası büyük bütçe açıkları veriyorsa, böyle bir durumda ekonomik programın güvenilirliğinden söz etmek mümkün olmayacaktır. Çünkü birinden biri mutlaka bazı sapmalara uğrayacaktır. Enflasyon için hangisinin önce pes edeceği önemli bir etki yaratırken, bu gibi koordinasyon problemleri, özel kesim ajanları için belirsizlik yaratacak ihtilafın nasıl ve ne zaman çözümleneceği yolunda spekülasyonlara yol açacaktır.

⁷²Erdinç Tokgöz, “Merkez Bankalarının Bağımsızlığı,” **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 13, 1995, s. 6.

1.2.2. Zaman Tutarsızlığı Sorunu

F.E.Kydland ve E.C.Prescott (1977), G.A.Calvo (1978) ve R.J.Barro ve D.B.Gordon (1983) tarafından yapılan katkılarla geliştirilen zaman tutarsızlığı problemi de aktif para politikaları uygulayarak, hasıla ve istihdamı sürdürülebilir düzeylerinin üzerine çıkarmanın mümkün olamayacağı görüşünün yaygınlık kazanmasına yol açan entellektüel gelişmelerdendir⁷³.

Kydland ve Prescott, ekonomik ajanların cari dönemdeki kararlarının gelecekteki politika eylemlerine kısmen bağlı olması halinde, iyi tanımlanmış ve üzerinde mutabakat sağlanmış sabit bir sosyal amaç fonksiyonu mevcut olduğu zaman dahi optimal kontrol teorisinin ekonomik planlama için uygun bir araç olmadığını ileri sürmüşlerdir⁷⁴.

Kydland ve Prescott'un eleştirilerine hedef olan optimal kontrol teorisi, Tinbergen'in 1952 yılında yayınlanan "On The Theory of Economic Policy" isimli eserinden esinlenerek 1950'ler ve 1960'larda geliştirilen bir teoridir. Optimal kontrol teorisi, şu üç önemli adımdan oluşmaktadır⁷⁵:

1. Politika yapıcılar, ekonomik politikanın amacını veya hedefini -düşük enflasyon ve işsizlik gibi- belirlemelidir.
2. Politika yapıcıların maksimize etmeye çalıştıkları bu sosyal refah fonksiyonu veri iken, hedefi gerçekleştirmede kullanılacak olan para ve maliye politikası gibi enstrümanlar seçilmelidir.
3. Politika yapıcılar, seçtikleri enstrümanların optimum değerlerini tayin etmede kullanılacak olan bir ekonomik model belirlemelidirler.

⁷³Hemen belirtelim ki, G.Calvo'nun da işaret ettiği gibi, zaman tutarsızlığı problemi iktisat literatüründe kesinlikle yeni bir tartışma değildir. Nitekim ilk olarak R.H.Strotz'un çalışmasında, bireyin tüketim zevklerinin zamanla değişmesi sonucu tutarsızlığın ortaya çıkacağı gösterilmiş; L.Auernheimer'in hükümetin para yaratmadan elde edeceği geliri maksimize etmeye kalkışması halinde tutarsızlığın doğacağını göstermesiyle de para literatürüne girmiştir. Calvo, **a.g.m.**, p. 73.

⁷⁴Kydland and Prescott, **a.g.m.**, p. 35.

⁷⁵Brian, Snowdon, Howard Vane and Peter Wynarczyk, **A Modern Guide to Macroeconomics**, 3rd Ed., United Kingdom, Edward Elgar Publishing Company, 1996, p. 205.

Ekonomik politikaya ilişkin bu normatif yaklaşım ile, karar alıcıların tercihleri veri iken, optimal kontrol teorisi bağlamında politika yapıcılarının nasıl hareket etmeleri halinde en iyi sonuçların elde edileceği tayin edilmeye çalışılıyordu. Kydland ve Prescott, optimal kontrol teorisinin, cari sonuçların ve sistemin durumundaki hareketlerin, sadece cari ve geçmiş politika kararları ile sistemin cari durumuna bağlı bulunduğu durumlarda uygun bir planlama aracı olduğunu; dolayısıyla da ekonomik ajanların beklentilerini oluştururken gelecekteki politikaları dikkate aldıkları, dinamik ekonomik sistemlere uygulanamayacağını ileri sürdüler⁷⁶.

Optimal kontrol teorisinin dinamik ekonomik sistemlere uygulanmamasının nedeni optimal politikanın zaman tutarsızlığı (time inconsistency) ya da dinamik tutarsızlığı (dynamic inconsistency) problemidir. Zaman tutarsızlığı kavramı, özel sektör ajanları parasal otoritelerin açıkladıkları kuralın takip edileceğini bekledikleri zaman parasal otoritelerin kuraldan cayma eğilimlerini ifade etmektedir⁷⁷.

Zaman tutarsızlığı problemini, şöyle bir örnekle açıklayabiliriz⁷⁸: Hükümetin fiyat istikrarını sağlamak amacıyla optimal bir politika belirleyip bunu ilan ettiğini, ekonomik ajanların da ücret ve fiyatları açıklanan politikaya inanarak belirlediğini kabul edelim. Böyle bir durumda, başlangıçta açıklanan politika hükümet açısından optimal olarak kalmayacağı için, hükümet daha önce ilan ettiği optimal politikadan caymaya veya ekonomik ajanları aldatmaya yönelecektir. Çünkü oluşan yeni koşullarda, hükümetin genişletici politikalar izleyerek istihdamı artırması mümkün olacaktır.

Buna göre, (t+n) döneminde yapılan yeniden optimizasyon, (t) döneminde hesaplanan optimal politikadan farklı bir politikanın optimal olduğunu ortaya

⁷⁶Kydland and Prescott, **a.g.m.**, p. 35.

⁷⁷Barro and Gordon, **a.g.m.**, p. 599.

⁷⁸Paya, **a.g.e.**, s. 324. Vergilerle ilgili bir örnek için bkz. Stanley Fischer, "Dynamic Inconsistency, Cooperation, and the Benevolent Dissembling Government," **Monetary and Fiscal Policy (Volume 1: Credibility)**, Torsten Persson and Guido Tabellini (eds.), 2nd Ed., London, The MIT Press, 1995, p. 57.

koyuyorsa; bir başka deyişle ex ante ile ex post arasında bir farklılık doğuyorsa, zaman tutarsızlığı problemi söz konusu olacaktır⁷⁹.

Kydland ve Prescott, tutarlı politikanın suboptimal oluşunun, toplam talep yönetimi problemi konusunda genellikle gözden kaçırıldığı ve cari durum veri iken, en iyi olan politikanın seçilmesi şeklindeki standart politika önerisinin, işsizlikte hiç bir azalma sağlamadan daha yüksek bir enflasyonla sonuçlanacağını iddia etmektedirler⁸⁰.

Geleceğe ilişkin beklentilerin geçmiş dönem tecrübelerinden hareketle oluşturulduğunu kabul eden geleneksel yaklaşıma göre, işsizlik, fiili ve beklenen enflasyon oranları arasındaki farklılığın azalan bir fonksiyonudur. Eğer, beklentilerin oluşum süreci gerçekten bu şekilde ise, optimal kontrol teorisinin, işsizlik ve enflasyonun optimal düzeylerinin belirlenmesinde kullanılabilir uygun bir araç olduğu açıktır. Ancak, ekonomik birimlerin, ekonomik yapı hakkında politika yapıcılar kadar bilgilerinin bulunduğu ve politika seçimlerini rasyonalize eden örtük amaç fonksiyonu ile ilgili biraz bilgiye sahip oldukları kabul edilirse, gelecekteki politika davranışı ile ilgili beklentileri gerçek politika seçimi ile ilgili olacaktır. Bunun, hükümetin seçtiği optimal politikanın ekonomik ajanlar tarafından tam olarak tahmin edildiği anlamına gelmediğini belirten Kydland ve Prescott, politikanın sadece kısmen tahmin edilebilir oluşunun, optimal kontrol teorisinin geçersizliğini göstermeye yeterli olduğunu söylemektedirler⁸¹.

Şüphesiz, zaman tutarsızlığı probleminin varlığı kendi başına, merkez bankasının, enflasyona yol açacak olan genişletici para politikası izleyeceği anlamına gelmemektedir. Nitekim McCallum'un da belirttiği gibi, merkez bankası, özel sektör

⁷⁹Fischer, "Dynamic Inconsistency, Cooperation, and the Benevolent Disassembling Government," p. 57.

⁸⁰Kydland and Prescott, **a.g.m.**, p. 39.

⁸¹**A.e.**, p. 40.

ajanlarının (rasyonel) beklentisel davranışlarının, ücret ve fiyat oluşum sürecindeki etkisini dikkate alarak, genişletici para politikası uygulamayabilir⁸².

Ancak, merkez bankası problemi algılasa bile, politikacıların baskıları nedeniyle, genişletici para politikası izlemek zorunda kalabilir ve böylece zaman tutarsızlığı probleminin ortaya çıkmasını engelleyemez. Bununla birlikte, para politikasının önceden açıklanan bir kurala bağlı olarak uygulanacağını, legal düzenlemeler veya diğer prosedürlerle taahhüt edilmesi halinde, zaman tutarsızlığına yol açacak olan aktif para politikalarının uygulanması yönündeki politik baskılardan korunmak mümkün olacaktır⁸³.

O halde, zaman tutarsızlığından dolayı güvenilirlikten yoksun bulunan “optimal” bir politika, ne optimal ne de uygulanabilir bir politikadır. Dolayısıyla, uygulanması halinde, işsizliği düşüremeyecek ve fakat enflasyonda yükselmeye yol açacak olan bu politikalar yerine, fiyat istikrarının sürdürülmesine yönelik politikalar izlenmelidir⁸⁴.

1.3. PARA POLİTİKASI KURALLARI VE DEĞİŞKEN HEDEFLEME STRATEJİLERİ

Ayarlanabilir politika kuralı ile sabit politika kuralı tartışması, Henry Simons’un klasik makalesi “Rules versus Authorities in Monetary Policy” ile başlamakta ve günümüz para politikası literatüründe de tartışılmaya devam etmektedir. “**Ayarlanabilir politika kuralı**” (discretion) ile “**sabit politika kuralı**” (rule), para otoritesine verilen inisiyatifin büyüklüğü, verilen amaçların kesinliği ve para otoritesinin faaliyetleri ile amaçlarına ulaşması arasındaki ilişkinin önemi tarafından belirlenmektedir.

⁸²Bennett T. McCallum, “Two Fallacies Concerning Central-Bank Independence,” **American Economic Review**, Vol. 85, No. 2, May 1995, p. 208.

⁸³Barro and Gordon, **a.g.m.**, p. 591.

⁸⁴Kydland and Prescott, **a.g.m.**, p. 39.

Ayarlanabilir politika kuralı, merkez bankasının ekonominin gidişatına göre, uygun politika araçlarını kullanması anlamına gelmektedir. Sabit politika kuralı ise, merkez bankasının somut görevlerle yükümlü olmasını gerektirmektedir⁸⁵. Bu çerçevede Svensson, para politikası kurallarını, “para politikası için tavsiye edilen bir kılavuz” olarak tanımlamaktadır. Bu da “**araç kurallar**” (instrument rules) ve “**hedef kurallar**” (target(ing) rules) olmak üzere iki başlık altında sınıflandırılabilir⁸⁶.

Araç kurallar, araçları önceden kararlaştırılmış değişkenler veya ileriye dönük (forward-looking) değişkenler ya da her ikisinin öngörülen bir fonksiyonu olarak ifade edilir. Araçlar, önceden kararlaştırılmış değişkenlerin öngörülen bir fonksiyonu olduğunda, bu açık bir araç kuralıdır. Araçlar ileriye dönük değişkenlerin öngörülen bir fonksiyonu olduğunda ise, bu örtük bir araç kuralı olmaktadır. Basit araç kuralının en bilinen örnekleri, Parasal taban için önerilen McCallum kuralı⁸⁷ ve federal fonlar oranı için önerilen Taylor kuralı⁸⁸ araç kuralların klasik örnekleridir⁸⁹.

Hedef kurallar ise, hedef değişkenler için ulaşılması öngörülen hedef düzeylerini belirten kurallardır. Döviz kuru, parasal büyüklük, nominal GSMH ve faiz oranı hedeflemesi gibi bir “**ara (değişken) hedefleme**” stratejisi veya “**enflasyonunun doğrudan hedeflenmesi**” gibi stratejiler, hedef kurallara örnek olarak gösterilebilir.

⁸⁵Otmar Issing, “Is Monetary Targeting in Germany Still Adequate,” **Monetary Policy in an Integrated World Economy**, Ed. by Horst Siebert, Germany, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, 1996, p. 122.

⁸⁶Lars E. O. Svensson, “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule,” **Journal of Monetary Economics**, Vol. 43, February 1999, p. 614.

⁸⁷Ayrıntılı bilgi için bkz. Bennett Mc Callum, “Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy,” **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, No. 29, 1988, pp. 173-204.

⁸⁸Ayrıntılı bilgi için bkz. John B. Taylor, “Discretion Versus Policy Rules in Practice,” **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, No. 39, pp. 195-204. Federal fonlar, bankaların, merkez bankası (FED) nezdindeki karşılıklarını kullanarak yaptıkları, tipik bankalararası gecelik borç işlemlerinde kullanılan fonlardır. Bu borçlanmalardaki faiz oranlarına ise federal fonlar oranı adı verilmektedir. Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, 3rd Ed., USA, Harper Collins Publishers, 1992, pp. 53-54.

⁸⁹Glenn D. Rudebusch and Lars E. O. Svensson, “Policy Rules for Inflation Targeting,” **Sveriges Riksbank Working Paper Series**, No: 49, February 1998, p. 9.

O halde, para politikası uygulaması, makro ekonomik hedeflerin saptanmasını; bu hedeflere ulaşmayı sağlayacak bir ara hedef değişkenin seçilmesini ve bu değişkenin belli bir değerinin belirlenmesini; bu ara hedefe götürecek bir faaliyet hedef değişkeninin seçilmesini ve bu değişkenin belirli bir değerinin belirlenmesini ve para politikası araçlarını kullanarak bu saptanan hedeflere varmayı kapsamaktadır⁹⁰. Para politikası araçları ile nihai hedefler arasındaki bu ilişki, yani temel makroekonomik değişkenlerin, para politikasındaki değişmelere duyarlılığı ise ‘aktarım mekanizması’ olarak tanımlanmaktadır⁹¹. Uygulama prosedüründe yer alan faaliyet hedef değişkeni, para otoritesinin başka bir hedef değişkende dolaylı olarak bir kontrol sağlamak amacıyla nispeten doğrudan manipülasyon yapabildiği bir değişkendir. Ekonomideki gelişmelerden bağımsız olarak bu hedeflerin değiştirilmesi para politikasındaki bir değişikliği gösterir. Dolayısıyla, bu hedef değişkenler, hem makro ekonomik hedef değişkendeki gelişmeleri önceden görebilen bir gösterge değişken ve hem de onları etkilemek için kullanılan bir araç değişkenidir⁹². Bu çerçevede, para politikası uygulamalarının başlıca dört bileşeni vardır. Bunlar:

1. Nihai hedef,
2. Ara hedef değişkenleri,
3. Faaliyet hedef değişkenleri,
4. Hedefe ulaşmada kullanılacak politika araçları ve bu politika araçlarını uygulama yöntemleridir.

Nihai hedef (final or ultimate objectives): Tam istihdam, sürdürülebilir bir büyüme, ödemeler bilançosu dengesi, gelir dağılımında adaletin sağlanması veya fiyat istikrarı gibi politika yapıcılarının ilgilendiği ve karar verdiği oldukça geniş makroekonomik değişkenleri ifade etmektedir. Farklı yerlerde ve zamanlarda, yukarıda sayılan makroekonomik değişkenlerin biri ya da birkaçı para politikası hedefleri olarak

⁹⁰Hacer Oğuz, “Para Politikasının Ölçülmesinde Yeni Gelişmeler ve Türkiye İçin Para Politikası Endeksleri,” **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 15, Sayı. 2, 1997, s. 38.

⁹¹Serdar Öztürk, **Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul, Birinci Baskı, Derin Yayınevi, 2003, s. 5.

⁹²Oğuz, **a.g.m.**, s. 38.

kullanılmıştır. Günümüzde merkez bankacılığında genel kabul gören nihai hedef ise, önceki bölümlerde detaylı olarak işlendiği üzere, fiyat istikrarını sağlamak ve korumaktır⁹³.

Ara hedef değişkenleri (intermediate target variables): Nihai hedefe ulaşılmasını sağlayacak olan, nihai hedefi belirlediği düşünülen ve büyük ölçüde merkez bankalarınca kontrol edilebilen değişkenlerdir. Merkez bankaları enflasyonu doğrudan kontrol edemezler. Bu nedenle, enflasyonu belirleyen değişkenleri kontrol ederek, bu değişkenler aracılığıyla enflasyonu kontrol etmeye çalışırlar. Bunun için, merkez bankaları aktarım mekanizmasını analiz ederek, hangi değişkenlerin enflasyon (enflasyonu belirlediğini) üzerinde etkili olduğunu belirlemektedirler. Bu değişkenler; para arzı, döviz kuru, faiz oranı ve GSMH'dır. Bu değişkenler, enflasyonun gelişimi ve gelecekteki seyri hakkında güvenilir bilgi verirler ve merkez bankaları tarafından kontrol edilebilirler⁹⁴.

O halde, para otoritesinin, güvenilirliği sağlama amacına dönük olarak yapacağı en önemli çalışma ara hedefi belirlemektir. Çünkü finans piyasalarındaki gelişmelerin yanında, fiyatlar arasında karmaşık bir aktarım söz konusu olduğundan para otoritesi nihai hedefleri doğrudan kontrol etmekte zaman zaman güçlük çekmektedir. Bu bakımdan, ara hedefin seçimi bazı özellikleri dikkate alınmasını gerektirir. Bunlar⁹⁵:

1. Değişkenin kontrol edilebilmesi nispeten kolay olmalıdır.
2. Toplum tarafından kolaylıkla izlenebilir olmalıdır.
3. Hedef değişken kullanılarak etkilenmesi düşünülen nihai ve uzun dönemli hedefle ilişkisi (korelasyonu) yüksek olmalıdır.
4. Mümkün olan en kısa sürelerde izlenebiliyor olmalıdır.
5. Ekonomideki diğer amaçları engelleyici ya da bunları perdeleyici olmamalıdır.

⁹³Timur Önder, **Para Politikası: Araçlar, Amaçlar ve Türkiye Uygulaması**, Ankara, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezleri, Mayıs 2005, s. 33.

⁹⁴Önder, **a.g.e.**, ss. 33-34.

⁹⁵N. Kamuran Malatyacı, **Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, Ankara, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları, Mart 1998, s. 18. ve Oktar, **a.g.e.**, s. 18.

Faaliyet hedef değişkenleri (operating target variables): Para politikası uygulama sürecinde para politikası araçlarıyla ara hedefler arasında yer alır. Para politikası uygulama sürecinde faaliyet hedeflerinin kullanılma gerekçesi şudur: Merkez bankası para politikası araçlarını kullanarak doğrudan doğruya etkileyebildiği büyüklükler faaliyet hedefleridir. Faaliyet hedefleri iki ana gruptan oluşmaktadır. Bunlar: Gecelik faiz oranları veya bankaların rezerv durumu gibi değişkenler olup, ara hedef değişkenleri ve/veya nihai hedef üzerinde oldukça anlamlı (güvenilir) etkilere sahiptir⁹⁶.

Para politikası araçları uygulama yöntemleri: Merkez bankasının para ve kredi hacmini değiştirmek için kullandığı yöntemlerdir. Açık piyasa işlemleri, reeskont kredileri, yasal karşılık oranları ve zorunlu devir oranları olmak üzere dört politika aracı bulunmaktadır.

Sonuç olarak; para politikası, para arzı, kısa vadeli faizler ya da kurlar gibi enflasyon üzerinde belirleyici olan değişkenlerin kontrolüne dayanır. Ancak, merkez bankaları sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamlarda, para arzı, faiz oranı ve kurlar seçeneklerinden sadece birini doğrudan kontrol edebilir. Bu üç değişkenden ikisi ya da üçü aynı anda doğrudan kontrol edilemez. Buna literatürde “**imkansız üçlü**” (impossible trinity)de denilmektedir. Örnek olarak, kurların kontrol edilmeye çalışıldığı bir programda, faiz oranları mevcut kur düzeyi ile tutarlı değilse ve bu nedenle dövize talep olursa, piyasadaki likidite daralacağı için, merkez bankası faizlerdeki yükselişe göz yummak zorunda kalır. Çünkü eğer faizlerin yükselmesini engellemek için piyasaya likidite verirse, döviz talebi devam edeceğinden, merkez bankası rezerv kaybetmeye başlar ve rezervlerin azalması ilave döviz talebini tetikler. İlave döviz talebi tekrar likidite ihtiyacı ortaya çıkartarak faizler üzerinde baskı yaratır. Bu durumda, döviz rezervleri sınırlı olduğundan, merkez bankası, sonuçta ya kurları kontrol etmekten vazgeçmek ya da faizlerin yükselmesine izin vermek seçeneklerinden birini seçmek zorunda kalır. Sabit döviz kuru sisteminde, para piyasalarındaki dengesizlik nihai olarak ödemeler dengesi aracılığıyla elimine edilebilmektedir. Dolayısıyla, para arzı, döviz kurları ve faiz oranları,

⁹⁶Önder, a.g.e., s. 35.

hepsi bir arada merkez bankası tarafından sabitlenemez. Herhangi bir monopolcü davranışı gibi, merkez bankası ya fiyatı ya da tekel gücüne sahip olduğu ürününün miktarını belirleyebilirken, piyasa bazlı bir sistemde her ikisini de aynı anda hedefleyemez. Merkez bankası ya fiyat istikrarı amacına ulaşabilmek amacıyla para tabanını veya döviz kurunu hedef değişken olarak kullanabilmekte ya da döviz kuru amacına ulaşabilmek için faiz oranını veya para tabanını hedef değişken olarak kullanabilmektedir.

1.3.1. Para Politikasının Aktarım Mekanizmaları⁹⁷

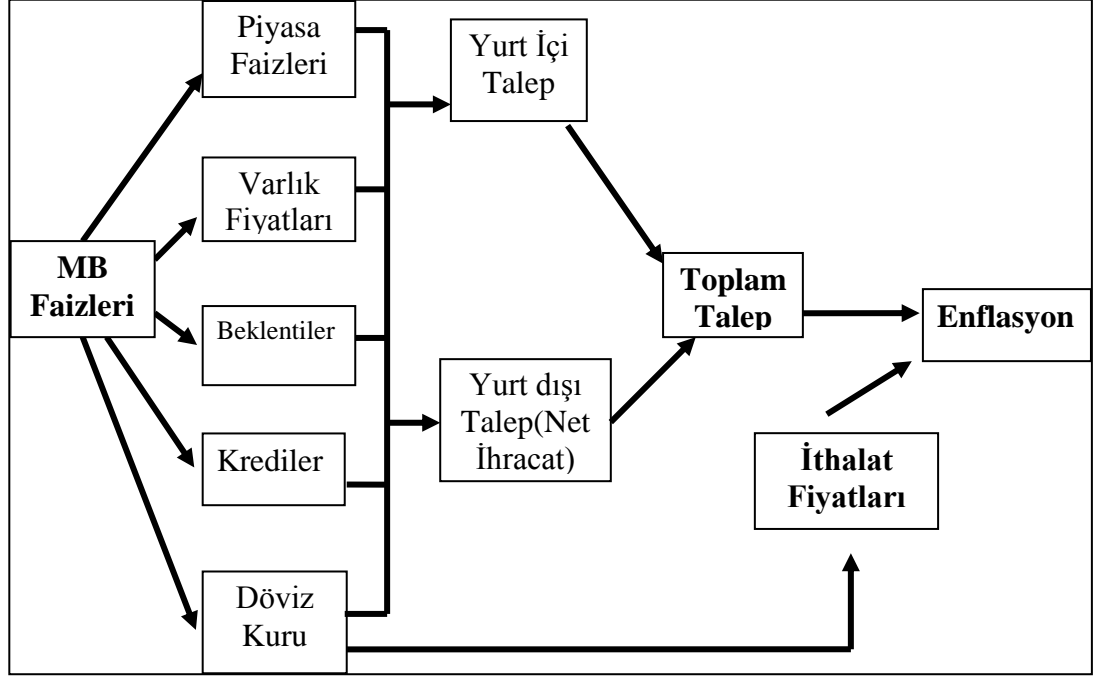
Parasal aktarım mekanizması, para politikasının etkilerinin reel ekonomiye aktarıldığı kanalları ifade etmektedir⁹⁸. Parasal aktarım mekanizmasını, özetle, “para politikası uygulamalarının, reel ekonomi (üretim, tüketim ve istihdam) ve enflasyon oranını bir takım dinamiklerin yardımıyla etkileme mekanizmasıdır” şeklinde tanımlamak mümkündür⁹⁹. Merkez bankasının para politikasını uygularken izleyeceği hedefin seçimi söz konusu olduğunda para politikasının aktarım mekanizması önem kazanmaktadır. Merkez bankalarının aktif para politikası uygulayarak ekonomik değişkenleri etkileyebilmesi politikanın zamanlamasına ve para politikasının aktarım mekanizmasına bağlıdır. Dolayısıyla para politikasının ekonomiyi hangi yollarla ve hangi şekilde etkilediğinin anlaşılması para politikası uygulamaları ve yansımaları açısından son derece önemlidir. Para politikasının aktarım mekanizması, “**geleneksel faiz oranı kanalı**”, “**diğer finansal varlık fiyatları kanalı**” ve “**kredi kanalı**” çerçevesinde incelenebilir.

⁹⁷Bu bölümün oluşturulmasında Frederic S. Mishkin’in, “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,” **NBER Working Paper Series**, No. 5464, May 1996, pp. 1-27, isimli makalesinden yararlanılmıştır.

⁹⁸Harun Öztürkler ve Affan H. Çermikli. “Türkiye’de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri,” **Finans Politik&Ekonomik Yorumlar**, Cilt. 44, Sayı. 514, 2007, s. 58.

⁹⁹Akyazı, **a.g.e.**, s. 86.

Şekil 1. Geleneksel Aktarım Mekanizması



Kaynak: A. Hakan Kara, "Türkiye’de Enflasyon ve Para Politikası," **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları**, Ankara, Araştırma ve Para Politikası Departmanı, Mayıs 2007, s. 22.

1.3.1.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı

Parasal aktarım mekanizmalarına faiz oranı kanalıyla başlanmasının nedeni, son elli yıldır faiz oranı kanalının literatürde standart bir yerinin olması ve aynı zamanda makro ekonominin en önemli konularından olan Keynesyen IS-LM modelindeki parasal aktarım mekanizmasının da anahtarı olmasıdır. Geleneksel Keynesyen IS-LM görüşüne göre parasal aktarım mekanizması aşağıdaki şematik gösterimle temsil edilebilir:

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

Buna göre genişleyici para politikası reel faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Faiz oranlarındaki düşüş ise sermayenin maliyetini düşürerek yatırım harcamalarında bir artışa neden olmaktadır. Sonuçta toplam talep ve üretim artmaktadır. Çubukçu Keynesyen mekanizmayı etkileşimin her safhasını da açıklayarak

ortaya koymaktadır “Keynesyen mekanizma şudur: para arzı açık piyasa işlemleriyle artırılmaya gidildiğinde finansal varlıklara karşı bir talep fazlalığı doğacak ve bu varlıkların değeri yükselip getirileri, yani faiz oranları düşecektir. Yatırımların faiz oranlarına karşı duyarlılığına bağlı olarak yatırım harcamaları artacak ve genişleyen efektif talep istihdamı ve üretimi artıracaktır. Ancak üretimde azalan verim söz konusu olduğundan maliyetler yükselecek ve firmalar fiyatları maliyetlere göre belirlediğinden fiyat artışları ortaya çıkacaktır. Para arzı bu şekilde artırılmaya devam ettiğinde faiz oranları artık daha fazla düşürülemeyecek bir düzeye kadar inecek (likidite tuzağı), bu noktanın ötesinde para arzı artışları tümüyle spekülâtif amaçlara kayacak ve fiyatları ve üretimi değiştirmeyecektir¹⁰⁰.”

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

Geleneksel faiz oranı kanalıyla ilgili önemli bir husus, faiz oranlarıyla ilgili bir politika değişikliği direkt olarak merkez bankasının kontrolü altında olan (genellikle bir gecelik bankalararası faiz oranı) para piyasasındaki tüm kısa dönem faiz oranlarını ve dayanıklı tüketim malları satın alınmasını veya konut dahil yatırımlar için en uygun olan tüm uzun dönem faiz oranlarını etkiler ve sonuçta da tüm faiz oranlarına yayılır. Faiz oranlarının vade yapısı boyunca para politikası hareketlerinin yayılması, beklentilerin durumunu ve finansal piyasaların organizasyonunu içeren çeşitli faktörlere bağlıdır¹⁰¹.

Faiz oranı kanalında tüketici ve girişimcilerin kararlarını nominal faiz oranlarının değil, reel faiz oranlarının etkilediği vurgulanmaktadır. Ayrıca harcamalar

¹⁰⁰Tuğrul Çubukçu, **Enflasyon Teorisi ve Türkiye’de Enflasyon**, Ankara, Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, No. 2, 1983, pp. 123-124.

¹⁰¹Steven Kamin, Philip Turner and Jozef V. Dack, “The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview,” **Bank of International Settlements Policy Papers**, No. 3, 1998, p. 10.

üzerinde kısa dönem faiz oranları yerine uzun dönem reel faiz oranlarının etkili olduğuna dikkat çekilmektedir. Keynesyen teoride fiyatların katı olduğu varsayımı yapıldığından dolayı kısa dönem nominal faiz oranlarını düşüren genişletici para politikası ayrıca kısa dönem reel faiz oranlarını da düşürmektedir. Söz konusu nedensellik rasyonel bekleyişler varsayımı altında da geçerlidir. Uzun dönem faiz oranının beklenen kısa dönem faiz oranlarının ortalaması olduğunu belirten “**beklenen vade yapısı hipotezine**” göre kısa dönem reel faiz oranının düşük olması uzun dönem reel faiz oranının da düşmesine neden olmaktadır. Bu düşük reel faiz oranları sabit yatırımların, konut yatırımlarının, dayanıklı tüketim malları harcamasının, stok yatırımlarının artmasına neden olmaktadır ve bunların hepsi birlikte toplam üretim artışı anlamına gelmektedir.

Nominal faiz oranlarının sıfır olduğu durumda, para arzındaki bir artış beklenen fiyatları (P^e) ve dolayısıyla beklenen enflasyonu (π^e) artırmaktadır. Nominal faiz oranları sıfırda sabit olsa bile sonuçta reel faiz oranları (i_r) düşmekte ve dolayısıyla harcamalar faiz oranı aracılığı ile teşvik edilmektedir. Yani:

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

Bu mekanizma, nominal faiz oranları parasal otoriteler tarafından sıfır düzeyine çekilecek şekilde uygulansa bile para politikasının hala etkili olabileceğini göstermektedir. Gerçekten bu mekanizma Amerikan ekonomisinin büyük depresyon esnasında neden bir likidite tuzağına saplanıp kalmadığı ve para politikasının bu dönemde çıktıdaki ani bir düşmeyi nasıl önlediği şeklindeki parasal tartışmaların da temel bir anahtarıdır¹⁰².

1.3.1.2. Diğer Finansal Varlık Fiyatları Kanalı

Bir ekonomide faiz oranlarındaki değişikliklere duyarlı olan politikalar aynı zamanda en önemlileri bono, hisse senedi ve emlak olan varlık fiyatlarını da etkiler.

¹⁰²Mishkin, “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,” pp. 3-4.

Mesela, İsrail’de 1990’larda faiz oranları konut ve hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmaların arkasındaki önemli bir faktör olmuştur. Sermaye piyasası 1993’ün sonlarında zirveye ulaşmış ve 1993 ve 1994’lerde faiz oranları bir çukur seviyesine indiği zaman konut fiyatları dalgalanma göstermiştir. Aynı şekilde Kolombiya’da da son yıllarda geçici de olsa varlık fiyatlarının para politikasına tepkisi kolayca gözlemlenmiştir. Uzun dönem faizleri sabitlenmiş olan bono piyasaları önemlidir çünkü daha yüksek kısa dönem faiz oranları bono fiyatlarında bir düşmeye neden olur. Gelişmiş piyasalarda olduğu gibi parasal aktarım mekanizmasının bu kanalını güçlendirmek mümkün olmaktadır¹⁰³.

Parasalcılar, para arzı artışlarının harcamaları doğrudan artırarak talep fazlası yaratacağını ve sonuçta fiyatları yükselteceğini savunmaktadırlar. Para politikasının ekonomiye etkilerini değerlendiren IS-LM paradigmasına esas parasal itiraz bu paradigmanın sadece tek varlık fiyatını (faiz oranına) vurgulaması fakat diğer varlık fiyatlarını dikkate almamasına yöneltilmektedir. Parasalcılar, diğer nispi varlık fiyatları ve reel servet yoluyla parasal etkilerin ekonomiye aktarıldığı bir aktarım mekanizmasını düşünmüşlerdir. Söz konusu aktarımlar, Keynesyenlerden biri olan ve diğer varlık fiyatlarının etkilerinin parasal aktarım mekanizmasında önemli olduğunu kabul eden Franco Modigliani tarafından kurulan makro modellerin de özelliğidir. Aktarım mekanizması literatüründe tahvillerden başka önemli bir yer verilen diğer iki varlık “**döviz kuru**” ve “**hisse senetleri**”dir.

1.3.1.2.1. Döviz Kuru Kanalı

Bretton Woods sisteminin yıkılmasının ardından esnek döviz kuru stratejisinin çoğu ülkede benimsenmesi ve küreselleşmenin yaygınlaşmasıyla birlikte para politikasının ekonomiyi, döviz kurunun net ihracata etkileri aracılığıyla etkilemesinin anlaşılması önem kazanmıştır¹⁰⁴. Gerçekten gelişmekte olan çoğu ülkede özellikle bono, hisse senedi ve emlak piyasaları gibi temel piyasalarda döviz

¹⁰³Steven, Turner and Dack, **a.g.m.**, p. 11.

¹⁰⁴Mishkin, “**The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,**” p. 5.

kurları para politikası tarafından etkilenen en önemli varlık fiyatıdır. Döviz kurları dalgalı olduğu zaman, uygulanacak sıkı bir para politikası faiz oranlarını yükseltir, yurtiçi varlıklara olan talebi artırır ve nominal faiz oranlarında ve en azından başlangıçta reel faiz oranlarında değer artışlarına neden olur. Bu değerlendirme harcamaları iki yolla besleyebilir. Birincisi, nispi fiyat etkisidir. Bu durumda, yurtiçi mallara olan talep azalma eğilimi gösterir, yabancı mallara göre daha pahalı hale gelir ve toplam talepte düşmeler meydana gelir. İkinci olarak, döviz kurundaki değişiklikler önemli bilanço etkilerinin oluşmasına yardımcı olabilir. Çoğu ülkede, hane halkı ve bankalar yurtiçindeki banka sistemi vasıtasıyla yabancı para cinsinden borçlara sahip olurlar. Döviz varlıklarıyla borçlar tam olarak dengelenemezse döviz kurundaki değişiklikler harcamalarda ve borçlardan varlık oranlarına önemli ayarlamalara neden olur. Ülke içindeki insanlar dünyanın geri kalanına kıyasla kar elde etmezler ve döviz kurunun aşırı değerlendirilmesi, yurtiçi talepte bir genişlemeye neden olabilen bilanço pozisyonlarının düzelmesine neden olur. Böylece, bu bilanço etkisi bazı durumlarda baskın olsa bile nispi fiyat etkisini dengeleme eğilimi gösterebilir¹⁰⁵

Yurtiçi reel faiz oranları düştüğünde ise ulusal para birimi cinsinden mevduatlar yabancı paralar cinsinden mevduatlara oranla nispeten daha az cazip olacağından döviz kuru kanalı faiz oranı etkilerini de içermektedir. Sonuçta yerel para birimi cinsinden mevduatlar diğer para birimleri cinsinden mevduatlara göre nispeten düşecektir. Bir başka ifadeyle yerel para birimi değer kaybedecektir ($E \downarrow$). Yerel para biriminin değerinin nispeten düşük olması yurtiçi malları yabancı mallara göre daha ucuz hale getirmektedir ve neticede net ihracatlar ($NX \uparrow$) ve toplam üretim artmaktadır¹⁰⁶.

Dolayısıyla döviz kuru aracılığıyla çalışan parasal aktarım mekanizması aşağıdaki gibi şemalaştırılabilir¹⁰⁷:

¹⁰⁵Steven, Turner and Dack, **a.g.m.**, p. 12.

¹⁰⁶Mishkin, “**The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,**” p. 5.

¹⁰⁷**A.e.**

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Bu örnek ABD ekonomisi için verilmiştir. Aynı durumu Türkiye ekonomisine uygulayacak olursak:

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow YTL \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

1.3.1.2.2. Hisse Senedi Fiyatları Kanalı

Hisse senedi fiyatları itibariyle iki önemli parasal aktarım mekanizması söz konusudur: bunlar “**Tobin’in yatırım teorisi (Tobin’s q)**” ve “**tüketime servet etkisi**”dir.

Tobin’in yatırım teorisi, para politikasının hisse senedi fiyatlandırılmasını etkileyerek ekonomiyi etkilediği bir mekanizma sunmaktadır. Tobin q’yu firmaların piyasa değerinin, sermayenin yenilenme maliyetine bölümü olarak tanımlamaktadır¹⁰⁸. Eğer q yüksekse, firmaların piyasa fiyatı sermayenin yenilenme maliyetine göre nispeten yüksektir ve yeni fabrika ve donanım sermayesi girişimci firmaların piyasa değerine göre ucuzdur. Söz konusu durumda şirketler hisse senedi satışa çıkarabilirler ve bunları fabrika satın alma ve donanım yatırımlarının maliyetine oranla nispeten daha yüksek bir fiyata satabilirler. Firmalar sadece çok az miktarda hisse senedi çıkararak çok miktarda yeni yatırım malları satın alabileceğinden dolayı yatırım harcamaları artabilir¹⁰⁹.

Diğer yandan q düşük ise firmaların piyasa değeri sermayenin maliyetine göre düşük olacağından, firmalar yeni yatırım malları satın almayacaklardır. Eğer firmalar q düşük iken sermaye artırımına gitmek isterlerse diğer bir firmayı daha ucuza satın alabilirler ve bunun yerine eski sermayeye sahip olabilirler. Daha sonra yatırım harcamaları daha düşük olacaktır.

¹⁰⁸Ayrıntılı bilgi için bkz. Tobin James, “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory,” **Journal of Money, Credit and Banking**, No. 1, February 1969, pp. 15-29.

¹⁰⁹Mishkin, “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,” p. 6.

Bu durum, sermayenin maliyetinin etkilerini azaltır ve hisse senetleri tesis ve ekipmanların maliyetlerine göre daha yüksek bir fiyat oluşumuna neden olabilir. Bu yüzden bankaların kredi oranlarının kolay politikalara tepkisi küçük olsa bile para politikası sermayenin maliyetini ve ondan sonra da yatırım harcamalarını etkileyebilir. Varlık fiyatlarındaki değişmelere duyarlı politikalar aynı zamanda hane halkı ve girişimcilerin net değerini değiştirerek talebi de etkileyebilir. Meydana gelebilecek başka değişiklikler gelire ilgili beklentilerin gözden geçirilmesini tetikleyebilir ve hane halklarının tüketimlerinde ayarlama yapmalarına sebep olur. Benzer şekilde, firmalarca tutulan varlıkların değerindeki değişikliklere duyarlı politikalar yatırımları finanse edecek mevcut kaynakların miktarını değiştirecektir¹¹⁰.

Bu tartışmanın en önemli noktası, q ile yatırım harcamaları arasında mevcut olan ilişkidir. Parasalcı görüşe göre para arzı arttığında insanlar istediklerinden daha fazla para tutmaktadırlar. Dolayısıyla ellerinde tuttıkları nakdi, harcamalarını artırarak azaltmaya çalışırlar. Fazla para hisse senedi piyasalarına yönlendirilebilir. Hisse senetlerine talep arttıkça fiyatları da artacaktır. Keynesyen görüş de az çok benzer bir sonuca varmaktadır. Keynesyen görüşe göre genişlemeci para politikasından kaynaklanan reel faiz düşüşü tahvilleri, hisse senetlerine nispeten daha az cazip kılmaktadır. Dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatları yükselmektedir. Bu görüşlerin, yüksek hisse senedi fiyatlarının (P_e) yüksek q ($q \uparrow$) değerlerine ve dolayısıyla yüksek yatırım harcamalarına neden olacağı gerçeği ile birleştirilmesi aşağıdaki para politikası aktarım mekanizmasına neden olmaktadır:

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

Hisse senedi fiyatları yoluyla gerçekleşen alternatif bir parasal aktarım mekanizması, servetin tüketime etkileri yoluyla da gerçekleşmektedir. Modigliani bu mekanizmayı desteklemektedir¹¹¹. Modigliani'nin “**yaşam boyu gelir (life-cycle)**” modelinde tüketim harcamaları tüketicinin emek gücü, reel sermaye ve finansal

¹¹⁰Steven, Turner and Dack, **a.g.m.**, p. 11.

¹¹¹Söz konusu literature ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Franco Modigliani and Lucas Papademos, “Targets for Monetary Policy in the Coming Year,” **Brookings Papers on Economic Activity**, No. 1, 1975, pp. 141-165.

varlıklardan oluşan bütün yaşam boyu kaynakları tarafından belirlenmektedir. Finansal servetin en önemli bileşeni, hisse senedir. Hisse senedi fiyatları arttığında finansal servetin değeri artacaktır ve dolayısıyla tüketicinin yaşam boyu kullanacağı kaynakları artacaktır. Sonuçta tüketimin artması gerekmektedir. Böylece genişletici para politikasının hisse senedi fiyatlarında bir artışa neden olabileceği diğer bir parasal aktarım mekanizması ortaya çıkmaktadır¹¹²:

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{servet} \uparrow \Rightarrow \text{tüketim} \Rightarrow Y \uparrow$$

Hanehalkı ve firmaların borçları geri ödemelerine engel olan değişiklikler olduğu zaman varlık fiyatlarında meydana gelebilecek bir düşmenin özellikle harcamalar üzerinde kuvvetli etkilerinin olması beklenebilir. Benzer bir etki borçlarla ilgili gelecekteki endişeler artarsa da görülebilir. Mesela, sermaye ve bono fiyatlarında meydana gelen önemli bir düşme likit varlıkların kredileri geri ödeyebilme güçlerini azaltır. Böylece hanehalkı ve firmalar mali sıkıntılara karşı savunmasız bir duruma gelebilirler ve harcamayı ve borçlanmayı bırakarak bilançol pozisyonlarını yeniden inşa etmeye başlarlar. Para politikası hareketlerinin toplam talep üzerindeki etkileri bilançolar ve varlık fiyatları yoluyla çalışır ve ekonomik aktivitelerin tepki vermeye başlamasıyla artış gösterebilir. Mesela, faiz oranlarındaki artışlar varlık fiyatlarını düşürebilir ve ilk olarak çıktıda ve gelirden bir azalmaya neden olabilecek olan bilançoları zayıflatır. Ekonomik aktivitede meydana gelen bu durum firmaların ve hane halkının nakit akımını azaltır ve mali sıkıntı durumlarında zarar görme ihtimallerini artırır ve harcamalarda yeniden bir azalmaya neden olur. Bu şekilde, başlangıçtaki para politikası hareketleri sonradan tersine dönse bile parasal durumlardaki değişiklikler ekonomik aktivitedeki sallantıların devam etmesinde neden olur. Malezya’da 1985-86’larda yaşanan oldukça şiddetli resesyon hali bu duruma örnektir. Mallarda ve emlak fiyatlarında meydana gelen düşüşler yerli ve yabancı talepte meydana gelen azalmalara eşlik etmiştir. Sonuç olarak,

¹¹²Mishkin, “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,” p. 7.

birçok girişimcinin nakit akımında oluşan daralmalar, gelirin azalmasına, varlıkların değerinde çöküntülere ve borç servislerinin maliyetlerinde artışlara neden olur¹¹³.

Yukarıda bahsedilen servet ve Tobin'in yatırım teorisinde finansal servet tanımı oldukça geneldir ve sadece hisse senedini içermektedir. Mishkin konut ve arsanın finansal varlıklardan birisi olarak düşünülmesi halinde Tobin'in yatırım teorisinin bu varlıklar için de uygulanabileceğini belirtmektedir¹¹⁴. Konut fiyatlarının yenileme maliyetlerine göre artmasına neden olan, konut fiyatları artışı konut açısından Tobin's q nun artmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla üretimi artırmaktadır. Aynı şekilde arsa fiyatları da servetin önemli bir bileşenidir ve bunların fiyatlarındaki artış serveti artırmakta ve böylelikle de tüketim artmaktadır. Yukarıda bahsedilen mekanizma yoluyla arsa ve konut fiyatlarını artıran parasal genişleme, toplam talebin artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla parasal aktarım mekanizması ayrıca arsa ve konut fiyatları aracılığı ile de işlemektedir.

1.3.1.3. Kredi Kanalı¹¹⁵

Kredi kanalı görüşünün temel özellikleri şöyledir: Eksik bilgi veya maliyetli sözleşmelerin zorlanması gibi dışarıdan yapılan her zamanki müdahaleler finansal piyasaların düzgün bir şekilde işleyişine engel olur ve içerideki fonların fırsat maliyetleri ile maliyetleri dışsal olarak artan fonlar arasında bir engel oluşturmasını bekleriz. Dışsal finans primi olarak adlandırdığımız bu engel, borç verenler ve borç alanlar arasında var olan temel-ajan problemiyle birlikte ölü maliyetleri gösterir. Borç alanların her zamanki gibi kendilerini borç verenlerden daha iyi bilgiye sahip olarak görmeleri sonucu oluşan limon primi (lemon premium) ve borç alanların ahlaki riskten kaynaklanan davranışları sonucu oluşan maliyetlerdeki çarpıklıklar ve

¹¹³Steven, Turner and Dack, **a.g.m.**, pp. 11-12.

¹¹⁴Mishkin, "**The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy**," pp. 7-8.

¹¹⁵Söz konusu literatür ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Ben S. Bernanke and Mark Gettler, "Inside The Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, Fall 1995, pp. 27-48, Stephen G. Cecchetti, "Distinguishing Theories of Monetary Transmission Mechanism," **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, Vol. 77, May-June 1995, pp. 83-99. ve R. Glenn Hubbard, "Is there a "Credit Channel" for Monetary Policy?" **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, Vol. 77, May-June 1995, pp. 63-74.

ahlaki riski sürdürmelerinden doğan sözleşmelerdeki sınırlamalardan dolayı, dışsal finans priminde gösterilen faktörler içinde borç verenlerin beklentileri tahsilat, uyarılar ve maliyetlerin değerlendirilmesi yönündedir¹¹⁶.

Kredi kanalının savunucularına göre para politikasının etkileri sadece faiz oranlarının genel seviyesiyle değil, aynı zamanda dışsal finans priminin büyüklüğü ile de ortaya çıkar. Dışsal finans primindeki bu tamamlayıcı hareket, tek başına faiz oranlarına başvurmak yerine para politikasının durumunun ve gücünün etkilerinin daha iyi olacağını açıklamamıza yardım eder¹¹⁷.

Kredi piyasalarındaki bilgi probleminden kaynaklanan ve “**banka kredileri kanalı**” ve “**bilanço kanalı**” olarak adlandırılan iki temel parasal aktarım mekanizması söz konusudur.

1.3.1.3.1. Banka Kredileri Kanalı

Bankalar özellikle kredi piyasalarındaki asimetrik bilgi problemlerini çözmeye uygun olduğundan, kredi kanalı bankaların finansal sistemde çok önemli bir rol oynadıkları görüşüne dayanmaktadır. Bankaların özel rollerinden ötürü borçlanmak isteyen bazı ekonomik birimler ancak bankalardan borç alarak kredi piyasalarına girebileceklerdir. Mevduatların diğer fon kaynaklarıyla tam ikamesi söz konusu olmadıkça bankanın ödünç verme kanalı şu şekilde gerçekleşmektedir: bankaların rezervlerini ve mevduatlarını artıran genişlemeci para politikası ödünç verilebilir fon miktarını artırmaktadır. Bankaların borçlanmak isteyenlere ödünç veren özel konumu veri iken ödünç verilen miktardaki bu artış yatırım harcamalarının (ve muhtemelen tüketim) artmasına neden olacaktır. Şematik olarak bu mekanizma aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$M \uparrow \Rightarrow$ banka mevduatları $\uparrow \Rightarrow$ bankanın borç verdiği miktar $\uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

¹¹⁶Bernanke and Gertler, **a.g.m.**, pp. 10-11.

¹¹⁷**A.e.**, p. 11.

Kredi görüşünün önemli bir yansıması para politikasının bankadan borçlanmaya daha fazla bağımlı olan küçük firmaların harcamalarını, kredi piyasalarına bankacılık kanalıyla değil de doğrudan hisse senedi ve tahvil piyasaları yoluyla yaklaşabilen büyük firmaların harcamalarından daha fazla etkilemekte olmasıdır. Fakat literatürde bankadan borçlanma aracılığı ile işleyen parasal aktarım mekanizmasının eskisi kadar güçlü olmadığı yönünde görüşler vardır. Ayrıca banka kredisine dayanan geleneksel girişimciliğin tüm dünyada azalması, bankaların kredi piyasalarındaki önemli rollerinin gittikçe azaldığı iddiasını desteklemektedir¹¹⁸.

1.3.1.3.2. Bilanço Kanalı

Bilanço kanalı da kredi piyasalarındaki asimetrik bilgi yapısından kaynaklanmaktadır. Firmaların net varlıkları¹¹⁹ (net worth) ne kadar düşükse, bu firmalara ödünç verildiği takdirde o kadar fazla geri dönmeyen krediler ve ahlaki çöküntü problemleri ile karşı karşıya kalınacaktır. Net varlığın düşük olması, ödünç verilen fon karşılığında alınan teminatın yetersiz olduğu anlamına gelmektedir ve böyle bir durum söz konusu olduğu takdirde geri dönmeyen kredilerden doğan kayıp da o ölçüde fazla olacaktır. ‘Geri dönmeyen krediler’ problemini artıran net varlıktaki bir düşüş, finansal yatırım harcamaları için ödünç verilen fon miktarının azalmasına neden olmaktadır. Girişimci firmanın düşük net varlığa sahip olması ayrıca ahlaki çöküntü problemini de artırmaktadır. Düşük net varlık, mal sahiplerinin küçük hisselerine sahip olması anlamına geldiğinden, söz konusu mal sahiplerinin riskli yatırım projelerine girme güduları daha yüksek olacaktır. Daha riskli yatırım projelerine girilmesi ödünç verilen fonların geri dönmesini daha imkansız kıldığından dolayı, girişimci firmaların net varlıklarındaki bir düşüş ödünç verilen fonların ve dolayısıyla yatırım harcamalarının azalmasına neden olmaktadır¹²⁰.

Bilanço mekanizması, dışsal finans priminin bir borçlunun finansal durumuna bağlı olarak ortaya çıkabileceğinin önceden tahmin edilebileceği teorik

¹¹⁸Mishkin, “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,” pp. 9-10.

¹¹⁹Bir işletmenin toplam varlıkları ile toplam borçları arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır.

¹²⁰Mishkin, “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,” pp. 10-11.

temeline dayanmaktadır. Özellikle, borç alanların likit varlıklarının ve pazarlanabilir varlıklarının toplamından oluşan net değeri büyük olduğu zaman düşük dışsal finans primi görülebilir. Daha güçlü bir finansal pozisyon veya daha büyük net değer, bir borçlunun ya daha garantili olan sorumlulukları üstlenmeyi tercih ederek ya da yatırım projelerinde ve satın alımlarında finanse edebileceği miktarı göz önünde bulundurarak, borç verenlerle ilgili potansiyel uyuşmazlığını azaltabilir. Bu basit varsayım, gerçek dünyadaki borç alanların karşılaşılabilecekleri finansal oranlar, yaptıkları ödemeler ve teminatlar gibi birçok finansal düzenlemenin temelini oluşturmaktadır¹²¹.

Borç alanların finansal pozisyonları dışsal finans primini etkilediğinden, bilançolarında oluşacak dalgalanmalar onların yatırım ve harcama kararlarını etkileyebilmektedir. Geniş bir teorik literatür, borç alanların bilançolarındaki içsel dalgalanma hareketlerin iş çevrimlerinin yayılmasını kolaylaştırabileceği görüşünü istismar etmiştir. Bu durum “**finansal çarpan**” olarak bilinen bir fenomeni ortaya çıkarmıştır. Bu yaklaşım, hane halklarının konut ve dayanıklı tüketim malı alımları ve firmaların sabit yatırım, demirbaş ve diğer faktör talepleriyle ilgili kararlarındaki nakit akımı değişikliklerini içeren birçok ampirik çalışmayla desteklenmiştir¹²².

Para politikası firmaların bilançolarını birkaç şekilde etkilemektedir. Hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olan genişletici para politikası, firmaların net varlıklarını artırarak yatırım harcamalarının ve toplam üretimin artmasına neden olmaktadır. Bilanço aracılığı ile işleyen parasal aktarım mekanizması aşağıdaki şekilde şemalaştırılabilir¹²³:

$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow$ geri dönmeyen krediler \downarrow & ahlaki çöküntü problemi $\downarrow \Rightarrow$
ödünç verilen krediler $\uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

¹²¹Bernanke and Gertler, **a.g.m.**, p. 12.

¹²²**A.e.**, p. 12.

¹²³Mishkin, “**The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,**” p. 11.

Nominal faiz oranlarını düşüren genişlemeci para politikası nakit akışını hızlandırdığından firmaların bilançolarında da iyileşmeye neden olmaktadır ve böylelikle geri dönmeyen krediler ve ahlaki çöküntü problemlerini azaltmaktadır. Neticede aşağıdaki ilave bilanço kanalı ortaya çıkmaktadır¹²⁴:

$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow$ nakit akışı $\uparrow \Rightarrow$ geri dönmeyen krediler \downarrow & ahlaki çöküntü problemi $\downarrow \Rightarrow$ ödünç verilen krediler $\uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Bu aktarım mekanizmasının önemli bir özelliği nominal faiz oranlarının firmaların nakit akışını etkilemesidir. Dolayısıyla bu faiz oranı kanalı reel faizin yatırımları etkilediği geleneksel faiz oranı kanalından farklılaşmaktadır. Bunun ötesinde kısa dönem faiz oranı da bu aktarım mekanizmasında önemli bir rol oynamaktadır çünkü firmaların nakit akışında uzun dönem borç geri ödemesinden çok kısa dönem borç geri ödemesi etkilidir¹²⁵.

Para politikasının bilanço kanalı, hem doğrudan ve hem de dolaylı olarak sadece piyasa faiz oranlarını değil, borç alanların finansal durumlarını da etkileyen merkez bankası politikalarındaki değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Mesela, sıkı bir para politikası borç alanların bilançolarını doğrudan en azından iki yolla zayıflatabilir. Birincisi, dalgalı veya kısa dönem ödenmemiş borçlara sahip olan borçluların çok olmasıyla, yükselen faiz oranları faiz harcamalarını doğrudan arttırır, borçluların finansal pozisyonunu zayıflatır ve net nakit akımını azaltır. İkincisi, düşen varlık fiyatlarıyla birlikte yükselen faiz oranları, borçluların teminatlarının değerini küçültür¹²⁶.

Sıkı para politikası aynı zamanda teminat değerlerini ve net nakit akımlarını dolaylı olarak da azaltabilir. Tüketicilerin istediğine bağlı imalat yapan bir firma varsayalım. Eğer parasal bir genişleme, sermaye maliyeti veya bilançolardan dolayı bu tüketicilerin harcamalarını azaltırsa, firmaların faiz ve ücret ödemelerini içeren

¹²⁴A.e., p. 11.

¹²⁵A.e., p. 12.

¹²⁶Bernanke and Gertler, a.g.m., pp. 12-13.

çeşitli sabit ve yarı sabit maliyetleri kısa dönemde ayarlanamazsa, firmaların gelirleri düşecektir. Firmaların fon kaynakları ve kullanımları arasındaki farklılıktan doğan finansal açıktaki artış, zaman içerisinde firmaların net değerini ve güvenilirliğini aşındıracaktır¹²⁷.

Üçüncü bir bilanço kanalı para politikasının genel fiyat seviyesini etkilemesi yoluyla işlemektedir. Borç geri ödemesi sözleşme itibariyle nominal olarak sabit olduğundan fiyat seviyesindeki beklenmeyen bir artış varlıklarının reel değerinin düşmemesi şartıyla firmaların yükümlülüklerinin reel değerini düşürmektedir (borcun yükünü azaltmakta). Dolayısıyla fiyat seviyesinde beklenmeyen bir artışa neden olan parasal genişleme reel net varlığı artırmaktadır. Reel net varlıktaki artış geri dönmeyen krediler ve ahlaki çöküntü problemlerini azalttığından yatırım harcamalarını ve toplam üretimi aşağıdaki şemada gösterildiği gibi artırmaktadır¹²⁸.

$M \uparrow \Rightarrow$ beklenmeyen $P \uparrow \Rightarrow$ geri dönmeyen krediler \downarrow & ahlaki çöküntü problemi $\downarrow \Rightarrow$ ödünç verilen krediler $\uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Kredi kanalı hakkındaki literatürün çoğu girişimci firmalarca yapılan harcamalara ağırlık verse de bu kanal aynı şekilde tüketici harcamalarına ve de özellikle konut ve dayanıklı tüketim malları harcamalarına da uygulanabilir. Parasal daralmanın neden olduğu banka kredilerindeki azalma, başka kredi kaynaklarına ulaşamayan tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını azaltmaktadır. Aynı şekilde faiz oranlarındaki artış tüketicilerin nakit akışını olumsuz yönde etkilediğinden, hane halklarının bilançolarında da kötüleşmeye yol açmaktadır.

Tüketicinin finansal sıkıntıya düşme ihtimalinin tahmin edilmesinde, bilançolsunun durumu oldukça önemlidir. Özellikle tüketiciler borçlarına nispeten daha fazla finansal varlığa sahip olduklarında finansal sıkıntıya düşme ihtimallerinin zayıf olduğunu düşüneceklerinden dolayı dayanıklı tüketim malı ya da konut harcamalarını artırmaya istekli olacaklardır. Hisse senedi fiyatları arttığında finansal

¹²⁷A.e., p. 13.

¹²⁸Mishkin, "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy," p. 13.

varlıkların değeri de artmaktadır; tüketiciler daha güvenilir finansal pozisyona sahip olduklarından finansal sıkıntıya düşme ihtimalleri düşük olduğundan dolayı, dayanıklı tüketim mali harcamaları da artacaktır. Söz konusu süreç para ve hisse senedi fiyatları aracılığı ile işleyen diğer bir para politikası aktarım mekanizmasını ortaya çıkarmaktadır:

$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow$ finansal varlıklar \uparrow finansal sıkıntıya düşme ihtimali $\downarrow \Rightarrow$ dayanıklı tüketim malları ve konut harcamaları $\uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Dayanıklı tüketim malları ve konutların likit olmaması, faiz oranlarını artırarak tüketicilere nakit akışını azaltan parasal daralmanın dayanıklı tüketim mallarına ve konuta yapılan harcamaları neden düşürdüğünün diğer bir gerekçesidir, tüketicinin nakit akışındaki azalışın finansal sıkıntı ihtimalini artırmaktadır. Finansal sıkıntı ihtimali ise tüketicilerin dayanıklı tüketim malları ve konut edinme isteklerini azaltarak bunlara yapılan harcamaların ve dolayısıyla toplam üretimin düşmesine neden olmaktadır.

Mishkin para politikası aktarım mekanizmasını değerlendirerek merkez bankasının para politikasını en iyi şekilde uygulaması açısından dört sonuç çıkarmaktadır. İlk olarak para arzının daraltılmasının ya da genişletilmesinin her zaman kısa dönemde nominal faiz oranlarında bir düşüşe ya da artışa neden olacağının iddia edilmesi tehlikeli olabilir. Merkez bankalarının çoğu kısa dönem nominal faiz oranlarını ve tipik olarak da bankalararası faiz oranlarını kullandığından, merkez bankalarının ve kamuoyunun para politikasının durumunun bir göstergesi olarak kısa dönem faiz oranlarına çok fazla ağırlık verme tehlikesi mevcuttur. İkinci olarak kısa dönem borçlanma araçlarının fiyatları hariç diğer varlık fiyatları para politikasının durumu hakkında önemli bilgiler içermektedirler çünkü söz konusu varlık fiyatları da para politikası aktarım mekanizmasının önemli unsurlarıdır. Hisse senedi fiyatları, döviz kurları, konut ve arsa fiyatları gibi diğer varlık fiyatlarının, parasal aktarım mekanizmasının önemli bir unsuru olduğu görüşü hem parasalcılar, hem Keynesyenler hem de yeni Keynesyenler tarafından benimsenmiştir. Ekonomistler arasında hangi parasal aktarma kanalının en önemli olduğu konusunda anlaşmazlıklar söz konusu olsa

da bütün ekonomistler diğer varlık fiyatlarının para politikasının ekonomiyi etkilemede önemli bir rol üstlendiğini kabul etmektedirler¹²⁹.

Üçüncü olarak kısa dönem faiz oranları sıfıra yakın olsa da para politikası zayıf bir ekonomiyi yeniden canlandırmada oldukça etkili olabilir. Açık piyasa alımı yoluyla ekonomideki likidite artırılabilir. Bu artan likidite genel fiyatlar düzeyi beklentilerinde artışa neden olarak ekonomiyi yeniden canlandırabilir¹³⁰.

Son olarak fiyat seviyesindeki beklenmedik dalgalanmalardan kaçınılmasının para politikasının en önemli amacı olması, para politikasının uzun dönemdeki en önemli amacının fiyat istikrarı olması gerektiğini doğrulamaktadır. Fiyat seviyesindeki beklenmedik dalgalanmalar üretimde beklenmeyen dalgalanmalara ve istenmeyen sonuçlara neden olabilir. Mishkin parasal aktarım mekanizmasının anlaşılmasının gelecek fiyat düzeyleri hakkındaki belirsizliği azalttığından, fiyat istikrarı amacının arzulanmasını desteklediğini belirtmektedir¹³¹. Dolayısıyla fiyat istikrarı amacına nispeten negatif bir enflasyon oranı, çok yüksek bir enflasyon oranı kadar istenmemektedir.

1.3.2. Değişken Hedefleme Stratejileri

Şayet merkez bankaları tarafından takip edilen nihai hedefler para politikası araçları ile doğrudan doğruya etkilenebilseydi, para politikasının uygulanmasında herhangi bir sorun olmazdı. Politikacılar araçlarını, nominal gelir, tam istihdam, enflasyon veya belirledikleri herhangi bir nihai hedefin seviyesini, istedikleri seviyeye uygun hale getirmek için, basitçe düzenler ve uygularlardı. Ama maalesef merkez bankaları, nihai hedefleri doğrudan doğruya değil dolaylı olarak etkileyebilmektedirler. Ayrıca, para politikası araçlarında meydana gelen değişiklikler ile bu değişikliklerin ekonomi üzerine etkileri arasında da bir zaman farkı söz konusudur. Yani, para politikasının etkilerini kısa bir süre sonunda görmek

¹²⁹A.e., pp. 10-11 ve 12.

¹³⁰A.e., p. 12.

¹³¹A.e., p. 13.

mümkün değildir. Bu etkiler ancak uzun bir süre sonunda ortaya çıkmakta ve bu da ekonomide bir belirsizliğe yol açmaktadır¹³².

Şöyle ki, aktarım mekanizmasının çok kesin olmaması, bu çerçevede para politikasının nihai değişkenleri doğrudan etkileyemiyor olması, para politikası uygulamalarında¹³³ merkez bankaları, ellerindeki para politikası araçları ile nihai hedeflere ulaşabilmek için doğrudan ve daha kısa süreli kontrol edebilecekleri bazı parasal büyüklükleri kullanırlar⁴⁷. Para politikası araçları ile nihai hedefler arasında yer alan ve ara hedefler olarak isimlendirilen bu parasal büyüklüklerin kullanılma gerekçesi yukarıda da söylediğimiz gibi para politikası araçları ile nihai hedefler arasında yakın ve doğrudan bir ilişki olmayışıdır. Oysa ara hedefler hem nihai hedeflerle hem de para politikası araçları ile yakından ilişkili değişkenler içermektedir. Kısaca, merkez bankası için ara hedefler, para politikası araçlarının nihai hedefler üzerinde istenilen etkileri yaratıp yaratmadığı konusunda bir göstergedir¹³⁴.

Bu çerçevede, aşağıda dört alternatif para politikası stratejisi; döviz kuru hedeflemesi, parasal büyüklük hedeflemesi, nominal GSMH (ya da GSYİH) hedeflemesi ve faiz oranı hedeflemesi ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

1.3.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi uzun bir geçmişi olan bir para politikası stratejisidir. Döviz kuru hedeflemesi, ülke parasının altına bağlanması (altın standardı) veya enflasyonu düşük ve istikrarlı olan gelişmiş bir ülke parasına bağlanmasıdır. Bu iki uygulama dışında daha esnek döviz kurunu ifade eden ‘yönlendirilmiş sabit parite’ (crawling peg) -döviz kurunun (güçlü bir yabancı paraya karşı) dar bir bant içinde dalgalanmasına izin verilmesi- bu hedefleme sisteminin üçüncü bir yöntemi olmaktadır.

¹³²Michael G. Rukstad, **Macroeconomic Decision Making in the World Economy**, 2nd Ed., Chicago, Dreyden Press, 1989, pp. 130-131.

¹³³Önder, **a.g.e.**, s. 33.

¹³⁴Coşkun C. Aktan, Utku Utkulu ve Selahattin Togay, **Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar için Alternatif Öneriler**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1998, s. 8.

Döviz kuru hedeflemesinde döviz kuru sabitlemesi, nominal oranların bir veya birkaç ülke parasına sabitlenmesini içermektedir. Bir kural olarak, çapa ülke düşük enflasyona sahiptir; karşılıklı ticarete önemli bir pay sahibidir ve ekonomisi daha güçlü durumdadır (Avrupa Birliği veya ABD gibi). Bu rejimde nominal döviz kuru için bir bant belirlenebilir ve oran bu bant içinde serbestçe dalgalanabilir ve merkez bankası yalnızca bant sınırının aşılması şeklinde bir tehlike olursa müdahalede bulunur. Bir döviz kuru bandı uygulandığı zaman, döviz kurundaki belirsizlikler arttığından spekülasyon sermaye akımları azalma gösterir ve bu da para politikasının özerkliğini artırır. Daha esnek döviz kurunu ifade eden yönlendirilmiş sabit parite (Crawling peg) yani döviz kuru sisteminde seçilmiş bazı ekonomik göstergelere göre zaman zaman ayarlamaların yapılması, döviz kuru hedeflemesinin bir diğer şeklidir. Bu uygulamada kur, çok dar bir bant içerisinde hareket etmekte ve bu banttan sapmalara izin verilmemektedir¹³⁵. Sabit döviz kuru rejimindeki bu değişiklik, reel oranları, ülke içindeki üretimin rekabet fiyatında aşınmaya neden olabilecek aşırı bir güçlenmeden korumaktadır.

Basit ve kolayca anlaşılabilen yapısından dolayı, döviz kuru hedeflemesi geçmişte, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde popülerlik kazanmıştır. Döviz kuru hedeflemesi, enflasyon oranını uluslararası ticarete konu olan mallar için sabitlemekte ve para politikası yönetimi için otomatik bir kural ortaya koyarak zaman tutarsızlığı probleminden kaçınılmasına olanak tanımaktadır. Böylece enflasyonun doğrudan kontrol altında tutulmasına yardımcı olmaktadır¹³⁶.

Döviz kuru hedeflemesinin avantajları:

1. Döviz kuru hedefinin nominal çapa olarak kullanılması, yurt içi fiyat düzeyini uluslararası ticarete konu malların fiyatlarına sabitler, böylece enflasyon kısmen kontrol altına alınmasına katkıda bulunur,

¹³⁵Sebastian Edward and Miguel A. Savastano, "Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?" **NBER Working Papers**, No. 7228, July 1999, p. 7.

¹³⁶Ferya Kadioğlu, Nilüfer Özdemir ve Gökhan Yılmaz "Inflation Targeting in Developing Countries," **The Central Bank of The Republic of Turkey Research Department Discussion Paper**, September 2000, p. 5.

2. Döviz kuru hedefi güvenilir olursa, çapa olarak kabul edilen ülkedeki enflasyon oranına göre enflasyon beklentileri çapa kabul edilebilir,
3. Döviz kuru hedefi, para politikasının yönetiminde zaman tutarsızlığı probleminden kaçınmak için otomatik bir kural ortaya koyar. Döviz kuru hedefi, ülke parasında bir değer kaybı eğilimi olduğu zaman sıkı bir para politikası veya ülke parasında değer kazanma eğilimi olduğu zaman gevşek politikalar uygulanması için baskı yapar,
4. Döviz kuru hedefi basit ve açıktır, halk tarafından kolaylıkla anlaşılır¹³⁷.

Para talebinin ve paranın dolaşım hızının istikrarsızlığı ve bu nedenle tahmin edilmesinin güçlüğü, ülkeleri nominal çapa olarak döviz kurunu tercihe yöneltmiştir. Döviz kurunu tercihin diğer bir nedeni kronik enflasyonun ekonomide dolarlaşma oranını artırmasıdır. Bu durumda para arzının kontrolü de güçleşmektedir. Döviz kuru hedeflemesinin diğer bir avantajı da geleceğe dönük olarak belirlenen kur patikasının, ücret ve finansal sözleşmelerde etkin olan enflasyonist beklentileri yönlendirmesidir.

Sanayileşmiş ülkelerden Fransa ve İngiltere’de enflasyonun kontrol altına alınmasında döviz kuru hedeflemesi başarıyla kullanılmıştır. Bu ülkeler yerli paralarını Alman Markı’na bağlayarak enflasyonu düşürmeyi amaçlamışlardır. 1987’de Fransa döviz kurunu Marka bağladığında enflasyon oranı yüzde 3 idi ve bu oran Almanya’daki cari enflasyonun iki puan üzerinde idi. 1992’ye gelindiğinde Fransa’da enflasyon oranı yüzde 2’nin de altına düştü. 1996 yılında her iki ülkede de enflasyon oranı yüzde 2 idi. İngiltere’de de 1990 yılında Sterlin Marka bağlandı. 1992 yılına gelindiğinde enflasyon oranı İngiltere’de yüzde 10’dan yüzde 3’e gerilemişti. Arjantin’de ise 1990 yılında ‘Para Kurulu’ oluşturularak yeni Pesos/ABD doları kuru 1/1 ile sabitlendi. Arjantin’de 1989 yılında yüzde 1000 olan enflasyon oranı, 1994 yılı sonunda yüzde % 5’in altına gerilemişti¹³⁸.

¹³⁷Frederic S. Mishkin, “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes,” **NBER Working Paper Series**, No. 6965, February 1999, pp. 2-3.

¹³⁸A.e., pp. 3-4.

Döviz kuru hedeflemesiyle başarılı sonuçlar kaydedilmesine rağmen sistem ciddi sorunlar da taşımaktadır. Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıldığı programların ilk dönemlerinde ekonomide canlanma gözlenmekte, ancak daha sonra bunu ekonomik durgunluk izlemektedir. Yerli paranın aşırı değerlenmesi sonucunda dış ticaret ve cari işlemler dengesi ciddi ölçüde bozulmaktadır. Ticarete konu olmayan malların fiyatlarında ortaya çıkan artış sonucunda genel fiyat seviyesinde beklenen ölçüde düşme gerçekleşmemektedir. Bu durumda enflasyon oranının devalüasyon oranına yakınsaması gecikmektedir¹³⁹. Türkiye ekonomisinde 2000 yılında uygulanan program döneminde yaşanan gelişmeler ve programın finansal krizlerle sonuçlanması bu sürece örnek teşkil etmektedir.

Döviz kuru hedeflemesi, ülkenin para politikası uygulamalarına önemli boyutta kısıtlamalar getirmektedir. Sermaye hareketlerinin serbest olması halinde faiz oranları, kur çapasının bağlandığı ülkede geçerli faiz oranlarıyla yakından ilişkili hale gelmekte ve para yaratım süreci çapa ülkedeki para arzı artışına bağlanmaktadır. Böylece para politikası, yurt içi piyasalarda ortaya çıkan arz ve talep şoklarına karşı alınacak önlemlerde kullanılamamaktadır. Para politikası uygulamalarında serbestliğin bu şekilde yitirilmesi ekonomik büyümeyi de olumsuz yönde etkilemektedir.

Mishkin, yükselen piyasalarda¹⁴⁰ döviz kuru hedeflemesi uygulamalarının finansal kırılganlıkları artırdığını ve ekonominin ciddi boyutta finansal krize girme riskini yükselttiğini vurgulamaktadır. Bunun nedenleri olarak; sistemin yerli parayı dış spekülasyon ataklara açık bırakması; döviz kurunun değer yitirmesi ve devalüasyon riskinin artması; bu durum karşısında özellikle yükselen piyasalarda gerçekleşen ve beklenen enflasyonun yükselmesi, bunun da faiz oranlarını yükseltmesi; diğer

¹³⁹Erdinç Telatar, “İstikrar Programlarında Nominal Çapa Seçimi ve Uygulama Sonuçları,” **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 18, Sayı. 2, 2000, s. 478.

¹⁴⁰Yükselen piyasalar (emerging markets) kavramı, günümüzde “az gelişmiş ülkeler” tanımının yerine kullanılan bir kavramdır. Bu gelişme az gelişmişliğin bir sorun olmaktan çıktığını, az gelişmiş olan ülkelerin de artık yükselen piyasalara dönüştüğü anlamına gelmektedir. Erinç Yeldan, “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler,” **Praksis Dergisi**, Sayı. 7, Yaz 2002, ss. 19-20. Yükselen piyasalar grubunda; Çin, Tayvan, Hong Kong, Endonezya, Filipinler, Singapur, Tayland, Vietnam, Hırvatistan, Romanya, Malezya, Slovakya ve Estonya gibi ülkeler yer almaktadır.

tarafından bu gelişmeler karşısında firmaların borç yükünün ve faiz ödemelerinin artması, nakit akımlarının bozulması, bankaların bilançolarının olumsuz yönde etkilenmesi sayılmaktadır. Bütün bu gelişmeler reel sektörü de olumsuz yönde etkilemektedir¹⁴¹.

Döviz kuru hedefinin bir diğer dezavantajı da, döviz kuru hedeflemesinin para politikasının günlük durumu ile ilgili bilgi sağlamasını ortadan kaldırmasıdır. Bir döviz kuru hedefi rejimi altında merkez bankaları başarılı bir spekülasyon atak meydana geldiği zaman, farkına varılmayan genişletici politikalar izlenir. Bu çerçevede, özellikle yükselen piyasalarda merkez bankası bilançolarının şeffaf olmaması bankanın faaliyetlerinin izlenmesini güçleştirmekte, zaman tutarsızlığı sorununun artmasına neden olmaktadır¹⁴².

1.3.2.2. Parasal Büyüklük Hedeflemesi

Parasal büyüklük hedeflemesi, uzun dönemde fiyatların para arzı artışından etkilenmesi teorik bulgusuna dayanmakta olup, para arzının temel politika hedefi olarak kullanılması şeklinde ifade edilebilir. Parasal büyüklük hedeflemesinin bileşenleri para politikasının uygulanmasında parasal büyüklüklerin dikkate alınması, halkın enflasyon beklentilerine rehber olması için parasal büyüklüklere ilişkin hedeflerin ilan edilmesi ve parasal hedeflerden büyük sapmaların engellenmesi için sınırlı hesap verebilirliğin varlığıdır. Bu tür politikaların amacı parasal büyüklükleri kontrol altına almak yoluyla fiyat istikrarının sağlanmasıdır¹⁴³.

Parasal büyüklük hedeflemesine ilişkin politikalarda bu amaç doğrultusunda parasal tabandan başlanarak değişik para stokları veya kredilerle ilgili büyüklükler hedeflenebilir. Bu tür politikalarda hedef değişken büyüdükçe merkez bankalarınca kontrol edilebilirliği azalmakta, günlük olarak da izlenmesi zorlaşmaktadır. Buna

¹⁴¹Ayrıntılı bilgi için bkz. Frederic S. Mishkin, "Strategies for Controlling Inflation," **NBER Working Paper Series**, No. 6122, August 1997, pp. 8-38. ve Mishkin, "**International Experiences with Different Monetary Policy Regimes**," pp. 1-46.

¹⁴²Mishkin, "**International Experiences with Different Monetary Policy Regimes**," p. 11.

¹⁴³Svensson, "**Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule**," pp. 636-637.

karşın, hedef değışkenin büyümesi halkın her kesimi tarafından izlenebilmesini kolaylaştırmaktadır.

ABD, Japonya veya AB gibi gelişmiş ülkelerin döviz kuru hedeflemesi için fazla büyük olmaları ve bu ülke ekonomileri için nominal bir çapa olarak bağlanacak döviz kuru bulunmadığı için döviz kuru hedeflemesi stratejisi uygun bir seçim olmamaktadır. Bu yüzden bu ülkeler diğer para politikası stratejilerine bakmak zorunda kalmışlardır. Bunlardan birisi de Parasal büyüklük hedeflemesidir. Parasal büyüklük hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesine göre temel avantajı merkez bankasının para politikasını ekonominin gereklerine göre uyarlayabilme şansına sahip olmasıdır. Bu sistem altında merkez bankası, toplam üretimde oluşan dalgalanmalara reaksiyon gösterebilir. Parasal hedefler, halka ve piyasalara enflasyonu kontrol altında tutmak amacındaki para politikasının yönü hakkında anında sinyaller gönderebilir. Bu sinyaller enflasyon beklentilerinin ve dolayısıyla enflasyonun düşürülmesine yardımcı olurlar. Parasal büyüklük hedeflemesi aynı zamanda düşük enflasyonu koruyan para politikası için sınırlı da olsa hesap verilebilirliğin olması avantajına sahiptir ve bu yüzden zaman tutarsızlığı içine düşmemeleri için parasal politika yapıcılara yardım eder¹⁴⁴.

Parasal büyüklük hedeflemesinin işlemesi iki koşula bağlıdır: Amaç değışken (enflasyon veya nominal gelir) ile hedeflenen parasal büyüklük arasında tahmin edilebilir bir ilişki olması gerekmektedir. Eğer para talebi veya paranın dolaşım hızı istikrarsız ise parasal büyüklük ile amaç değışken arasındaki ilişki zayıflar, sistem çalışmaz. Buna ek olarak merkez bankasının para politikası araçlarını kullanırken hedeflenen parasal büyüklük üzerinde kontrolünün olması gerekmektedir. Diğer bir deyişle, para politikası, nihai hedefe ulaşma doğrutusunda ara hedeflerini etkin bir biçimde kullanabilmelidir¹⁴⁵. Bu yapılamaz ise parasal büyüklükler, para politikalarının yönü hakkında gerekli sinyalleri piyasalara veremezler. Bu iki koşulun sağlanamaması nedeniyle parasal büyüklük hedeflemesi

¹⁴⁴Mishkin, “**International Experiences with Different Monetary Policy Regimes,**” pp. 12-13.

¹⁴⁵Almila Karasoy, Mesut Saygılı ve Cihan Yalçın, “Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri,” **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, No. 9801, Mart 1998, ss. 6-7.

uygulayan ülkelerde hedef bandın her iki yönde aşılmasına izin verilmek zorunda kalınmıştır¹⁴⁶. Ayrıca bu sorun Parasal büyüklük hedeflemesinin, para politikasının şeffaflığını artıran ve merkez bankasını halka karşı sorumlu tutacak olan bir iletişim mekanizması olabilmesi hakkında şüphelere neden olmuştur.

Parasal büyüklük hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin ortak uygulama sonuçları şunlardır¹⁴⁷:

1. Enflasyon oranının para arzı artış oranına yavaş yakınsaması,
2. Yerli paranın reel olarak değer kazanması,
3. Dış ticaret ve cari işlemler dengelerine net bir etkinin gözlenmemesi,
4. Başlangıç dönemlerinde yurt içi reel faiz oranlarının yükselmesi ve bununla birlikte ekonomik aktivitede kaydedilen daralma olmaktadır.

Parasal büyüklük hedeflemesi 1970 ve 1980'li yıllarda ABD, Almanya, İsviçre ve Fransa'nın, dar tanımdan geniş tanıma doğru, uygulamış oldukları politikalar örnek verilebilir. Gelişmiş ve derin mali sistemlere sahip bu ülkeler enflasyon konusunda sorun yaşamamaları nedeniyle yeni bir politika arayışı içinde olma gereği duymamışlardır. Oysa bu tür politikalarda fiyat istikrarının sağlanması hususunda istenilen sonuçların elde edilemediği Yeni Zelanda, İngiltere ve Kanada gibi ülkelerde yeni politika arayışları yaşanmıştır. Kanada, 1975-1982 yılları arasında M1 para arzını hedeflerken Yeni Zelanda, 1985 yılında parasal tabanı kontrol etmeyi amaçlamıştır. Her iki ülke de mali serbestleşme ve mali araçlardaki yenilikler nedeniyle söz konusu politikada başarısız olurken İngiltere 1990 öncesi uyguladığı parasal büyüklük hedeflemesi ve 1990-1992 döneminde dahil olduğu Döviz Kuru Mekanizması (ERM) uygulamalarında farklılık arz etmesi nedeniyle başarısız olmuştur¹⁴⁸. Parasal büyüklük ile amaç değişken arasındaki ilişkide artan istikrarsızlık, para talebindeki önemli dalgalanmalar, para arzının yetersiz kontrolü ve sistemin ciddi olarak uygulanmaması nedeniyle, 1980'lerin başlarında Parasal

¹⁴⁶Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," p. 13.

¹⁴⁷Telatar, **a.g.m.**, s. 476.

¹⁴⁸Malatyali, **a.g.e.**, s. 3.

büyükölük hedeflemesi uygulaması bu üç ölke tarafından terk edilmiştir. Diğer taraftan, Almanya ve İsviçre’de ise Parasal büyükölük hedeflemesinden başarılı sonuçlar alınmıştır. Bu başarının, söz konusu iki ölkede Parasal büyükölük hedeflemesi uygulamasında parasalcı Ortodoksluğa bağlı kalınmamasından, temelde uzun vadeli yaklaşımın benimsenmesinden ve sistemin enflasyonun kontrolüne odaklanan para politikası stratejisinin bir iletişim yöntemi olarak görölmesinden kaynaklandığı ileri sürölmemtedir¹⁴⁹.

1.3.2.3. Nominal GSMH (ya da GSYİH) Hedeflemesi

Değişen paranın dolanım hızının dikkate alınmasına müsaade eden parasal kurallar arasında GSMH kuralı önemli bir yer tutmaktadır¹⁵⁰. Nominal GSMH (ya da GSYİH) düzeyi hedeflemesini savunan iktisatçılara göre, para politikası sadece nominal GSMH artış oranını belirler, bu değerin enflasyon ve reel büyüme arasındaki dağılımını etkileyemez. Hedefleme kuralı, uygun zaman diliminde nominal GSMH tahminini hedef değerine yaklaştıracak politika aracının belirlenmesi ve kullanılmasıdır¹⁵¹. Kural nominal GSMH’nın seyri için her zaman önceden tanımlanırsa, politika fiyat düzeyindeki değişiklikler ve üretim arasında bir trade-off’u kabul etmektedir. Bunun anlamı, fiyat düzeyini yüzde 5 artıracak bir arz şoku karşısında, reel GSMH’nın yüzde 5’lik azalmasının gerekliliğinin kabul edilmesidir¹⁵².

Nominal GSMH’nın hedeflendiği varsayıldığında, para politikası her dönem GSMH’yı tespit edilen patıkaya getirmek için seçilecektir. Paranın işleyişindeki gecikmeler veri iken ve cari para arzı artışı cari nominal GSMH üzerinde küçük etkilere sahip olduğunda bu tür bir politika araç istikrarsızlığına ve para arzı stokunda gittikçe artan dalgalanmalara neden olabilir. Dolayısıyla nominal GSMH kuralının parasal artışın değişkenliğini artırarak bazı maliyetler yüklediği hesaba katılmalıdır.

¹⁴⁹Mishkin, “**International Experiences with Different Monetary Policy Regimes,**” p. 14.

¹⁵⁰Stanley Fischer, **Rules Versus Discretion in Monetary Policy**, Volume 2: Handbook of Monetary Economics, Ed. by Barry M. Friedman and F. Horace Hahn, North-Holland, Elsevier Science Publishers, 1990, p. 1158.

¹⁵¹Svensson, “**Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule,**” p. 636.

¹⁵²Fischer, **a.g.e.**, p. 1158.

GSMH hedeflemesi ile parasal otorite her dönem para arzı artış oranı hedefi yerine nominal GSMH için bir hedef ilan etmektedir. Kamuoyu nezdinde haklı çıkarılmış bir GSMH hedefi, para otoritesine parasal artışı dönem içindeki dolanım hızı değişikliklerine karşılık olarak ayarlama inisiyatifi veren bir stratejidir. Bunun mümkün olması ise para otoritesinin dolanım hızını doğru tahmin etmesine bağlıdır. Ancak, GSMH hedeflemesinde ilk önemli sorun bu değişkenin birçok ülkede çeyrek dönemler itibariyle yayımlanmasıdır. Hedefe yaklaşacak politikanın etkisi de uzun bir gecikmeyle hissedilmektedir. Ekonomide nihai hedef fiyat istikrarı olduğu için GSMH hedeflemesi fiyat istikrarı hedefiyle çelişebilmektedir¹⁵³.

Parasal büyüklük hedeflemesi ve nominal GSMH hedeflemesindeki ortak sorun ise şudur: para veya nominal GSMH, enflasyonu belirleyen tek değişken olamazlar. Bu anlamda seçilen para politikası aracının enflasyonu, para veya nominal GSMH üzerinden etkilemesi deneysel bulgularla desteklenen bir olgu değildir. Parasal iletim mekanizması çok daha karmaşıktır ve sistemde para veya GSMH'nın başat rollerini görmek mümkün değildir. Para veya nominal GSMH, enflasyonun en iyi tahmin edicileri değildir ve bu değişkenlerde istikrarı sağlamak fiyat istikrarı için gerekli ancak yeterli koşul olmamaktadır.

1.3.2.4. Faiz Oranı Hedeflemesi

Bilindiği gibi faiz oranı siyasi müdahalelere en açık bulunan bir değişken özelliğini taşır. Şayet merkez bankaları bağımsız değilse, faiz hadlerini ara hedef olarak etkin bir biçimde yönlendirebilmesi güçleşecektir. Bu bakımdan bu hedef değişkenin enflasyon için iyi bir gösterge olabilmesi bağımsız bir merkez bankasının varlığıyla gerçekleşebilir. Zira para politikasının, siyasi ifadenin çıkarları yönünde kullanılması amacıyla gelebilecek telkin ve taleplere, ancak bağımsız bir merkez bankası karşı koyabilir. Aksi halde, baskılara açık bir faiz politikası hedef değişken gücünü yitirir¹⁵⁴.

¹⁵³Malatyalı, a.g.e., s. 9.

¹⁵⁴Oktar, a.g.e., s. 25.

Üstelik monetarist iktisatçılar tarafından da savunulduğu gibi, faizin oynak bir parametre olması ve dışsal faktörlerin etkisi altında bulunması faiz oranının ara hedef olarak belirlenmesinde ciddi bir engel oluşturmaktadır. Çünkü böyle bir durumda iktisadi bireylere yanlış bilgi akışı söz konusu olacaktır. Kaldı ki, faiz oranlarının istikrara kavuşması parasal hedefin istikrara kavuşması anlamına gelmez. Nominal faizler istikrar içindeyken fiyat bekleyişlerinin değişmesi sonucu reel oranlar değişebilir ve dengeler bozulabilir¹⁵⁵.

Bu nedenle, faiz oranının bir ara değişken olarak değeri sınırlıdır ve pek anlamlı değildir. Nitekim birçok ülkede para politikasının ara hedefi olarak seçilen faiz hadleri beklenen sonuçları vermemiştir. Faizler ara hedef olarak kullanıldığında kısa dönemli faizlerin nihai hedefle ilişkisinin zayıf olması, uzun dönemli faizlerin nihai hedefle ilişkisi olmasına rağmen merkez bankasının kontrolünde olmaması faizlerin ara hedef olarak alınmasını güçleştirmiştir¹⁵⁶.

¹⁵⁵A.e., ss. 25-26.

¹⁵⁶Martha De Melo and Cevdet Denizer, "Monetary Policy During Transition: An Overview," **IBRD Policy Research Working Paper Series**, No: 1706, January 1997, p. 3.

İKİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN KURAMSAL ÇERÇEVESİ VE UYGULAMA YÖNÜ

İktisat literatürüne, 1960'ların sonlarından itibaren yapılan teorik ve ampirik düzeydeki katkılar ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin 1970'li ve 1980'li yıllardaki deneyimlerinin gösterdiği pratik kanıtlar, hasıla ve istihdamı sürdürülebilir düzeylerinin üzerine çıkarmaya yönelik aktif para politikalarının, bu amacı gerçekleştirmek bir yana, enflasyonun daha da artmasına neden olacağını açık bir şekilde ortaya koymuştur. 1970'li ve 1980'li yıllarda uygulamış oldukları parasal büyüklük ya da nominal döviz kuru hedeflemesine yönelik para politikaları uygulamalarından fiyat istikrarının sağlanması açısından, gelişen liberizasyon şartlarının da etkisiyle, tatminkar sonuçlar elde edemeyen ülkelerin bir kısmı 1990'lı yılların başından itibaren parasal politikalarına bir çerçeve olmak üzere enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmişlerdir. Enflasyon hedeflemesi, **“düşük ve istikrarlı bir enflasyona ulaşmayı ve bunu korumayı isteyen bir ülkede para politikasının temel hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiği”** şeklinde bir önermeden doğmaktadır¹⁵⁷.

1990'lı yıllarda parasal otoriteler enflasyonun kontrol edilmesine gittikçe daha fazla önem vermişlerdir. 1990 ve 1992 yıllarından başlayarak sanayileşmiş ülkelerden Yeni Zelanda (Mart 1990), Kanada (Şubat 1991) ve İngiltere (Ocak 1992), enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayarak bu amaçlarını güçlendirmişlerdir¹⁵⁸. İsveç ve İsrail de enflasyon hedefleri ilan etmişlerdir. Şimdi Avrupa Merkez Bankası

¹⁵⁷Mishkin, “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes,” pp. 18 ve 19.

¹⁵⁸Donald T. Brash, “Inflation Targeting: New Zealand's Experience Over 14 Years,” **North American Journal of Economics and Finance**, Vol. 73, February 2002, p. 1.

içerisinde yer alan Almanya'nın açık resmi bir enflasyon hedefi bulunmamaktadır¹⁵⁹ fakat Bundesbank uzun zamandır düşük enflasyona öncelik vermiştir ve parasal büyüme için belirlediği resmi hedeflerini formüle etmede kullandığı resmi olmayan enflasyon amacını kamuoyuna duyurmuştur. Fransa ve İtalya da aynı şekilde enflasyon amaçlarını sayısal olarak ilan etmeye başlamıştır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin diğer teşvik unsurları çok çeşitlidir. İngiltere ve İsveç gibi ülkelerde, sabit döviz kuru uygulamasının sona ermesi, parasal otoritelerin kamuoyuna para politikasının istikrarlılığının devam edeceğini garanti etmek için, para politikasının yürütülmesinde alternatif bir “nominal çapa” aramalarına neden olmuştur. Sabit döviz kuru rejiminin sona ermesi, aynı şekilde 1970'lerin ortalarında Almanya'nın parasal yaklaşımı kabul etmesini teşvik etmiştir. Kanada gibi diğer bazı ülkeler parasal hedefleme stratejisini kullanmadaki başarısız girişimlerinden sonra, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamışlardır.

Para politikasında enflasyon hedeflemesinin önem kazanması değişen ekonomik ortama doğal bir tepki şeklinde ortaya çıkmıştır. Makroekonomik teorideki gelişmeler de enflasyon hedeflemesi rejiminin artan popüleritesinde rol oynamıştır. Bu gelişmeler: konjonktür karşıtı aktif para politikasına duyulan güvenin azalmasını; Phelps ve Friedman'ın para politikasının uzun dönemde sadece fiyatları etkilediğini savunan ve üretim (ya da istihdam) ile enflasyon arasında, uzun dönemde bir değişimin olmadığı konusundaki yaygın kabul gören görüşleri¹⁶⁰; Calvo, Kydland ve Prescott ile Barro ve Gordon'un para politikasında güvenilirlik ve önceden taahhüdün önemini

¹⁵⁹Tam bir enflasyon hedefi olmamasına rağmen Avrupa Merkez Bankası “fiyat istikrarının orta vadede sağlanacağından” ve “...para politikasının orta dönemli yönlendirmesinin ölçülebilir tepkilere müsaade etmesi açısından önemli olduğundan” emin olduğunu belirtmiştir. Marianne Nessen, “Targeting Inflation Over the Short, Medium and Long Term,” **Journal of Macroeconomics**, Vol. 24, 2002, pp. 313-314 ve ECB, **Monthly Bulletin**, January 1999, (Çevrimiçi) <http://www.ecb.int> p. 47. Özellikle, merkez bankalarının çıktı değişkenliğine açık bir şekilde karşı çıktıkları durumlarda, bu tür açıklamalar genelde “esnek” enflasyon hedeflemesinin göstergesidir.

¹⁶⁰E. S. Phelps ve M. Friedman, birbirlerinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarda, ekonomik birimlerin beklentilerine yer verilmemesi nedeniyle Phillips eğrisi analizini eleştirmekte ve analize enflasyonist beklentilerin dahil edilmesi halinde, işsizlikle enflasyon arasında uzun dönemli bir değiş-tokuş ilişkisinin mümkün olmadığını ileri sürmektedirler. Edmund Phelps, “Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time,” **Economica**, Vol. 34, No. 135, August 1967, pp. 255-256. ve Milton Friedman, “The Role of Monetary Policy,” **American Economic Review**, Vol. 58, No. 1, March 1968, p. 11.

belirten teorik görüşleri¹⁶¹; düşük enflasyonun uzun dönem ekonomik büyümeyi ve etkinliği artıracığı önerisinin kabulünü içermektedir.

Enflasyon amacına yönelik güvenilir bir enflasyon hedefi taahhüdünün, para politikasının potansiyel enflasyon eğilimini ortadan kaldıracığını iddia eden teorik literatür, enflasyon hedeflemesi rejiminin desteklemektedir. İlgili literatürde örneğin doğal işsizlik oranı altında bir işsizlik oranı hedefi dolayısıyla, ayarlanabilir para politikasının optimal enflasyon oranından daha yüksek bir enflasyon oranına yol açacağı iddia edilmektedir. Enflasyon hedefi merkez bankasının amaç fonksiyonunu uygun tanımlayarak, merkez bankasının bu tür politikalar uygulama istemini ortadan kaldırabilir. Enflasyon hedeflemesi rejimi ve beraberinde gelen artan şeffaflık ve sorumluluk merkez bankasının para politikası araçlarını belirleme kabiliyetine herhangi bir kısıtlama getirmeksizin, enflasyon hedefinin devam ettirilmesi için gerekli olan merkez bankası bağımsızlığını artırabilir.

Bu çerçevede, aşağıda enflasyon hedeflemesi rejiminin tanımı ve kapsamı; uygulanmasına yönelik operasyonel konulardaki tartışmaları da içerecek şekilde önkoşulları ve diğer Stratejik gereklilikleri; genel kabul gören avantaj ve dezavantajları ile bazı teknik konulara değinilecektir.

2.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN TANIMI

Enflasyon hedeflemesi; belirlenmiş bir enflasyon oranı için belirli bir tarih veya dönemde gerçekleştirilmek üzere resmi bir hedef ya da hedef aralığının ilan edilerek taahhüt edilmesi ve para politikasının en önemli amacının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı sürdürmek olduğunun vurgulanması ve bu vurgunun para

¹⁶¹Ayrıntılı bilgi için bkz. Kydland and Prescott, **a.g.m.**, pp. 35-55; Calvo, a.g.m., pp. 73-95. ve Barro and Gordon, **a.g.m.**, pp. 589-610.

otoritesince de benimsenmesi şeklinde tanımlanabilen bir para politikası uygulamasıdır¹⁶².

Mishkin'e göre bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi rejimi beş ana unsuru içinde barındırmaktadır¹⁶³:

1. Enflasyon için orta vadeli sayısal bir hedefin kamuoyuna ilan edilmesi,
2. Para politikasının birincil, temel amacının (primary goal) fiyat istikrarı olarak belirlendiğinin kurumsal taahhüdü (diğer amaçlardan büyüme ve yüksek istihdam bunun gerisinde kalır),
3. Para politikası araçlarının belirlenmesinde sadece parasal büyüklükler veya döviz kurlarının değil, birçok değişkeni içeren bilgilere dayalı bir stratejinin izlenmesi,
4. Merkez bankasının amaçlarına, aldığı kararlara ve bunların nedenlerine ilişkin olarak kamuoyunu düzenli olarak bilgilendirmesi, iletişim kurması yani şeffaf bir para politikası izlemesi,
5. Merkez bankasının enflasyon amaçlarına ulaşılmasında hesap verebilirliğinin artırılması.

Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejimi doğası gereği geleceğe dönük bir yaklaşım olduğu için etkin, tutarlı çalışan bir tahmin modelini gerektirmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, belli bir politika kuralı olmaktan ziyade para politikasının geniş bir çerçevede ele alınmasını gerektirir. Enflasyon hedeflemesi, diğer para politikası stratejilerinden daha sistematik ve rasyonel bir para politikası

¹⁶²Enflasyon hedeflemesinin tanımı oluşturulurken adı geçen kaynaklardan yararlanılmıştır. Edward M. Gramlich, "Inflation Targeting," **The Federal Reserve Board Speech**, January 2000, pp. 1-9, Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries," **NBER Working Paper Series**, No. 7618, March 2000, pp. 1-12, Javier R. Altamirano, "Inflation Targeting and Policy Rules as Information Variables for Small Open Economies. The Case of Mexico: An Example," **Seminar at Texas A&M University**, May 2000, pp. 1-39. ve Norman V. Loayza and Raimundo Soto, "Ten Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges," **Central Bank of Chile Working Papers**, No. 131, November 2001, pp. 1-21.

¹⁶³Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries," pp. 1-2.

taahhüdüdür¹⁶⁴. Enflasyon hedeflemesi rejiminde amaç, para politikasının siyasi çıkarlar doğrultusunda kısa vadeli getiriler elde etmek için bağlayıcı olmayan biçimde inisiyatif kullanarak, genişletici nitelikte uygulanmasını engellemektir. Çünkü bu tür politikalardan uzun dönemde elde edilen sonuç sadece yüksek enflasyon olmaktadır. Bu nedenle sistem fiyat istikrarına yönelik olarak kurumsal taahhüt içermektedir. Para politikası uygulamalarında şeffaflık sağlanarak “bağımsız” merkez bankasının kamuoyuna ve hükümete karşı sorumluluğu ve hesap verebilirliği tesis edilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin mantığı parasal aktarım mekanizmasına (monetary transmission mechanism) dayanır¹⁶⁵. Burada para politikasının toplam talep ve beklentiler kanallarıyla enflasyonu etkilemesi söz konusudur. Para politikası, toplam talebi kısa dönem reel faiz oranlarına etkisi yoluyla ve gecikmeyle etkiler. Toplam talepte enflasyonu diğer bir gecikmeyle, toplam arzla olan yeni dengesiyle etkiler. Beklentiler kanalında ise para politikası, enflasyonist beklentileri ve dolayısıyla enflasyonu piyasalarda ücret ve fiyatlara ilişkin karar alma sürecindeki rolüyle etkiler. Açık ekonomide döviz kuru kanalını da bu aktarım mekanizmasına ilave etmek gerekir. Çünkü döviz kuru yerli-yabancı mallar arasındaki nispi fiyat yapısını etkileyerek bu mallara olan iç-dış talep üzerinde etkin olur ve bu süreçte özellikle tüketici fiyatlarını etkiler¹⁶⁶.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamaya konulabilmesi için öncelikle para otoritesinin bu parasal aktarım mekanizması hakkında belli bir yaklaşımı olmalıdır. Para politikası araçlarının toplam talep ve dolayısıyla enflasyon üzerindeki etkileri para otoriteleri tarafından iyi anlaşılmalıdır. Bu, hem para otoritelerinin karar alma süreçlerinde gerekli olan bir önkoşuldur, hem de uygulamalarının enflasyon dinamiklerini nasıl etkilediklerini sınamaları açısından önem arz etmektedir.

¹⁶⁴Guy Debelle, “Inflation Targeting in Practice,” **IMF Working Paper**, No. 97/35, March 1997, p. 7.

¹⁶⁵Para politikasının aktarım mekanizmaları, birinci bölümde “Para Politikası Kuralları ve Değişken Hedefleme Stratejileri” başlığı altında ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

¹⁶⁶Svensson, “**Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule**,” pp. 609-611.

2.2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN ÖNKOŞULLARI VE DİĞER STRATEJİK GEREKLİLİKLERİ

Bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için diğer para politikası stratejilerinde de olduğu gibi bazı önkoşulların varlığını zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda, aşağıda önce enflasyon hedeflemesi rejiminin önkoşulları ve daha sonra da diğer stratejik gereklilikleri ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

2.2.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Önkoşulları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin, Mishkin'nin belirttiği beş ana unsura ek olarak bu rejimin uygulanabilmesi için bazı önkoşulların varlığına da gerek olduğu görülmektedir ki bunları enflasyon hedeflemesinin gizli bileşenleri olarak isimlendirmek mümkündür. Literatürde enflasyon hedeflemesinin iki önkoşulu olduğu belirtilmektedir ki bunlardan birincisi, merkez bankasının bağımsızlığı, ikincisi ise diğer parasal değişkenlere ilişkin katı bir taahhüdün bulunmamasıdır¹⁶⁷. Merkez bankasının bağımsızlığı koşulu ise örtük olarak mali baskınlığın bulunmaması (maliye politikasının disipline edilmesi) ve güçlü bir finansal sistemin varlığını içermektedir. Çünkü, aksi taktirde merkez bankasının bağımsızlığının fonksiyonel hale gelmesi mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla, söz konusu iki koşulu açık biçimde ifade ederek enflasyon hedeflemesinin şu dört önkoşulu gerektirdiği söylenebilir:

1. Merkez bankasının bağımsız olması,
2. Mali baskınlığın olmaması,
3. Güçlü bir finansal sistemin bulunması,
4. Diğer parasal değişkenlere ilişkin katı bir taahhüdün bulunmaması.

¹⁶⁷Paul R. Masson, Miguel A. Savastano and Sunil Saharma, "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries," **IMF Working Paper**, No. WP/97/130, October 1997, pp. 7-8.

2.2.1.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için sağlanması gereken önkoşullardan birincisi, merkez bankasının bağımsızlığıdır. Merkez bankası bağımsızlığı ile ilgili yapılan çalışmalar literatürde geniş yer tutmaktadır. Yapılan ampirik çalışmalar da merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon oranı arasında, özellikle gelişmiş ülkelerde ters yönlü belirgin bir ilişki olduğunu göstermiştir¹⁶⁸.

Merkez bankası bağımsızlığının çeşitli unsurları bulunmaktadır. Bunlar¹⁶⁹:

1. **Amaç bağımsızlığı:** Merkez bankasının temel amacını tam istihdam, fiyat istikrarı, büyüme gibi seçenekler arasından kendisinin belirleyebilmesi anlamına gelmektedir.
2. **Hedef bağımsızlığı:** Merkez bankasının seçilmiş olan temel amacı doğrultusunda bu amaca yönelik rakamsal hedefini kendisinin belirleyebilmesidir.
3. **Araç bağımsızlığı:** Merkez bankasının hedefine ulaşabilmek için hangi araçları kullanacağını serbestçe belirleyebilmesidir.
4. **Finansal bağımsızlık:** Merkez bankasının görevlerini yerine getirebilmek için yeterli mali kaynağa sahip olmasını ve kamuya mali destek sağlamamasını ifade etmektedir.

Bugün modern anlamda merkez bankası bağımsızlığı; merkez bankalarının, en azından, hedeflerine ulaşma yolunda hangi araçları kullanacağını serbestçe belirleyebilmesi; yani araç bağımsızlığına sahip olması anlamına gelmektedir¹⁷⁰. Capie, Goodhart ve Schnadt, merkez bankasının bağımsızlığı kavramını, “ana operasyonel

¹⁶⁸Söz konusu literature ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Vittorio Grilli, Donato Masciandaro and Guido Tabellini, “Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries,” **Economic Policy**, Vol. 13, October 1991, pp. 341-392, Alberto Alesina and Lawrence H. Summers. “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence,” **Journal of Money Credit and Banking**, Vol. 25, No. 2, May 1993, pp. 151-162. ve Cukierman, Webb and Neyaptı, **a.g.m.**, pp. 353-398.

¹⁶⁹TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, Ankara, 2006, (Çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesiRejimi.php, s. 7.

¹⁷⁰**A.e.**, s. 7.

araçları, hükümete danışmadan veya uygunluğunu doğrulatmadan değiştirme hakkı” olarak tanımlamaktadırlar¹⁷¹. Oktar ise merkez bankasının bağımsızlığı kavramını, “merkez bankasının para politikasını, siyasi otoritenin nüfuzuna ve tasarrufuna maruz kalmadan, kendisine verilen hedefler doğrultusunda uygulayabilme ve gerektiğinde değişiklik yapabilme esnekliğine ve inisiyatifine sahip olması” olarak tanımlamıştır¹⁷². Sonuç olarak bağımsızlık, merkez bankalarının kredibilitelerinin artması, uygulanan politikalara olan güvenin sağlanması ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi açısından temel kriterlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Uygulamada, enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerin merkez bankalarının (İsveç, İsviçre, Polonya, Meksika ve Çek Cumhuriyeti dışında) amaç bağımsızlığına sahip olmadıkları, buna karşılık araç bağımsızlığına Norveç dışında tüm ülkelerin sahip oldukları görülmektedir. Ancak Norveç’te de uygulamada tam bir araç bağımsızlığı bulunmaktadır¹⁷³.

Diğer taraftan yasal olarak araç bağımsızlığına sahip olan ülkelere İngiltere, Macaristan ve Şili’de para politikasına ilişkin toplantılara hükümeti temsil eden kişilerin katılması; Kolombiya’da ise Maliye Bakanı’nın doğrudan Komite üyesi sıfatıyla oy hakkının bulunması sebebiyle, bu ülkelerdeki araç bağımsızlığının sınırlandırıldığı düşünülmektedir¹⁷⁴.

Bu bağlamda öncelikle bağımsız bir merkez bankacılığının neden gerekli olduğunun anlaşılabilmesi için, fiyat istikrarının bir toplum için taşıdığı önemin farkında olunması gerekmektedir. Tarihsel olarak yaşanan tecrübeler sonrasında, fiyat istikrarının, makro iktisadi istikrarın, sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışının olmazsa olmaz bir önkoşulu olduğu tüm dünyada kabul görmektedir.

¹⁷¹Forrest Capie, Charles Goodhart and Norbert Schnadt, “The Development of Central Banking,” **The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England**, Ed. by Forrest Capie et al., Cambridge, Cambridge University Press, 1994, p.50.

¹⁷²Suat Oktar, **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1996, s. 84.

¹⁷³Eren Öğretmen, “Enflasyon Hedeflemesi Uygulama Özellikleri,” **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları**, Ankara, Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Temmuz 2004, s. 7.

¹⁷⁴A.e., ss. 7-8.

Bu bağlamda sağlıklı enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi ve de fiyat istikrarının sağlanabilmesi için de, merkez bankasının yasal düzenlemeler çerçevesinde tam bağımsızlığa sahip olmasını gerektirir. Buradaki bağımsız olmadan kastedilen, esasen diğer amaçlara oranla öncelik verilen fiyat istikrarının, para politikasının birincil amacı olduğuna dair kurumsal bir taahhüttür.

Bu kurumsal taahhütte, merkez bankasının bağımsızlığını içeren ve destekleyen yasal düzenlemedir. Bu bağlamda merkez bankası şu iki özelliği taşımaktadır¹⁷⁵:

1. Banka kanununda, bankanın karar alma kurulunun, politik baskılardan yeterince uzak tutacak düzenlemelere yer verilmelidir. (Hükümet üyelerinin yönetimde yer almaması, üyelerin uzun dönem için atanması ve keyfi görevden almaları karşı korunma mekanizmaları gibi)
2. Merkez bankasının görevleri arasında fiyat istikrarının sağlanması öncelikli amaç olarak belirlenmeli ve bankaya para politikası aletlerini kullanmada tam yetki verilmelidir.

Merkez bankalarının enflasyonu düşürebilme ve kredibilitiyi sağlayabilme güçleri, bağımsızlıkları ile çok yakından ilgilidir¹⁷⁶.

Merkez bankasının para politikası uygulamalarında karşılaştığı önemli problemlerden biri de, enflasyonist beklentilerdir. Bu sorunu aşabilmek, ancak, ekonomideki aktörlerin alınan kararları benimsemesi ile mümkün olabilmektedir. Para politikalarında enflasyonist eğilimi ortadan kaldırmaya yönelik kurumsal düzenleme iki temel grupta ele alınabilir. İlk yaklaşım, Rogof'un merkez bankasının başına muhafazakar bir başkanın getirilmesine yönelik yaklaşımdır. Bu yaklaşım, kısaca enflasyonun zararlarını bilen, enflasyona yol açıcı politika uygulamalarından çekinen bir merkez bankası başkanının göreve getirilmesini öngörmektedir. Diğer

¹⁷⁵Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries," p. 3.

¹⁷⁶Robert T. Parry, "Düşük Enflasyon ve MB'nin Bağımsızlığı," Çev. Suat Oktar, **Marmara Üniversitesi Uluslararası İktisadi İlişkiler Arş. ve Uyg. Mrkz. İktisat Araştırmaları Dergisi**, Cilt. 2, Sayı. 3, Haziran 1996, ss. 71-72.

ise Walsh ile Persson Tabellini tarafından geliştirilen “principal agent” (asil–vekil) yaklaşımıdır¹⁷⁷.

Her iki yaklaşımda merkez bankasının bağımsızlığı kurgusunu ön plana almaktadır. Fischer her iki yaklaşımında realist olduğunu vurgulamakta ve aralarındaki farkı şöyle özetlemektedir; muhafazakar merkez bankası başkanı yaklaşımında, merkez bankası hedef ve enstrüman bağımsızlığına sahipken, asil-vekil yaklaşımında sadece enstrüman bağımsızlığı söz konusudur¹⁷⁸.

Merkez bankalarının enflasyon hedeflemesini uygulayabilmesi, tamamen hükümet etkisinden bağımsız olmasa da, anlaşılacağı üzere enstrüman seçiminde serbestliği ve mali baskı altında olunmamasını gerektirir. Merkez bankasından, devlet borçlanmasının düşük olması veya olmaması, ulusal finansal piyasaların devlet borçlarını absorbe etmede yeterince derin olması, bir devletin senyoraaj gelirlerine dayanmaksızın geniş bir gelir bazına sahip olması, enflasyon hedeflemesi politikasının etkinliğini belirleyecektir. Eğer mali baskı varsa, mali orijinli enflasyonist baskı, merkez bankası yükümlülüğündeki para politikasını etkisizleştirecektir¹⁷⁹.

Dünya geneline ve yapılan ampirik çalışmalara bakıldığında, bağımsızlıklarına sahip olan merkez bankalarının enflasyonla daha başarılı bir şekilde mücadele ettikleri görülmüştür¹⁸⁰. Bu bağlamda, kısa vadeli siyasi manevralar yerine, uzun vadeli ve siyasi olmayan amaçlara hizmet edilmesi ve merkez bankalarının bu yönde çalışmaları mevcut başarıyı daha da arttıracaktır.

¹⁷⁷Funda Erdoğan, **Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği**, Ankara, SPK Yayınları, No: 63, 1997, s. 63.

¹⁷⁸Stanley Fischer, “Central-Bank Independence Revisited,” **American Economic Review**, Vol. 85, No. 2, May 1995, p. 202.

¹⁷⁹Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastona and Sunil Sharma, “Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy,” **IMF Economic Issue**, No. 15, 1998, p. 3.

¹⁸⁰Hakan Berument ve Bilin Neyaptı. “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız?” **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt. 14, Sayı. 165, Aralık 1999, s. 12.

Bu kadar faydalı olmasına rağmen hükümetlerin, merkez bankasına politik ve iktisadi bağımsızlığı vermekten uzak davranışlar içinde bulunmasının nedenini Don Patinkin'in belirttiği üzere, merkez bankasına tam bağımsızlık verildiğinde, banka sadece fiyat istikrarını hedefleyeceğinden dolayı hükümetin bazı beklentilerini yerine getiremeyecektir. Hükümete ait bazı mali işlerin idare edilmesi, finansman açıklarının kapatılması, özel ve kamuya ait projelerin finansmanı ve açıklarının kapatılması, bunlardan bazılarıdır. Bu etkenlerden ve bir de merkez bankalarının devletin hazinesi olarak benimsenmiş olması geleneğinden ötürü, hükümetler merkez bankalarına bağımsızlık vermekten kaçınmaktadırlar¹⁸¹.

Burada önemli olan diğer bir nokta ise, fiyat istikrarının ulusal ekonomilerde kendiliğinden gelişen doğal bir sürecin sonunda oluşmadığıdır. Çeşitli dışsal şoklar bir kenara bırakıldığında fiyat istikrarını tehdit eden başlıca iki unsur mevcuttur; Birincisi, siyasi karar alıcıların ekonomiyi hızlandırmak amacıyla koşulları oluşmadan kapasitesinin üzerinde çalışmaya zorlaması, ikincisi; hükümetlerin kamu maliyesi açığı vermeye ve bunu merkez bankası kaynakları ile finanse etmeye zaaflarının olmasıdır. Bunun doğal sonucu kısa vadede büyüme ve istihdam artışı olsa da, uzun vadede yüksek enflasyon, düşük ve oynak büyümeyle, işsizliktir. Bu bağlamda, fiyat istikrarının sağlanması ancak uzun vadeli, istikrarlı ve kararlı politika uygulamaları sonucu elde edilebilmektedir¹⁸².

Doğası gereği siyasi otoriteler kısa vadeli düşünmekte ve iktisadi programlarını bu ekseninde yapmakta ve ayrıca da çeşitli dış unsurlardan daha kolay etkilenebilmektedir. Fiyat istikrarının sağlanması ise uzun vadeli bir müdahaleyi gerektirdiğinden, bu durum bir paradoks teşkil etmekte ve kurumlar arası çatışmaya varan olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Bu durum ise iktisadi birimlerde doğal olarak bir güvensizlik ve belirsizlik oluşturmakta ve ekonominin geneli olumsuz sonuçlara maruz kalmaktadır. İşte tam bu noktada merkez bankalarının bağımsızlığının gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

¹⁸¹Don Patinkin, "Israel's Stabilization Program of 1985, Or Some Simple Truths of Monetary Theory," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 1, No. 2, Spring 1993, pp. 112.

¹⁸²**Merkez Bankası Bağımsızlığı Konulu Süreyya Serdengeçti Tarafından Yapılan Konuşma Metni**, 24 Şubat 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, ss. 2-3.

Tüm dünyada zaman içinde merkez bankalarının daha bağımsız bir yapı kazanması, bu kurumların iktisadi birimler nezdinde daha güvenilir olmalarını sağlamaları nedeniyle, fiyat istikrarına ulaşmada daha başarılı olmalarına da katkıda bulunmuştur. Daha açık ifade edilecek olursa, bağımsız bir merkez bankası, bağımlı diğer kurumsal yapı seçeneklerine göre iktisadi birimlerce daha güvenilir görülmektedir.

Güvenilirliğin süreklilik kazanması ise ancak merkez bankasının uyguladığı iletişim politikalarında ve açıklamalarında topluma karşı şeffaf, dürüst ve tutarlı bir çizgi izlemesi daha net bir ifadeyle, bir merkez bankasının topluma yapacağını söylediklerini yapmasıyla mümkündür. Merkez bankalarının kurumsal tasarımın gelişimi çerçevesinde, ön plana çıkan diğer bir unsur, araç bağımsızlığıdır. Merkez bankaları, hedeflerini gerçekleştirmeye yönelik para politikası araçlarını seçme ve uygulama kurallarını düzenleme anlamında bağımsız bir biçimde hareket etmektedirler. Bu konuda yapılan araştırmalar araç bağımsızlığının bizzat merkez bankaları tarafından bağımsız merkez bankacılığının en önemli unsuru olarak görüldüğü sonucunu vermektedir¹⁸³.

2.2.1.2. Mali Baskınlığın Olmaması

Enflasyon hedeflemesi rejiminin önkoşullarını incelerken belirtildiği gibi, merkez bankalarının bağımsızlığını kazanması gereklidir ama tek başına yeterli değildir. Dolayısıyla, esasen para politikasının diğer politikalardan özellikle de maliye politikasından bağımsız olarak düzenlenebilmesine ilişkin bir önkoşul olan merkez bankasının bağımsızlığını fonksiyonel hale getirebilmek için maliye politikalarının disiplin altına alınması gerekmektedir.

Mali disiplinin sağlanmadığı ekonomilerde kamunun borçlanma gereği merkez bankalarının temel politika enstrümanları olan faiz hadlerini etkili bir şekilde

¹⁸³TCMB, **Merkez Bankası Bağımsızlığı Konulu Süreyya Serdengeçti Tarafından Yapılan Konuşma Metni**, 24 Şubat 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, s. 7.

kullanmasını engeller. Maliye politikasının “baskın” olduğu bu gibi durumlarda merkez bankası makroekonomik hedeflerin belirlenmesinde etkisiz kalıp, piyasa operasyonlarında ise kamu dinamiklerine bağımlı hale gelmektedir. Bu özelliklere göre şekillenen ekonomik ortamda ise “enflasyon hedeflemesi” rejiminden bahsetmek olanaksızdır¹⁸⁴.

Bu bağlamda, mali baskınlığa yani maliye politikasının para politikası uygulamaları üzerinde yönlendirici veya sınırlandırıcı bir etkisinin varlığına ilişkin önemli bir belirtinin olmaması da enflasyon hedeflemesinin bir önkoşuludur. Başka bir ifadeyle, devletin senyör geliri bazının çok büyük olmaması, finansal piyasaların devlet borçlarının karşılanması için yeterli derecede derinliğe sahip olması, devlet borç ve açıklarının ve bunların finansman yöntemlerinin monetizasyon olasılığı yaratmayacak biçimde olması gerekmektedir¹⁸⁵.

2.2.1.3. Güçlü Bir Finansal Sistemin Bulunması

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için gerekli olan bir başka önkoşul ise güçlü bir finansal sistemin varlığıdır¹⁸⁶. Güçlü bir finansal sistemin bulunmaması nedeniyle ekonomi finansal krizlere açık ve savunmasız bir hale gelmekte ve yaşanan krizler sonrasında hem enflasyon tekrar yükselmekte hem de reel ekonomik aktivitede çok ciddi daralmalar yaşanmaktadır. Ayrıca finansal sistemdeki kırılabilirlik merkez bankasının para politikasını iç ekonomik koşullara uygun bir şekilde uygulama yeteneğinin sınırlanmasına da yol açmaktadır. Çünkü merkez bankasının uygulamakta olduğu para politikası önemli ölçüde finansal sistem içerisinde şekillenmektedir. Buradan da faiz mekanizması yolu ile de reel sektör üzerinde etkide bulunmaktadır. Diğer bir ifade ile parasal aktarım mekanizmasının başlangıç yeri para ve sermaye piyasaları olmaktadır¹⁸⁷.

¹⁸⁴http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_BSB/IktisatToplum-16Aralik-Ozlale.doc

¹⁸⁵Masson, Savastano and Saharma, **a.g.m.**, p. 8.

¹⁸⁶Mishkin, “**Inflation Targeting in Emerging Market Countries,**” p. 6.

¹⁸⁷Akyazı, **a.g.e.**, s. 36.

Para piyasaları ile büyük ölçüde bankacılık sektörü; sermaye piyasası ile de menkul kıymetler borsasının ifade edildiği noktadan hareketle, enflasyon hedeflemesinde bankacılık ve menkul kıymetler borsasının güçlü ve istikrarlı olmasının önemi ortaya çıkmaktadır. Zira merkez bankası, piyasalara vermek istediği sinyalleri ve reel sektör üzerindeki etkilerini bu iki aracı kurum yardımı ile yerine getirmektedir¹⁸⁸.

Enflasyon hedeflemesinde finansal yapının (ya da mali piyasanın) güçsüz ve istikrarsız olması özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından önemli sorunlara neden olabilmektedir. Şöyle ki, gelişmemiş mali piyasaya sahip ülkelerde piyasaların sığılığı dolayısıyla kamu ya da özel sektörünün dış piyasadan borçlanması zorunluluğu gündeme gelmektedir. Dolayısıyla bu gibi ülkelerde döviz kurlarında yaşanan istikrarsızlara paralel olarak, firmaların piyasa değerinde önemli ölçüde azalmanın ortaya çıkması kaçınılmaz olacaktır. Ayrıca firmaların piyasa değerinde yaşanan bu azalmalar, daha az yatırım yapmaları anlamına gelir ki böyle bir durumda firmalardaki değer azalışı daha da artabilir. Bu olasılıklar, yakın tarihlerde çeşitli ülke veya bölgelerde ortaya çıkan parasal krizlerin sonucunda (Asya krizi ve Türkiye'deki Şubat 2001 krizi gibi) gözlenebilmiştir. Devalüasyonların firmaların aktif ve pasiflerinde meydana getirdiği bu etkiler “**bilanço etkisi**” olarak da adlandırılmaktadır¹⁸⁹.

Mali piyasaların derin ve gelişmiş olması, kamunun borçlanma politikası bakımından da büyük önem taşımaktadır. Artan borçlanma ihtiyacının, sığ piyasadan karşılanmaya çalışılması halinde kamunun merkez bankası üzerindeki baskısının artması kaçınılmaz olacaktır. Diğer bir ifade ile kamunun merkez bankası kaynaklarına daha fazla müracaat etmesi söz konusu olacaktır. Öte yandan sığ piyasalardan borçlanması, aynı zamanda, reel faizlerin de aşırı yükselmesine neden

¹⁸⁸ **A.e.**, s. 37.

¹⁸⁹ Kenneth Kasa, “Will Inflation Targeting Work in Development Countries,” **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter**, Vol. 21, No. 1, January 2001, p. 4.

olacaktır. Böylece enflasyon hedeflemesinde hayati öneme sahip olan faiz politikası, önemli ölçüde kısıtlanmış olacaktır¹⁹⁰.

Sonuç olarak bir ekonomide, özelde bankacılık sektörü ve genelde mali sistem zayıfsa, para politikaları verimli olmaz. Çünkü bu şartlar altında sistem sorun yaşama eğilimindedir ve fiyat istikrarına odaklanması mümkün olmaz¹⁹¹. Böyle bir ekonomide özellikle mali piyasalar geri kalmışsa, söz konusu ülkenin enflasyon hedeflemesi rejimini yürütmesi mümkün olmaz. Bu durum merkez bankasının açık piyasa işlemlerini gerçekleştirme kabiliyetini de sınırlandırmaktadır. Ayrıca, gelişmemiş mali piyasalar denge faiz oranları hakkında sağlıklı enformasyon vermediği gibi, kamu kesimi açıklarının finansmanına da kâfi gelmemektedir¹⁹².

2.2.1.4. Diğer Parasal Değişkenlere İlişkin Katı Bir Taahhüdün Bulunmaması

Otoritelerin parasal ücretler veya özellikle parasal döviz kurları gibi diğer parasal değişkenlere ilişkin katı bir taahhüdünün bulunmaması ise enflasyon hedeflemesinin bir başka önkoşuldur. Çünkü birden fazla parasal değişkene ilişkin taahhüt er ya da geç para politikası uygulamalarında bir çelişkinin doğmasına neden olacaktır. Enflasyon hedeflemesi rejimi benimsendiği takdirde para otoritesinin özellikle nominal döviz kuru gibi, diğer bir nominal değişkene yönelik katı bir taahhütte bulunmaması gerekir. Çünkü, gerçekte nominal döviz kurunu çapa seçen bir ülke para politikası bağımsızlığını kaybeder ve döviz kuru hedefine, diğer bir ifade ile çapa ülkesinin politikalarına bağımlı olur. Dolayısıyla, diğer bir değişken hedefin gerçekleştirilmesi mümkün olmaz. Teorik olarak, Leiderman ve Svensson'a göre, çatışma ortaya çıktığında öncelik enflasyon hedefinde olmak şartıyla, bir nominal döviz kuru hedefi ve enflasyon hedefi bir arada uygulanabilir. Ancak,

¹⁹⁰Akyazı, **a.g.e.**, ss. 37-38.

¹⁹¹<http://www.ntvmsnbc.com/news/99957.asp> (Frederic S. Mishkin ile Murat Gener'in Yaptığı Röportaj, 15 Ağustos 2001.)

¹⁹²Lucjan T. Orłowski, "A Dynamic Approach to Inflation Targeting in Transition Economies," **ZEI Working Paper**, B11, 2000, p. 2.

pratikte bu birlikteliğin isabetli bir karar olduğu şüphelidir. Çünkü para otoritesinin enflasyon hedefindeki önceliği güvenilir bir metodla ex-ante olarak halka anlatması mümkün görülmemektedir¹⁹³.

2.2.2. Diğer Stratejik Gereklilikler

Teorik olarak yukarıda bahsedilen önkoşulları sağlayan ülkeler enflasyon hedeflemesi rejimine dayalı bir para politikası uygulayabilmektedir. Pratikte ise otoritelerin belli ön hazırlıkları yapmaları gerekmektedir. Uygulamaya yönelik bu hazırlıklar aşağıda sırasıyla ve ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

2.2.2.1. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

Enflasyon hedeflemesi rejiminde en üst düzeyde olan şeffaflık (açıklık) ve hesap verebilirlik (sorumluluk), paranın iki yüzü gibidir. Ayrıca bu iki kavram, merkez bankasının güvenilirliği ve bağımsızlığı ile de bir bütünlük oluşturmaktadırlar¹⁹⁴. Şeffaflık, var olan koşullara, kararlara ve aksiyonlara ilişkin enformasyonun, faydalanılabilir (accessible), görülebilir (visible) ve anlaşılabilir bir hale getirilmesi sürecine; hesap verebilirlik (accountability) ise, alınan kararların doğruluğunu kanıtlama ve sorumluluğunu kabullenme gerekliliğine işaret etmektedir¹⁹⁵.

Merkez bankasının şeffaflığı ve sorumluluğu kavramlarının, özellikle 1980'li yıllardan sonra yaygınlaştığını belirtmek mümkündür. Gerçekten de, geçmiş yıllarda merkez bankaları yeterince şeffaf davranmayan ve gizemli kurumlar olarak faaliyette bulunuyorlardı. Bunun temel nedeni, merkez bankalarının; büyüme, gelir dağılımı, ödemeler bilançosu denkliği ve tam istihdam gibi iktisat politikaları amaçları arasında hangisini öncelikli olarak tercih edeceği üzerinde bir konsensüsün

¹⁹³Masson, Savastano and Saharma, **a.g.m.**, p. 8-9.

¹⁹⁴Akyazı, **a.g.e.**, s. 41.

¹⁹⁵IMF, **Report of the Working Group on Transparency and Accountability**, Washington, IMF Publications, 1998, p. V.

henüz oluşmamasıydı. Bu durumda merkez bankaları için en uygun davranış şekli, bu amaçlar konusunda konuşmamak ya da sadece kendi aralarında tartışmaktı¹⁹⁶. Bu nedenle merkez bankası ile kamuoyu arasındaki diyalog ya da iletişim en alt düzey bulunuyordu.

Ancak 1980'li yıllardan sonra gerek akademisyenler gerekse de merkez bankası uygulayıcıları arasında açıklık ve sorumluluk gibi özelliklerin, para politikasının başarısı için bir gereklilik oldukları konusunda hemfikir oluşmaya başlamıştır. Bunda, yapılan çalışmalar ve uygulamada ortaya çıkan iki önemli sonucun etkisi olmuştur. Birincisi, şeffaflık sayesinde piyasa katılımcılarının ve genel olarak halkın para politikasının hedeflerini anlama ve yorumlama imkanına sahip olabilmeleri; ikincisi ise, merkez bankasının bağımsızlığının temelini oluşturan sorumluluk kavramının ortaya çıkmasıdır¹⁹⁷.

Bunların her biri, enflasyon hedeflemesinin başarısı için çok önemli kavramlardır. Çünkü enflasyon hedeflemesinde ilan edilen hedeflerin tutturulabilmesi, kamuoyunun bu hedefe ne ölçüde destek verdiğiyle bağlıdır. Bu bağlamda şeffaflık, merkez bankalarının güvenilirliğinin ve kamuoyu güveninin artırılması açısından kilit bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Merkez bankalarının uyguladıkları politikaların kamuoyuna iyi bir şekilde açıklanması izlenen politikaların sonuçlarını da aynı ölçüde etkileyecektir. Bu süreç fiyat istikrarının sağlanması açısından gerekli kamuoyu desteğinin sağlanması anlamında önem taşımaktadır. Piyasa oyuncuları tarafından doğru algılanmayan politikaların büyük ölçüde başarısızlıkla sonuçlanması da kaçınılmaz olacaktır¹⁹⁸.

Bu nedenle enflasyon hedeflemesi rejimini izleyen ülkeler açısından kamuoyunun bilgilendirilmesi öncelikli konular arasında yer almaktadır. Bu kapsamda merkez bankaları tarafından;

¹⁹⁶Freedman, Charles. "Monetary Policy Formulation: The Process in Kanada; Inflation Targeting has been Successful," **Business Economics**. October 2001, p. 5.

¹⁹⁷Akyazı, **a.g.e.**, s. 43.

¹⁹⁸Öğretmen, **a.g.m.**, s. 13.

- ✓ Enflasyon raporları (üç ya da altı ayda bir),
- ✓ Yıllık Raporlar,
- ✓ Komite (Kurul) toplantı tutanakları

yayınlanmakta, ayrıca;

- ✓ Web sitelerinin etkin kullanımı,
- ✓ Düzenli basın toplantıları,
- ✓ Konferanslara katılım sağlanması,
- ✓ Belirli ekonomi dergilerinde makaleler yayınlanması

suretiyle de kamuoyu desteğinin sağlanmasına yönelik aktif bir iletişim politikası izlenmektedir¹⁹⁹.

Diğer taraftan, siyasi otoritenin desteğinin alınmış olması enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı açısından önem taşımaktadır. Bu desteğin sağlanması ancak, karşılıklı bilgilendirme toplantıları ile mümkün olabilir. Böyle bir desteğin sağlanmış olmasının iki temel fonksiyonu bulunmaktadır;

1. Siyasi otoritenin fiyat istikrarına ters politikalar uygulamasının önüne geçilmesi,
2. Para politikasının başarılı olacağı yönünde kamuoyu güveninin artırılması.

Uygulamada da merkez bankalarının düzenli olarak siyasi otoriteyi bilgilendirdiği görülmektedir. Bu bilgilendirme doğrudan ilgili Bakan kanalıyla olabildiği gibi, parlamento düzeyinde de gerçekleştirilebilmektedir²⁰⁰.

Para politikasının şeffaf bir şekilde uygulanması, merkez bankasının faaliyetleri ile ilgili hesap verebilirliğini de zorunlu hale getirmektedir. Kaldı ki,

¹⁹⁹ A.e., ss. 13-14.

²⁰⁰ A.e., s. 14.

merkez bankasının yürütmekte olduğu para politikasının ekonomik birimlerin yaşantıları üzerinde çok önemli etkilerinin olması nedeniyle, enflasyon hedeflemesinin merkez bankasının demokratik bir şekilde hesap verebilir olmadan yürütülmesi düşünülemez²⁰¹.

Para otoritesinin kamuoyu karşısında enflasyonun hedeflenen düzeyde tutulacağına ilişkin açık taahhütte bulunması, onu, hesap verme sorumluluğu altına sokmaktadır²⁰². Merkez bankasının yapmış olduğu her türlü işleminden sorumlu olması şeklinde özetlenebilecek olan hesap verebilirliğin uygulama şekilleri ülkeler arasında farklılık gösterebilmektedir²⁰³. Ancak uygulamada, Tablo 1'den de izlenebileceği gibi Yeni Zelanda dışında katı bir sorumluluk bulunmadığı gibi, ülkelerin çoğunda yasal olarak belirlenmiş bir sorumluluk da bulunmamaktadır. Ancak, yasal bir sorumluluk olmamakla birlikte bu ülkeler, uygulanan stratejinin gereği olarak kamuoyuna gerekli bilgilendirmeyi yapmaktadırlar. Sorumluluğun bulunduğu ülkelerde de genellikle hedeften bir sapma olduğunda bu sapmanın sebeplerinin açıklanması ve ileriki dönemde hedefin tekrar yakalanması için gerekli tedbirlerin belirtilmesi şeklinde bir uygulama bulunmaktadır. Bu uygulama, hükümete ya da ilgili bakana açık mektup şeklinde olabildiği gibi, sapmanın sebeplerinin doğrudan kamuoyuna açıklanması şeklinde de olmaktadır. Diğer taraftan bu yaklaşımın en katı biçimde uygulandığı Yeni Zelanda'da Merkez Bankası Başkanı doğrudan Maliye Bakanı'na karşı sorumludur. Aynı zamanda, bu ülkede Merkez Bankası Başkanının görev süresi açıkça enflasyon hedefinin tutturulup tutturulamamasına bağlıdır. Hedefin tutturulamaması durumunda, Merkez Bankası Başkanının yeniden göreve atanması mümkün değildir²⁰⁴.

²⁰¹Mishkin and Posen, **a.g.m.**, p. 18.

²⁰²Öğretmen, **a.g.m.**, s. 14.

²⁰³Akyazı, **a.g.e.**, s. 46.

²⁰⁴Öğretmen, **a.g.m.**, ss. 14-15.

Tablo 1. Yasal Sorumluluk Açısından Ülkelerin Durumu

Yasal Sorumluluğun Bulunmadığı Ülkeler	Yasal Sorumluluğun Olduğu Ülkeler		
	Açık Mektup	Kamuoyunu Bilgilendirme	Kişisel Sorumluluk
Avustralya	Brezilya	Güney Afrika	Yeni Zelanda
Çek Cumhuriyeti	Filipinler	İsrail	
İsveç	İngiltere	Norveç	
İsviçre	İzlanda	Tayland	
Kolombiya	Türkiye	Kanada	
Güney Kore			
Macaristan			
Meksika			
Peru			
Polonya			
Şili			
Romanya			

Kaynak: Öğretmen, **a.g.m.**, s. 15 ve Mugur Isărescu, “Inflation Targeting and Financial Stability,” **Southeastern European Financial Forum**, Bucharest, 25 May 2006, (Çevrimiçi) http://www.bnr.ro/def_en.htm, pp. 1-24.

O halde, enflasyon hedeflemesinin temelinde belli bir enflasyon oranının belli bir dönemde gerçekleştirileceğine ilişkin bir taahhüt bulunmaktadır. Bu taahhüt beraberinde de sorumluluğu getirmektedir. Ancak, uygulanan politikalar ne olursa olsun merkez bankalarının elinde olmayan nedenlerden dolayı bu taahhütlerin her zaman yerine getirilmesi imkan dahilinde olmayabilir. Bu nedenle, uygulamada sınırlı sayıda da olsa bazı ülkelerde merkez bankalarının iradeleri dışında gerçekleşen;

1. Genel fiyat seviyesini doğrudan etkileyen hükümetin politika değişiklikleri (dolaylı vergi oranlarının artırılması gibi),
2. Yurtdışındaki gelişmelerden kaynaklanan krizler (örneğin petrol fiyatlarındaki ani artış),
3. Deprem, sel veya kurak iklim vb doğal afetler

gibi gelişmeler, taahhütlerin yerine getirilemeyeceği durumlar olarak belirtilmiştir²⁰⁵.

²⁰⁵ **A.e.**, s. 15.

Uygulamaya bakıldığında, birkaç ülke dışında kaçış yolunun çok yaygın kullanılmadığı görülmektedir. Kanada, Çek Cumhuriyeti, Yeni Zelanda, Güney Afrika, İsviçre (çok nadir), Filipinler kaçış yolunun bulunduğu ülkelerdir.

2.2.2.2. Güvenirlilik

Merkez bankasının hesap verebilirlik ve şeffaflık özellikleri aynı zamanda merkez bankasının ve para politikasının güvenirliliğinin artmasını sağlamaktadır²⁰⁶. Gerçekten de şeffaflık politikası sayesinde kamuoyu, merkez bankasının ilan etmiş olduğu hedefler ile ortaya çıkan sonuçları karşılaştırma imkanına sahip olmaktadır. İlan edilmiş hedefler gerçekleştirilen sonuçlarla uyuşmadığı sürece, merkez bankasının güvenirliliği de azalacaktır. Oysa güvenirlilik hem merkez bankası hem de enflasyon hedeflemesinin başarısı için hayati öneme sahiptir. Çünkü enflasyon hedefinin başarısı, kamuoyunun enflasyon ile ilgili beklentilerini nasıl şekillendirdiğine bağlıdır. Ekonomik birimler merkez bankasının ilan etmiş olduğu hedefin gerçekçi ve inandırıcı olduğunu gördüklerinde daha az ücret artışı talep edilecek, sözleşmeler daha uzun süreli olacak ve fiyatlandırmada önemli rol oynayan döviz ve faiz gibi risk primleri de önemli ölçüde azalacaktır. Buna kısaca şeffaflık politikasının “güvenirlilik etkisi” denilebilir ki, bunun sağlanması durumunda dezenflasyon politikasının sebep olabileceği üretim azalışı önlenir²⁰⁷. Ancak birçok ülke deneyimi enflasyon hedeflemesi uygulamalarının güvenirliliğin sağlanmasında anında etkili olamadığını ve bir geçiş sürecine ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir. Bu bağlamda söz konusu uygulamaların kamuoyuna açıklandığı anda güvenirliliğin oluşacağını düşünmek doğru olmayacaktır. Ancak fiyat istikrarına yönelik olumlu bir ilerlemenin kaydedilmesi ve gerekli kurumsal düzenlemelerin yapılması ile para politikasının güvenirliliğinin oluşması ve artırılması mümkün olabilmektedir²⁰⁸.

²⁰⁶Melike Alparslan ve Pelin A. Erdönmez, “Enflasyon Hedeflemesi,” **Bankacılar Dergisi**, Sayı. 35, 2000, s. 17.

²⁰⁷Akyazı, **a.g.e.**, ss. 43-44.

²⁰⁸Alparslan ve Erdönmez, **a.g.m.**, s. 17.

Güvenirlik konusuna birinci bölümde “Güvenirlik ve Zaman Tutarsızlığı Sorunu” başlığı altında ayrıntılı bir şekilde yer verildiğinden, tekrardan kaçınmak amacıyla, burada sadece güvenirlüğün hem merkez bankası hem de enflasyon hedeflemesinin başarısı için ne kadar hayati bir öneme sahip olduğu belirtilmekle yetinilecektir.

2.2.2.3. Para Politikası ile Maliye Politikası Arasındaki Eşgüdümün Sağlanması

Para politikası ile maliye politikası arasında eşgüdümün sağlanması mali baskınlığının olmaması önkoşulu ile yakından ilgilidir. Mali disiplinin sağlanamaması durumunda eşgüdümün gerçekleştirilmeye çalışılması sonuçsuz kalacaktır. Çünkü mali disiplinsizliğe bağlı olarak bütçe açıklarının devamlılık arz etmesi ve buna bağlı olarak devletin borçlanma yapısı fiyat istikrarının sağlanmasında para politikasının mı yoksa maliye politikasının mı etkin olacağını belirleyecektir. Ekonomide uygulanacak para politikasının fiyat istikrarını sağlamada yeterli olup olmayacağı kamunun ekonomi içindeki ağırlığına bağlı olacaktır, dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmeden önce mali disiplinin sağlanması gerekecektir. Disiplin sağlanmadan uygulamaya geçmek ileride bazı sorunların doğmasına neden olacak ve enflasyon hedeflemesi uygulaması ile sağlanmak istenen güvenirlilik de böylece olumsuz sonuçlardan dolayı azalacaktır.

Maliye politikası ile para politikası arasındaki eşgüdümün sağlanması mali otorite ile para otoritesi arasındaki işbirliğine de bağlıdır. Parasal ve mali otoriteler ayrı ayrı uyguladıkları politikalardan haberdar olmalı ve birinin uyguladığı politikayı diğerinin uyguladığı politika nötr hale getirmemelidir. Örneğin, talebi kıstak amacıyla sıkı para politikası uygulanırken diğer taraftan genişletici maliye politikası uygulanması durumunda politikaların etkinliği azalacak ve güvenirlilik kaybı oluşacaktır.

2.2.2.4. Uygulama Öncesinde Enflasyonun Belirli Bir Düzeye Çekilmiş Olması

Enflasyon hedeflemesine başlamadan önce, enflasyon hedefinin “**makul**” bir seviyeye indirilmiş olması bir diğer stratejik gereklilik durumundadır. Bu gereklilik, doğal olarak, özellikle gelişmekte olan ülkeler için daha fazla önem arz etmektedir. Çünkü bu ülke gruplarındaki enflasyon oranları gelişmiş ülkelere göre yüksek seyretmektedir. Burada ilginç olan husus, enflasyon hedeflemesine başlamak için ideal enflasyon oranının ne olacağı konusunda tam bir fikir birliğinin olmamasıdır²⁰⁹. Ancak bir ülke ekonomisi yıllık yüzde 15 ve üzerinde bir enflasyon yaşıyorsa, para politikasının tek başına bazı hedeflere ulaşması imkansız olacak ve bu durum para politikasının etkinliğini de azaltacaktır. Yüksek enflasyon oranları para politikası ve maliye politikasını ayrılmaz bir ikili yaptığı için, yüksek enflasyon oranlarında sadece para politikasına güvenmemek gerekir. Bundan dolayı uygulama öncesinde enflasyon oranları, yüzde 5-6 gibi tek haneli düzeylere, bu yapılamıyorsa en azından yüzde 15’in altına indirilmelidir.

Bir ekonomide enflasyon oranlarının yüksek olması bu ekonomide mal ve işgücü piyasalarında yapısal sorunların olabileceğine işaret etmektedir. Bu aksaklıkların devam etmesi devleti zor duruma sokmakta ve devlet senyoraj geliri ve enflasyon vergisine yönelmek durumunda kalmaktadır. Bu durumda devlet düşük enflasyon oranlarından çok yüksek enflasyon oranlarını tercih edecektir. O halde, alternatif bir strateji olarak enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmeden önce gerekli yapısal iyileştirmelerin yapılması ve devletin senyoraj geliri ve enflasyon vergisine angaje olması engellenmelidir.

Uygulama öncesi enflasyon oranının düşük seviyelere çekilmiş olması halkın uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimine desteğini de arttıracaktır. Çünkü

²⁰⁹Akyazı, **a.g.e.**, s. 38.

yapısal sorunlar çözümlenerek düşürülen enflasyon oranlarının enflasyon hedeflemesi ile düşük seviyelerde tutulması daha kolay olacaktır²¹⁰.

2.2.2.5. İleriye Yönelik Bir Yaklaşımın Benimsenmesi

Enflasyon hedeflemesi rejimini diğer enflasyonu düşürme politikalarından ayıran en önemli özelliklerinden birisi ileriye dönük bir yaklaşımın benimsenmesidir. Merkez bankası belirsizlikleri azaltmak amacı ile enflasyon hedeflerini ve politikalarını ileriye dönük olarak belirlemektedir. Belirsizliğin istikrarı bozucu en önemli unsur olması nedeniyle ileriye yönelik beklentileri belirli hale getirmek merkez bankasının temel stratejilerinden birini oluşturmaktadır. Uygulamada enflasyon öngörülleri temel alınmaktadır. Eğer öngörülen enflasyon hedeflenen enflasyondan daha yüksek olacağı yönünde beklenti var ise sıkı para politikası, öngörülen enflasyon hedeflenen enflasyondan daha düşük düzeyde olacağı yönünde beklenti var ise gevşetici para politikası uygulanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, politika hedefleri enflasyon tahminine bağlı olarak daraltıcı ya da genişletici yönde kullanılmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkeler enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesi ve fiyat istikrarının sağlanması için belli bir zaman sürecini hedeflemişlerdir. Bu yaklaşım sadece para politikasının yavaş ilerlemesi anlamında değil aynı zamanda enflasyonist beklentiler ve ekonomik davranışların ayarlanmasına yönelik olarak uzun vadeli sözleşmelerin ve düzenlemelerin yapılması için de bir zaman diliminin öngörülmesi gerekli görülmektedir²¹¹.

O halde, enflasyonist beklentilere ilişkin değişken bir katsayı ve farklı oransal yapılarıdaki çok çeşitli enflasyonist trendler çerçevesinde enflasyon oranı ne kadar yüksek ise, beklentilerdeki değişikliklere ilişkin uyarılmanın yavaşlığının ve öngörülen enflasyonun tam olarak öngörülen oranına özgü başarısızlığın maliyeti de

²¹⁰Suat Oktar, “Yeni Bir Para Politikası Stratejisi olarak Enflasyon Hedeflemesi (Inflation Targeting) Yaklaşımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği,” **Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl. 38, Nisan 2001, s. 22.

²¹¹Alparslan ve Erdönmez, **a.g.m.**, s. 17.

yüksek olacaktır²¹². Bundan dolayıdır ki, enflasyon oranındaki sürekli bir artış, dönem başındaki oransal duruma dönülmesi olasılığını da düşürecektir. Dolayısıyla, öngörülen enflasyonla gerçekleşen enflasyon arasındaki fark, uygulanan para politikasının daha sonraki yıllardaki başarısını da etkileyebilecektir.

2.2.2.6. Gelişmiş Ekonometrik Modellerin Kullanılması

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için, enflasyon tahminlerinde kullanılacak ekonometrik modellerin ileri düzeyde olması bir diğer stratejik gereklilik durumundadır. Çünkü enflasyon hedeflemesi, ileriye dönük bir para politikası stratejisidir²¹³. Daha öncede belirtildiği üzere, enflasyon hedeflemesinde, direk olarak para politikasının nihai amacı hedeflenmekte, ara hedefler kullanılmamaktadır. Bu örtülü veya açık olarak gelecekteki enflasyon tahmininin ara hedef olarak kullanılması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla para politikası karar alma süreci, belirli bir zaman sonundaki enflasyonun tahmini ile başlamaktadır²¹⁴ ve tahminlerin doğru, güvenilir ve hassas bir şekilde yapılması zorunluluğu vardır. Yine bununla bağlantılı olarak, merkez bankasının tahminlerinde gerekli duyacağı tüm verilere hızlı bir şekilde ulaşabilmesi gerekir. Diğer bir ifade ile çok geniş bir veri setine ihtiyaç duyulmaktadır²¹⁵. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesinin uygulanması, para politikası aktarım mekanizmasının açıklığa kavuşturulmasını ve buna paralel olarak enflasyon tahmin model ve yöntemlerinin geliştirilmesini gerekli kılmaktadır.

Söz konusu tahmin model ve yöntemleri oluşturulurken, gelecekteki enflasyonla alakalı tüm değişken ve göstergelere ilişkin enformasyondan yararlanılmalıdır²¹⁶. Örneğin, İngiltere’de enflasyon tahmini geleneksel açık ekonomi yapışkan fiyatlı IS-LM modeli bazında hesaplanmaktadır. Modelden elde edilen

²¹²A. Niyazi Özker, **Enflasyonist Finansman Teorisi ve Türkiye**, İstanbul, Beta Yayınları, 2000, s. 48.

²¹³Akyazı, **a.g.e.**, s. 38.

²¹⁴Almeida and Goodhart, **a.g.m.**, p. 69.

²¹⁵Akyazı, **a.g.e.**, s. 38.

²¹⁶Masson, Savastano and Saharma, **a.g.m.**, p. 9.

sonuçlar, diğer modellerden elde edilen tahminler ve enflasyon beklentilerine ilişkin araştırmalardan sağlanan, model dışı enformasyon seti ile yeniden değerlendirilmektedir²¹⁷.

2.3. ESNEK-KATI ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankasının öncelikli hedefi, ilan edilmiş olan enflasyon hedefini tutturmaktır. Buradan, merkez bankasının başka bir amaç ve hedefinin bulunmadığı sonucunun çıkarılmaması gerekir. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının fiyat istikrarından başka diğer politika amaçlarının gözetilip gözetilmeyeceği konusunda yoğun tartışmalar yapıldığının da vurgulanması gerekir. Bu kapsamda enflasyon hedeflemesi rejiminin tam istihdam, üretim, döviz kuru ve finansal istikrarın sağlanması gibi diğer politika amaçları ile uyumlu olup olmayacağı sorgulanmaktadır²¹⁸.

Kuşkusuz bu tür tartışmalar, daha çok gelişmekte olan ülkeler için önem taşımaktadır. Çünkü bu ülkelerde merkez bankaları geleneksel olarak çok amaçlı para politikası kapsamında fiyat istikrarını yakalamaya çalışmışlardır. Bu bağlamda para politikasının amaçları arasında; döviz kuru istikrarı, tam istihdam, ödemeler bilançosu dengesi, finansal istikrarın ve gelir dağılımında adaletin sağlanması gibi birbirleriyle çatışan amaçlar yer almaktadır²¹⁹.

Uygulamaya bakıldığında, Svensson enflasyon hedeflemesi rejiminde uygulanan para politikalarında “**kati enflasyon hedeflemesi**” ve “**esnek enflasyon hedeflemesi**” olmak üzere iki ayrı yaklaşımın olduğunu öne sürmektedir. Kati enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının sadece cari enflasyonu, hedef alınan enflasyon seviyesine yaklaştırmaya çalışması ve buna odaklanmasıdır. Esnek enflasyon hedeflemesi ise merkez bankasının bu hedefin yanı sıra faiz oranı, döviz

²¹⁷Haldane, “Ghostbusting: The UK Experience of Inflation Targeting,” **High Level Seminar on Implementing Inflation Targets held by IMF Institute**, March 20-21, 2000, p. 7.

²¹⁸Akyazı, **a.g.e.**, ss. 47-48.

²¹⁹**A.e.**, s. 48.

kuru, üretim, istihdam gibi diğer ekonomik değişkenlerdeki gelişmeleri de göz önünde bulundurmasıdır²²⁰. Katı enflasyon hedeflemesi yaklaşımında merkez bankası, sadece enflasyon hedefi ile ilgilenmektedir. Diğer bir ifade ile para politikasının öncelikli ve yegane amacı, fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Ayrıca enflasyon hedefinden sapma olması durumunda, merkez bankası mevcut enflasyon oranını enflasyon hedefine yaklaştırmak için olabildiğince hızlı ve katı bir para politikası uygulamaktadır²²¹. Esnek enflasyon hedeflemesi yaklaşımında ise üretim ve tam istihdam gibi diğer politika amaçları da para politikasında önemli rol oynamaktadırlar. Diğer bir ifade ile merkez bankasının çoklu bir amaç ve hedef seti söz konusudur²²².

Bu bağlamda para politikası için en iyi stratejinin belirlenmesine ilişkin tartışma “**sabit politika kuralı**” (rule) ve “**ayarlanabilir politika kuralı**” (discretion) çerçevesinde yapılmaktadır. Kurala bağlanmış (rule) para politikasını savunanlar merkez bankasının beklenmeyen her türlü gelişmeye müdahale etmemesi gerektiğini ve en öncelikli hedef olarak enflasyonu seçmesini savunmaktadırlar. Kamuoyunun bu duruma inandırılması durumunda enflasyon beklentilerinin azalacağına inanılmaktadır. Ayarlanabilir para politikasını (discretion) savunan iktisatçılar, merkez bankasının değişen koşullara en uygun politikayı kendisinin belirlemesini ve gerektiğinde değiştirmesini savunmaktadırlar. İki politikanın sentezi ise “**kural benzeri**” (rule-like) politikalar²²³.

Enflasyon hedeflemesi, klasik Friedmancı anlamda katı bir politika kuralı olarak yorumlandığı takdirde bazı önemli eleştirilere maruz kalabilir. Birinci olarak para politikasının, enflasyonun ötesinde başka resmi amaçları olmadığı fikri merkez bankacılar, kamuoyu ve birçok ekonomist tarafından çok az destek bulabilir. İkinci

²²⁰Lars E. O. Svensson, “Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting?” **Federal Reserve Bank of New Zealand Discussion paper**, G97/8, November 1997, pp. 5 ve 7.

²²¹Guy Debelle, “The Viability of Inflation Targeting for Emerging Market Economies,” **Financial Markets Policies in East Asia**, (Paper Presented at Australian National University Conference), Canberra, September 4-5 2000, p. 3.

²²²Akyazı, **a.g.e.**, ss. 48-49.

²²³Karasoy, Saygılı ve Yalçın, **a.g.m.**, s. 18.

olarak merkez bankalarının enflasyon dışında üretim, işsizlik, döviz kurları ve diğer değişkenleri de dikkate aldıkları biliniyorken, enflasyon hedeflemesinin basit bir kural olarak değerlendirilmesi oldukça gerçek dışı olabilir. Son olarak para politikasının bir kural izlenerek yürütülmesi sonucu uğranılan esneklik kaybı ile ne kazanıldığı sorgulanabilir.

Kurala bağlanmış politikaların bir diğer eksiği de sadece önceden belirlenmiş hedefler konduğundan değişen durumlara karşı esnek olmamasıdır. Böyle durumda enflasyon hedefi tutturulsa bile reel ekonomi çok istikrarsız olacaktır. Bazı dönemlerde aşırı durgunluk yaşanırken, bazı dönemlerde yüksek büyüme oranları görülebilecektir. Fiyat istikrarının kurala bağlanması reel ekonominin istikrarsızlığını beraberinde getirebilecektir. Tamamen duruma göre ayarlanabilir politikalar uygulandığında ise ekonomik birimlerin enflasyonist beklentilerini engellemek olanaksızdır. Çünkü merkez bankasının çoklu bir amaç ve hedef seti söz konusu olduğu için piyasalardaki oyuncular merkez bankasının enflasyon kadar diğer değişkenleri de izlediğini ve bunlarda olası bir değişim olduğunda müdahale edeceğini beklemektedirler. Böyle bir beklenti piyasalarda belirsizliği artırmakta, bu da piyasaların enflasyon beklentisinin hedeflenen enflasyonun üzerine çıkmasına yol açmaktadır. Piyasalarda beklenen enflasyonun yükselmesi ise merkez bankasının hedefini tutturmasını zorlaştırmaktadır. Bu bağlamda her iki politikada da eksiklikler vardır²²⁴. King, en iyi politika hem şoklara karşı değişiklik yapılabilecek kadar esnek, hem de fiyat istikrarının sağlanacağı konusunda inandırıcı olmasını savunmaktadır²²⁵.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamada katı kurallardan çok uzaktır. Birincisi, enflasyon hedeflemesi rejimi merkez bankasının nasıl bir para politikası uygulayacağını basit, mekanik bir anlatımı değildir. Bunun yerine rejim, merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşmak için tüm erişilebilir, mevcut bilgileri kullanarak uygun politikayı belirlemesini gerektirir. Basit kural uygulamasından

²²⁴Karasoy, Saygılı ve Yalçın, **a.g.m.**, s. 19.

²²⁵Ayrıntılı bilgi için bkz. Mervyn King, "Change in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice," **Journal of Monetary Economics**, Vol. 39, 1997, pp. 81-97.

farklı olarak enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının mevcut bilgileri göz ardı ederek tek bir değişkene odaklanması değildir, ikinci olarak, enflasyon hedeflemesi uygulamada önemli ölçüde inisiyatif kullanımını da gerektirir. Enflasyon hedefleri ekonomik koşullara göre belirlenir. Diğer taraftan hesap verebilirlik ve şeffaflık prensipleriyle bu hedefleme rejimi merkez bankasının sorumluluğunu da artırır.

O halde, Enflasyon hedeflemesi, kurallar ve inisiyatif karışımı bir stratejidir. Sadece kuralların oluşturduğu bir strateji olarak tanımlamak yetersiz olur. Enflasyon hedeflemesi, kural benzeri bir para politikası strateji olarak ileriye dönük bir yaklaşımı (forward looking) içerir²²⁶. Bu sistem, politikacıları uzun dönemde arzu edilmeyen sonuçlar doğuracak olan politikalara sistematik olarak yönelmekten uzaklaştırır, böylece zaman tutarsızlığı sorunundan da kaçınılır. Bu tür politikalar **“kısıtlanmış ayarlanabilir politika kuralı”** (constrained discretion) olarak da tanımlanmaktadır²²⁷. Bununla birlikte, bu politikalar, beklenmeyen olaylar ya da olağan dışı koşullar karşısında para otoritesinin değişikliğe gidebilmesine izin verilmektedir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi, katı bir politika kuralı olmaktan çok, sınırlı bir müdahale politikası olarak kabul edilmektedir²²⁸.

Örneğin Yeni Zelanda Merkez Bankasının 1989 reformu daha çok kural yapıcı etkisiyle anılan bir örnek olmuştur. Yeni Zelanda sabit kurumsal kısıtlar kullanması açısından enflasyon hedefleyen ülkeler arasında en uç örnektir. Buna rağmen Yeni Zelanda kanunu merkez bankasına bazı inisiyatifler ve esneklikler tanımaktadır; örneğin enflasyon hedef serisi mal fiyatlarını kapsamamaktadır; arz ya da ticaret hadleri şokları karşısında, bankanın yargısı ile gerektiğinde hedef yeniden ayarlanabilir; enflasyon hedefi tek bir rakam yerine yüzde iki puanlık bir aralık olarak tanımlanır ve beklenmedik gelişmeler karşısında hedefin değiştirilmesine müsaade eden açık bir istisna

²²⁶Andrew G. Haldane, “Designing Inflation Targets,” **Monetary Policy and Inflation Targeting**, (Proceedings of a Conference held by Reserve Bank of Australia), P. Lowe (ed.), Sidney, Reserve Bank of Australia, 1997, p. 96. ve Mishkin, **“International Experiences with Different Monetary Policy Regimes,”** p. 26.

²²⁷Bernanke ve Mishkin, enflasyon hedeflemesinin katı politik kural yerine **“kısıtlanmış ayarlanabilir politika kuralı”** (constrained discretion) şeklinde algılanması gerektiğini iddia etmektedir. Bernanke and Mishkin, **“Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”** pp. 9-10.

²²⁸Oktar, **a.g.e.**, s. 50.

maddesi vardır. Pratikte Yeni Zelanda’da enflasyon hedeflemesi daha fazla esneklikle uygulanmaktadır²²⁹.

Bernanke ve Mishkin enflasyon hedeflemesinin “kısıtlanmış ayarlanabilir politika kuralı” yapısı olarak iki önemli amaca hizmet edebildiğini belirtmektedir. Bunlar: politik otoritelerle kamuoyu arasındaki iletişimi geliştirmek ve para politikasının sorumluluğunun ve disiplininin artmasını sağlamak. İletişim açısından, enflasyon hedeflerinin ilan edilmesi enflasyonun gelecek seyrine ilişkin belirsizliği azaltarak, merkez bankasının piyasalar ve genel kamuoyu için niyetlerine açıklık getirmektedir. Enflasyon hedeflemesi merkez bankasının sorumluluğunu artıran ve politik planlarını açıkça ortaya koyduğu şeffaf bir politika ortamı sağlamasını mümkün kılmaktadır²³⁰.

Enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının kısa dönem “inisiyatif” faaliyetlerini doğrudan engellemektedir. Fakat saf “ayarlanabilir politika kuralı” stratejisinin tersine, enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankası, kısa dönem faaliyetlerinin uzun dönem enflasyon beklentilerine olan etkilerini hesaplamak ve yayımlamak zorunda bırakılmaktadır. Merkez bankası başkanlarının, uzun dönem enflasyon hedeflerinden sapmış olmalarını kamuoyuna itiraf etmekten hoşlanmadıkları ölçüde bu yapının varlığı, merkez bankasına kısa dönem iyimserliklerini sınırlaması için ilave teşvik sağlamaktadır.

O halde, enflasyon hedeflemesi, kuraldan ziyade bir yapı olarak görüldüğünde bazı önemli avantajlar sağlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi ekonomi ve politika için nominal bir çapa sağlayabilir. Enflasyon hedeflemesi merkez bankasının amaçlarını ve bakış açılarını kamuoyuna bildirerek para politikasının şeffaflığını artırabilir. Politik otoritelere artan disiplin ve sorumluluk sağlama potansiyeline sahip olabilir. Enflasyon hedeflemesi bütün bunları ayarlanabilir politika kuralının kısa dönemdeki faydalarını tamamen bırakmadan başarabilir.

²²⁹Murray Sherwin, “Institutional Frameworks for Inflation Targeting,” **Practical Experiences on Inflation Targeting**, (The Bank of Thailand Symposium), Shangri-La Hotel, Bangkok, October 2000, p. 9.

²³⁰Bernanke and Mishkin, “**Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?**” p. 12.

2.4. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN UYGULAMA YÖNÜ

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilirken uygulamanın gelişimini etkileyebilecek konularda karar verilmesi zorunluluğu doğmaktadır. Bu bölümde, ülke deneyimlerinden hareketle enflasyon hedeflemesi rejimine başlamadan önce; hangi fiyat endeksinin seçileceği, hedef enflasyon oranının ne olacağı, hedefin nokta, bant aralığı ve üst sınır (tavan) şeklinde mi olacağı, hedefin hangi otorite tarafından belirleneceği, para politikalarına ilişkin kararların nasıl alınacağı ve hedefleme süresinin ne olacağı gibi bazı teknik konular irdelenecektir.

Belirtmek gerekir ki, enflasyon hedeflemesinin temel özellikleri konusunda bir fikir birliği olmasına karşın, uygulamanın detayları konusunda aynı fikir birliğine rastlanamamaktadır. Bu detaylar, para politikasının başarısını farklılaştırabilir. Enflasyon hedeflemesinin temel hedefi olan fiyat istikrarı her ülkede genel kabul görürken, uygulamanın; hedeflenecek fiyat endeksinin seçimi, hedef aralığının ve hedefleme süresinin belirlenmesi, hedefin seyri, merkez bankasının tepki fonksiyonunun diğer değişkenleri gibi operasyonel görünümleri, her ülkenin karşılaştığı şokların tiplerini de içerecek şekilde, kendi karakteristiğine geniş kapsamda bağlıdır²³¹. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejimine başvuracak olan her ülke kendi ekonomik koşullarına göre bu teknik konuları belirlemelidir.

2.4.1. Endeks Seçimi

Enflasyon hedeflemesi rejiminde karar verilmesi gereken en önemli ve öncelikli konu, hedef enflasyonun ölçülmesinde hangi fiyat endeksinin²³² tercih edileceğidir. Seçilecek endeksin bazı özelliklere sahip olması gerekmektedir. Endeks

²³¹Loayza and Soto, **a.g.m.**, p. 3.

²³²Fiyat endeksi denildiğinde, standart bir mal ve hizmet sepetinin üretim veya satın alma maliyetinin ölçülmesi anlaşılmaktadır. Enflasyon oranı ise, endeks değerindeki yüzde değişmeyi ifade etmektedir. Örneğin Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) cinsinden yıllık bazda enflasyon oranı; $EO = (TÜFE_t - TÜFE_{t-1} / TÜFE_{t-1}) \times 100$ şeklinde bir yüzde değişim olarak hesaplanmaktadır.

açık, belirgin olmalı, halk tarafından kolayca anlaşılabilir. Enflasyon hedeflemesi rejimine uygun, ideal tek bir fiyat endeksi tanımlamak mümkün değildir, ayrıca gerekli de değildir. Enflasyon hedeflemesine başvuracak olan ülkeler kendi ekonomik koşullarına göre endeksi belirleyebilirler. Uygulamada genellikle iki tür endeks dikkate alınmaktadır: Tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ve gayri safi milli hasıla (GSMH) deflatörü²³³. GSMH deflatörü ulusal enflasyon fikrini çok daha iyi yansıttığından dolayı daha çekici görünmesine rağmen birçok ülke hedef olarak kullanacağı fiyat göstergesi olarak TÜFE'yi seçmiştir. TÜFE'nin genelde seçilmesinin nedenleri; çeşitli fiyat göstergeleri arasında en çok tanınanı olması, sık yayınlanması, nadiren revize edilmesi ve endeksleme hesaplamalarında kullanılmasıdır. Bunun yanında hane halkının yaşam standardının (cost of living) hesaplanmasında kullanılacak en uygun fiyat endeksi olduğu da ileri sürülmektedir²³⁴.

TÜFE, hedef enflasyon oranının ölçülmesinde en uygun endeks olmakla birlikte, bir takım sorunları da beraberinde getirmektedir. Bu sorunların kaynağında, endeks kapsamında yer alan bazı kalemlerin fiyatlarının parasal nedenlerden daha çok dışsal nedenlere (mevsimsel ve iklimsel faktörler, reel şoklar-arz şoku ve dışsal şoklar gibi) bağlı olarak değişmesi yer almaktadır²³⁵. Bu tür dışsal unsurlar;

1. Gıda fiyatları üzerinde etkili olan iklim koşullarındaki değişiklikler,
2. Doğalgaz, benzin gibi hammadde fiyatları üzerinde etkili olan dünya genelindeki arz-talep dengesi,
3. Maliye politikasındaki değişiklikler nedeniyle ortaya çıkan dolaylı vergi artışları şeklinde sayılabilir²³⁶.

²³³GSYİH deflatörü, belli bir yılda nominal GSYİH'nin o yılın reel GSYİH değerine oranıdır. Deflatör, temel yılla cari yıl arasındaki fiyatlarda meydana gelen değişmeyi ölçer. GSYİH deflatörünün hesaplanmasında yer alan mal sepeti yıldan yıla değişebilir. Bununla birlikte fiyat endeksi hesaplanmasında kullanılan en geniş endeks durumundadır. Akyazı, **a.g.e.**, s. 67.

²³⁴Enzo Croce and Mohsin S. Khan, "Monetary Regimes and Inflation Targeting," **Finance and Development**, Vol. 37, No. 3, September 2000, pp. 51-52.

²³⁵Akyazı, **a.g.e.**, s. 67.

²³⁶Öğretmen, **a.g.m.**, s. 9.

Para politikasının uygulanması ve yönlendirilmesinde nispeten istikrarlı bir trende sahip olan endeksin baz alınması gerekir. Bu nedenle TÜFE’de ortaya çıkan dalgalanmaların giderilmesi, bir başka ifade ile düzeltilmesi gerekir. Bunun için TÜFE’nin kapsamında yer alan bazı kalemlerin endeksten çıkarılması yoluna gidilmektedir. Böylece düzeltilmiş endeks yardımıyla ölçülen enflasyon olan “çekirdek enflasyon²³⁷” ya da “temel enflasyona” ulaşılmaktadır. Çekirdek enflasyonun elde edilebilmesi için TÜFE’den çıkarılacak kalemler ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilmektedir. Bununla birlikte gıda ve enerji fiyatları, ipotek faiz ödemeleri, kamu tarafından belirlenen fiyatlar, ulaşım maliyetleri ve dolaylı vergiler (KDV) gibi kalemlerin yaygın olarak endeks kapsamından çıkarıldığı görülmektedir²³⁸.

TÜFE dışında ayarlanmış yeni bir endeksin yaratılmasının uygulama açısından sağladığı avantajlara rağmen, hedeflemede kaçış yolunun açık olması şeklinde algılanması durumunda merkez bankasının güvenilirliğini olumsuz etkileyebileceği düşünülmektedir²³⁹. Ayrıca çekirdek enflasyon tercihi ile birlikte, enflasyon hedeflemesinde şeffaflığın ortadan kalkabileceği, şokların neden olduğu birinci dönem etkilerinden (first round effects) para politikasının dışlanabileceği, buna karşılık şokların ücretler ve fiyatlar üzerindeki etkilerini ifade eden ikinci dönem etkilerinin ise (second round effects) dışlanamadığı ve son olarak ekonomide TÜFE üzerinden endekslenmenin yaygın olması halinde TÜFE’deki değişimlere gösterilen tepkilerin aynı zamanda çekirdek enflasyon tarafından da tespit edilebilmesi gibi yeni sorunlar gündeme gelebilmektedir²⁴⁰.

Uygulamada kullanılan endeksler hakkında fikir sahibi olmak üzere Tablo 2 düzenlenmiştir. Tablodan da izlenebileceği gibi, uygulamada 23 ülkenin 18’inde

²³⁷Çekirdek enflasyon, TÜFE veya ÜFE gibi genel kullanıma açık mal ve hizmet sepetlerinden oluşan enflasyon endekslerinin temel enflasyonist eğilimleri tam olarak yansıtmadığı varsayımı ile bazı mal grupları ile fiyat değişmelerine neden olan bir takım unsurların enflasyon endeksinden çıkarılması sonucu ulaşılan bir enflasyon tanımıdır. Genel tanım bu olmakla birlikte, ülkelerdeki fiyat seviyelerini belirleyen unsurların farklı olması nedeniyle, tek tip çekirdek enflasyon uygulaması bulunmamaktadır. Akyazı, **a.g.e.**, s. 68. ve Öğretmen, **a.g.m.**, s. 10.

²³⁸Akyazı, **a.g.e.**, ss. 68-69.

²³⁹Öğretmen, **a.g.m.**, s. 10.

²⁴⁰Akyazı, **a.g.e.**, s. 71.

fiyat endeksi tercihi doğrudan TÜFE yönünde yapılmıştır. Sadece 5 ülkede çekirdek enflasyon baz endeks olarak dikkate alınmıştır.

Tablo 2. Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkelerde Kullanılan Endeksler

TÜFE	Çekirdek Enflasyon
Brezilya	Güney Kore (petrol ve tarım ürünleri fiyatları hariç)
Polonya	Güney Afrika (faiz ödemeleri hariç)
Filipinler (çekirdek enflasyonda takip edilmekte)	Yeni Zelanda (faiz ödemeleri hariç)
Macaristan	Tayland (işlenmemiş yiyecekler ve enerji fiy. Hariç)
Çek Cumhuriyeti	Norveç (vergiler hariç)
Kolombiya	
İngiltere	
İsrail	
Meksika	
Avustralya	
Şili	
İsveç (çekirdek enflasyonda takip edilmekte)	
İzlanda	
Peru	
İsviçre	
Romanya	
Kanada (aynı zamanda çekirdek enflasyonu da kullanmakta)	
Türkiye	

Kaynak: Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin merkez bankalarının internet sitelerinde yer alan uygulama açıklamaları doğrultusunda düzenlenmiştir.

Ülkelerin fiyat endeksi tercihlerinde de zaman içinde değişiklikler olabilmektedir. Bu ülkelerden Çek Cumhuriyeti ve İngiltere başlangıçta çekirdek enflasyonu baz alırlarken, son dönemde tüketici fiyatları endeksini baz almışlardır. Diğer taraftan, Yeni Zelanda ve Güney Kore ise başlangıçta tüketici fiyatları endeksini baz alırlarken, sonradan çekirdek enflasyonu kullanmaya başlamışlardır. Baştan bu yana çekirdek enflasyonu kullanan Kanada ise zaman içinde çekirdek enflasyonun tanımında değişikliğe gitmiştir²⁴¹.

2.4.2. Hedef Enflasyon Oranı

Enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının hedefleyeceği enflasyon oranının ne olması gerektiği konusu, temel sorunlardan birisidir. Aslında bu sorunun bir boyutu fiyat istikrarının ne anlamı geldiği ile de yakından ilişkilidir. Zira fiyat

²⁴¹Öğretmen, a.g.m., s. 10.

istikrarının ne anlama geldiği konusunda hem teorik hem de uygulama bazında önemli görüş ayrılıklarının olduğu bilinmektedir. Bununla birlikte teoride fiyat istikrarı denildiğinde, daha çok “sıfır enflasyon oranı”nın anlaşıldığı söylenebilir. Sıfır enflasyon durumu aynı zamanda “tam fiyat istikrarı” olarak da nitelendirilmektedir. Buna karşılık uygulamada fiyat istikrarı denildiğinde “düşük ve istikrarlı enflasyon oranı” anlaşılmaktadır²⁴².

Greenspan fiyat istikrarını; “ekonomide yer alan hane halkı ve işletmeler gibi karar alıcılarının, günlük yaşamlarıyla ilgili kararlar alırken dikkate almak zorunda kalmayacağı, yeterli derecede düşük bir enflasyon oranı” olarak tanımlamıştır²⁴³. Greenspan’ın yapmış olduğu bu tanımlamanın literatürde ve uygulamada geniş bir kabullenme gördüğünü söylemek mümkündür. Nitekim çağdaş merkez bankacılığında, merkez bankalarının temel amacı ile ilgili sınırlarının belirlenmesinde bu tanımlamanın belirleyici bir rol oynadığı görülmektedir²⁴⁴.

Öte yandan, özellikle teorik platformda fiyat istikrarını temsil edebilecek “optimal enflasyon oranı”nın ne olması gerektiği konusundaki tartışmalar devam etmektedir. Hemen şunu belirtmekte yarar vardır: Gerek ampirik çalışmalar gerekse de uygulamada optimal bir enflasyon oranının varlığından bahsetmek oldukça güçtür. Öncelikle, enflasyon endojen bir değişkendir. Bu yüzden arz şokları, siyasal istikrarsızlık gibi faktörlerin dışında kalan bir faktörle ilişkisi olmayan enflasyondaki değişim çok seyrek görülür. Bu bakımdan hedeflenecek enflasyon oranının belirlenmesi hiç kolay olmayacaktır²⁴⁵.

Oysa enflasyon hedeflemesinde en uygun enflasyon hedefini belirlemek hayati bir öneme sahiptir. Bu yapılamadığı takdirde enflasyon hedeflemesinin başarı şansı neredeyse yok gibidir. Örneğin enflasyon hedeflemesinde çok düşük; yani iddialı bir enflasyon hedefinin ortaya konulması halinde, bunu gerçekleştirmenin

²⁴²Akyazı, **a.g.e.**, s. 72.

²⁴³Frederic S. Mishkin and Klaus Schmidt-Hebbel, “One Decade of Inflation Targeting in The World: What Do We Know and What Do We Need to Know?” **NBER Working Paper Series**, No. 8397, July 2001, p. 27.

²⁴⁴Akyazı, **a.g.e.**, s. 72.

²⁴⁵Bernanke and Mishkin, “**Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?**” p. 13.

ekonomik maliyetinin kısa dönemde yüksek olması ihtimal dahilindedir. Bu nedenle uygulamanın güvenilirliği ve devamı tehlikeye girebilecektir. Buna karşılık olarak, uzun dönemli ve nispeten yüksek oranlı bir hedeflemeye gidilmesi durumunda ise kamuoyunda merkez bankasının enflasyonu düşürme konusunda ciddi olmadığı düşüncesi oluşmaya başlayacaktır²⁴⁶.

Yapılan açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, enflasyon hedeflemesi rejiminde optimal enflasyon oranının belirlenmesinden daha çok, uygulamanın güvenilirliğini ve başarısını artıracak ve hedefin tutturulmasını mümkün kılacak ‘en uygun hedefin’ belirlenmesine çalışmak daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Kaldı ki günümüzde optimal enflasyon oranının ne olması gerektiği konusunda tam bir fikir birliğine henüz ulaşılamamıştır²⁴⁷.

Öte yandan, deflasyondan kaynaklanan asimetrik tehlike, yani fiyat istikrarını sağlamaya çalışırken ekonomiyi deflasyona sokma riski de, fiyat istikrarının göstergesi olarak alınacak olan enflasyon oranının ne olacağının belirlenmesine ilişkin tartışmalarda önemli bir yer tutmaktadır. Teoride optimal enflasyon oranı konusunda bir fikir birliğinin bulunmamasına karşın, enflasyon hedefinin sıfır yada sıfıra çok yakın bir değer olmaması; buna karşın “düşük pozitif bir enflasyon oranı” olması gerektiği yönünde genel bir konsensüsün oluştuğu söylenebilir²⁴⁸.

Bu iddianın ardında yatan gerçek, %1-3 civarında ılımlı bir enflasyonun, hem parasal ücretlerin katılığı sorununu gidererek ekonominin daha iyi çalışmasını

²⁴⁶Akyazı, **a.g.e.**, s. 73.

²⁴⁷**A.e.**, s. 73.

²⁴⁸Başlıca Amerikan gazetelerinde deflasyon konusunda yayınlanan makale sayısının, 1990 yılının ilk yarısında sadece 10, 1997 yılının ilk yarısında 36, Ekim 1998 ile Mart 1999 arasında ise yaklaşık 438 olması, deflasyon tehlikesine ilişkin kaygıların hiç de azımsanamayacak ölçüde olduğunu göstermektedir. J.Bradford De Long, “Should We Fear Deflation?” **Brooking Papers on Economic Activity**, No. 1, 1999, p. 225.

sağlayacağı hem de parasal faiz oranlarının sıfıra yaklaşmasını engelleyerek istikrar politikalarının uygulanabilmesini mümkün kılacağı argümanlarıdır²⁴⁹.

Nitekim, Akerlof, Dickens ve Perry, parasal ücretlerdeki aşağıya doğru katılıktan dolayı, enflasyon oranının %3'ten sıfıra düşürülmesi durumunda, sürdürülebilir işsizlik oranının, oluşturdukları simülasyon modeline göre %1-2, empririk zaman serisi modellerine göre ise %2.6 oranında artacağını; bu nedenle sıfır enflasyon hedefinin kaynak tahsisinde önemli etkinsizliklere neden olacağını söylemektedirler²⁵⁰. O halde, çok düşük veya sıfır enflasyon oranı, emek piyasasında esnekliği azaltabilir. Bu nedenle emek piyasası için sıfır enflasyon hedefi uygun bir hedef değildir. Buna karşılık pozitif enflasyon durumunda reel ücretlerde değişiklik yaparak, emek piyasasında ortaya çıkan dengesizlikler giderilebilir ve böylece ekonomik etkinlik sağlanabilir²⁵¹.

Hemen belirtmek gerekir ki, yüksek ve değişken enflasyon oranının ekonomide yol açacağı ters yöndeki bozuklukları gözardı etmek de olumsuz sonuçlar yaratabilir. Nitekim, Groshen ve Schweitzer tarafından yapılan bir çalışmada, %3-4 oranından sonra söz konusu yararların giderek ortadan kalktığı ve “yağ” değil, “kum” etkisi görüldüğü ortaya konmaktadır²⁵².

Summers ise, enflasyon oranı sıfır iken, bir ekonominin resesyona karşı karşıya kalması halinde, parasal kısa vadeli faiz oranları sıfırın altına

²⁴⁹Şüphesiz, sıfır enflasyonun hedef olarak belirlenmesinin bir sorun yaratmayacağını aksine daha sağlıklı olacağını savunan iktisatçılar da vardır. William Poole, sıfır enflasyonun içinde bulunduğumuz durumdan çıkmak için faydalı olduğunu söyler. Sıfırın çok güzel bir sayı olduğunu ve ılımlı enflasyon için tartışmaların yanlıtıcı ve yanlış olduğunu düşünür. Tecrübeler öğretti ki ekonomik büyüme parasal değil gerçek kaynaklara dayanır ve ılımlı bir enflasyon bile yatırım kararlarını ve kaynak dağılımını bozabilir. Bu ve diğer nedenlerden dolayı Poole sıfır enflasyonun, para politikasının fevkaledi bir nesnesi olacağı kanısındadır. Bu konuda bkz. William Poole, “Is Inflation Too Low?”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, Vol. 81, No. 4, July/August 1999, pp. 3-9. ve Martin Feldstein, “The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability,” **NBER Working Papers**, No. 5469, February 1996, pp. 1-55.

²⁵⁰George, Akerlof, William Dickens and George Perry, “The Macroeconomics of Low Inflation,” **Brookings Papers on Economic Activity**, No. 1, 1996, p. 51.

²⁵¹Akyazı, **a.g.e.**, s. 75.

²⁵²Erica L. Groshen and Mark E. Schweitzer, “The Effects of Inflation on Wage Adjustments in Firm-Level Data: Grease or Sand?”, **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**, No. 9, January 1996, p. 27.

düşürülemeyeceği için, para otoritelerinin kısa vadeli reel faiz oranlarını negatif kılacak tedbirler alabilme yeteneklerini yitireceklerine işaret etmektedir²⁵³. Oysa pozitif bir enflasyon oranı olması halinde, merkez bankasının nominal faiz oranını enflasyon oranının altına indirerek negatif reel faiz politikasını uygulaması mümkün olacaktır²⁵⁴.

Nitekim, Orphanides ve Wieland'ın ABD ekonomisi için yaptıkları bir çalışmaya göre, enflasyon oranı %2 iken sıfır kayıtlı (zero bound) kısa vadeli parasal faiz oranının yol açacağı sorunların gözardı edilebileceğini, buna karşın %0 ve %1 gibi daha düşük enflasyon oranlarının ekonomide ciddi bozulmalara neden olacağını söylemektedirler²⁵⁵. Japon para otoritelerinin 90'lı yıllarda karşı karşıya kaldıkları durum, sıfır kayıtlı parasal faiz oranının, para otoritelerince ekonomiyi deflasyona sürüklenmekten kurtarmaya yönelik olarak alınacak tedbirleri etkisiz hale getirmesinin en güncel örneğidir²⁵⁶.

Son olarak, konuya ilişkin ilk bakışta çelişkili gibi gözüken bir noktaya daha değinmekte yarar vardır. Dikkat edileceği üzere, pozitif enflasyon beklentisinin yararlı olacağı tezi, fiyat istikrarının, ekonomik ajanların karar alma süreçlerinde, fiyatlar genel düzeyindeki olası değişimleri göz önüne almadıkları durum şeklinde yapılan tanımlamasıyla ilk bakışta bir çelişki arz etmektedir. Ancak, araştırmalardan ve faiz oranı düzeylerinden elde edilen enflasyon beklentilerine ilişkin kanıtlar, bu durumun ciddi bir sorun yaratmadığını ortaya koymaktadır. Daha açık bir ifadeyle, enflasyon hedefini sıfırın üzerinde belirlemenin, enflasyon beklentilerinde istikrarsızlığa ya da merkez bankalarının güvenilirliğinde bir azalmaya yol açmadığı görülmektedir²⁵⁷.

²⁵³Lawrence Summers, "How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined," **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 23, No. 3, August 1991, pp. 625-631.

²⁵⁴Akyazı, **a.g.e.**, ss. 74-75.

²⁵⁵Athanasios Orphanides and Volker Wieland, "Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero," **Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series**, No. 98-35, June 1998, p. 3.

²⁵⁶John B. Taylor, "Reassessing Discretionary Fiscal Policy," **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 14, No. 3, Summer 2000, p. 29.

²⁵⁷Almeida and Goodhart, **a.g.m.**, p. 66.

Yapılan açıklamaların ışığında, enflasyon hedeflemesinde sıfır enflasyon hedefinin pek doğru bir yaklaşım olmayacağını söylemek mümkündür. Nitekim uygulamada, düşük ve istikrarlı enflasyon hedefinin %2 ile %3’ler civarında algılanması da bunun bir kanıtı olarak gösterilebilir.

2.4.3. Hedef Aralığı

Enflasyon hedeflemesinde gündeme gelen bir diğer teknik konu, hedeflemede “bant aralığı”, “nokta hedef” veya “üst sınır (tavan)” uygulamalarından hangisinin tercih edileceğidir. Uygulamalara bakıldığında (tablo 3’ten de izlenebileceği gibi), 23 ülkeden sadece bir tanesinde üst sınır (tavan) şeklinde hedef aralığı belirlenirken geriye kalan 22 ülkede ise nokta veya belli bir bant aralığında enflasyon hedefleri ilan edilmektedir. Ayrıca nokta hedef ilan eden merkez bankalarının tamamında da hedef etrafında bir aralık oluşturulmaktadır.

Tablo 3. Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkelerde Hedefin Niteliği

Bant Aralığı		Nokta Hedef		Üst Sınır (tavan)	
Ülke Adı	Hedef	Ülke Adı	Hedef	Ülke Adı	Hedef
Avustralya	% 2-3	Brezilya	% 4.5	İsviçre	< % 2
Filipinler	% 4.5-5.5	Çek Cumhuriyeti	% 3		
Güney Afrika	% 3-6	İngiltere	% 2		
İsrail	% 1-3	İsveç	% 2		
Şili*	% 2-4	İzlanda	% 2.5		
Tayland	% 0-3.5	Meksika	% 3		
Yeni Zelanda	% 0-3.5	Norveç	% 2.5		
Peru	% 1-3	Güney Kore	% 3		
Kanada*	% 1-3	Macaristan	% 3		
Kolombiya	% 3.5-4.5	Romanya	% 4		
		Polonya	% 2.5		
		Türkiye	% 4		

*Şili MB’sı 2001 yılından sonra % 2-4 aralığının orta noktası olan %3’ü operasyonel hedef olarak kullanmaktadır. Kanada MB’sı da % 1-3 aralığının ortası %2’yi hedeflemektedir.

Kaynak: Amato and Gerlach, **a.g.m.**, pp. 781-790; Flux, **a.g.m.**, pp. 18-22; Bernanke and Mishkin, “**Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?**” p. 99; Summers, “**Commentary: Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?**” p. 36; Fischer, “**Modern Central Banking,**” p. 284; Mishkin and Schmidt-Hebbel, **a.g.m.**, pp. 26-32 ve Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin merkez bankalarının internet sitelerinde yer alan uygulama açıklamaları doğrultusunda düzenlenmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerde Bant aralığı uygulamasının yaygın olarak kullanılmasının nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

1. Merkez bankasına (kısa vadeli) şoklara cevap verebilmesi için daha fazla esneklik sağlaması,
2. Merkez bankasının para arzı üzerindeki kontrolünün tam ve mükemmel olmaması,
3. Enflasyondaki uygulanabilir seviyeler ve dalgalanmaların boyutu hakkında farklı görüşler olması,
4. Tek bir oran üzerinden ilan edilen enflasyon hedefinin tutturulabilme olanağının her zaman mümkün olmaması ve bu orandan bir sapmanın olması durumunda uygulanan politikaları zora sokacak şekilde güven kaybının oluşmasıdır.

Hedefin bant aralığı şeklinde belirlenmesinin, politika uygulamalarında esneklik kazandıracığı ve halka enflasyonun tamamen kontrol edilemediği mesajını yollaması nedeniyle daha inandırıcı olduğu ileri sürülebilir. Ancak, aralık hedefinin tutturulamaması, nokta hedefin tutturulamamasına oranla güvenilirlik üzerinde daha olumsuz bir etki yaratacaktır²⁵⁸.

Diğer taraftan belirli bir bant aralığının hedeflenmesi durumunda bu aralığın ne kadar olacağı önem taşımaktadır. Kamunun algılamasıyla ilgili olarak iki tür bant aralığı uygulaması olduğu söylenebilir. Birincisi; merkez bankasının kısa dönemli güvenilirliğine önem veren ancak genellikle bandı zedeleme riski bulunan dar (hard-edged) bant uygulamasıdır. İkinci olarak ise; merkez bankasına kısa vade de daha fazla esneklik olanağı tanıyan fakat kredibilite zafiyetine neden olabilen geniş (soft-edged) bir bant uygulamasıdır²⁵⁹.

²⁵⁸Bernanke et al., **a.g.e.**, p. 294.

²⁵⁹Jodi Scarlata, **Inflation Targeting**, Macroeconomic Management Programs and Policies, Ed. by Mohsin S. Khan, Saleh M. Nsouli and Chorong-Huey Wong, Washington, IMF Publications, 2002, pp. 179-180.

Özellikle bant aralığının dar tutulması halinde enflasyonu hedeflenen aralık içinde tutma çabaları, para politikası enstrümanlarında istikrarsızlığa neden olabilmektedir²⁶⁰. Bu problemi çözmek amacıyla bant aralığının genişletilmesi ise, özel sektör ajanlarının, aralığın orta noktasından ziyade üst sınırı üzerinde yoğunlaşmaları problemini yaratabilir ki, Haldane bu durumu “**aralık sapması**” olarak isimlendirmektedir. Yine Haldane’e göre, bant aralığı şeklinde hedefin belirlenmesi parasal otoriteler için bir “**kayıtsızlık bandı**” oluşturabilir²⁶¹.

Bant aralığında ortaya çıkan sorunların giderilmesinde kullanılacak alternatif yaklaşım nokta hedeflemesidir. Uygulamaya bakıldığında (tablo 4’den de izlenebileceği gibi), nokta hedefine alt ve üst sınırlar konularak, nokta hedefine bir miktar esnekliğin getirildiği görülmektedir. Nitekim Türkiye’de de doğrudan enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçildiği 2006 yılı için sapmaların tespitine yönelik mekanizma olarak (%5 ± %2 gibi) bir “**belirsizlik aralığı**” oluşturulmuştur. Bu aralık, geçici dışsal şokların karşısında makroekonomik dalgalanmaların en aza indirilebilmesi açısından nokta hedef etrafında bir referans olarak kabul edilmektedir²⁶². Böylece esnek hale getirilmiş nokta hedeflemesi sayesinde bir takım yararlar sağlanabilmektedir. Bunlardan birincisi, alt ve üst sınırların merkez bankasının şoklara karşı uygulayacağı politikalar için tek nokta hedefine göre esneklik sağlayabilmesidir. İkincisi, merkez bankasının nokta hedefteki sapma ihtimaline karşı toleransını genişletmesi ve aynı zamanda dar sınırların enflasyon beklentileri için daha açık çapa olma imkanını sağlayabilmesidir. Üçüncüsü, nokta hedeflemesinin belirli sınırlar içerisinde kalması, daha önce de belirtilmiş olan, hedef aralığın üst sınırının hedef olarak izlenmesi riskini ortadan kaldıracaktır. Böylece, enflasyonist beklentileri artırabilecek olan “aralık eğilimini: range bias” azaltılabilir²⁶³.

²⁶⁰Debelle, “**Inflation Targeting in Practice**,” p. 15.

²⁶¹Haldane, “**Ghostbusting: The UK Experience of Inflation Targeting**,” p. 5.

²⁶²TBB, “**Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para Ve Döviz Kuru Politikası**,” s. 19.

²⁶³Akyazı, **a.g.e.**, s. 83.

Tablo 4. Nokta Hedef Uygulayan Ülkelerde Aralık Uygulaması

Ülke Adı	Nokta Hdef	Aralık	Aralığın Hedefe Oranı
Brezilya	% 4.5	± %2	% 45.46
Çek Cumhuriyeti	% 3	± %1	% 33
İngiltere	% 2	± %1	% 40
İsveç	% 2	± %1	% 50
İzlanda	% 2.5	± %1.5	% 60
Meksika	% 3	± %1	% 33
Norveç	% 2.5	± %1	% 40
Macaristan	% 3	± %1	% 33
Güney Kore	% 3	± %0.5	% 33
Romanya	% 4	± %1	% 25
Polonya	% 2.5	± %1	% 40
Türkiye	% 4	± %2	% 40

Kaynak: TBB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para Ve Döviz Kuru Politikası**, Aralık 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr>, s. 20; Mugar Isărescu, **a.g.m.**, p. 8 ve Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin merkez bankalarının internet sitelerinde yer alan uygulama açıklamaları doğrultusunda düzenlenmiştir.

Nokta hedef uygulamasının, para politikasının esnekliğini önemli ölçüde azaltması ve para politikalarında her zaman ince ayarlamaların yapılmasını gerektirmesi gibi olumsuz yönlerine karşılık; beklentiler için doğru çapa olma özelliği taşıması, daha şeffaf olması, enflasyon konusunda merkez bankasının daha ciddi olduğunu göstermesi ve hedefin tutturulmasına bağlı olarak güvenilirliği hızlı bir şekilde artırması şeklinde bir takım olumlu yönleri bulunmaktadır²⁶⁴.

Bu bilgiler ışığında, nokta hedefin daha avantajlı olduğu söylenebilir. Ancak güvenilirliği zayıf olan bir merkez bankasının, yüksek enflasyonun kontrol problemleri de ortada iken, nokta hedef açıklaması özel sektör ajanları tarafından inandırıcı bulunmayacaktır. Ayrıca, belli bir bant aralığından nokta hedeflemesine geçiş, aksi duruma nispetle daha az olumsuzluk yaratacaktır²⁶⁵.

Bu kısmı tamamlamadan önce, Cukierman'ın da vurguladığı gibi, enflasyon hedeflemesi rejiminde iktisadi birimlerin rasyonel beklentiye sahip olması durumunda hedefin nokta veya bant şeklinde olmasının ikincil öneme sahip olacağını

²⁶⁴ **A.e.**, p. 83.

²⁶⁵ Mishkin and Schmidt-Hebbel, **a.g.m.**, p. 18.

belirtmekte yarar vardır. Çünkü ekonomik birimler, hükümetin ve/veya merkez bankasının nokta hedef ilan etse de bu hedefi sınırlı olanaklarından dolayı tutturamayacaklarını bildikleri için, hedefin nokta ya da bant olarak ilan edilmesi arasında herhangi bir reel farklılık olmayacaktır²⁶⁶.

2.4.4. Hedefin Belirlenmesi ve İlan Biçimi

Enflasyon hedefinin belirlenmesinde hangi kurumun yetkili olacağı konusu merkez bankasının bağımsızlığı ile yakından ilişkilidir. Bu doğrultuda bağımsızlık kavramının hedefin belirlenmesi anlamında değil, belirlenen hedefe uygun para politikasının yürütülmesi anlamında değerlendirilmesi daha uygun olmaktadır. Başka bir deyişle, merkez bankasının bağımsızlığı, kendi amaçlarını belirleme açısından bağımlı olması (para politikası amaçlarının hükümet veya yönetim tarafından belirlenmesi), ancak araçların uygulanması açısından bağımsız olması (belirlenen amacın gerçekleştirilmesinde faaliyetlerinin kısıtlanmaması) merkez bankası açısından daha uygundur²⁶⁷.

Enflasyon hedefinin ilan şekli, hükümet ve merkez bankası arasındaki uyumu göstermesi açısından büyük önem taşımaktadır. Nitekim hedefin ilan şekline bakarak, hedef üzerinde kimin daha fazla inisiyatifine sahip olduğunu, merkez bankasının tam bağımsız olup olmadığını ve enflasyon hedefi üzerinde birden fazla kurumun etkili olup olmadığını anlamak mümkündür²⁶⁸. Şüphesiz ki, enflasyonun sadece merkez bankası tarafından değil, hükümetle birlikte ilan edilmesi daha sağlıklı bir yaklaşım olacaktır. Çünkü enflasyon hedefinin sadece merkez bankası tarafından ilan edilmesi, siyasal otoritenin bu hedefe ne ölçüde bağlı kalacağı konusunda piyasalara ve halka bir sinyal göndermeyecek ve güvenilirlik problemi yaratacaktır²⁶⁹. Dahası, enflasyon hedefi konusundaki ortak taahhüt, politikacıların

²⁶⁶Akyazı, **a.g.e.**, ss. 83-84.

²⁶⁷Guy Debelle and Stanley Fischer, "How Independent Should a Central Bank Be?" **in Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policy**, Jeffrey C. Fuhrer (ed.), Boston, Conference Series No. 38, Federal Reserve Bank of Boston, 1994, p. 198.

²⁶⁸Malatyali, **a.g.e.**, ss. 11-12.

²⁶⁹Almeida and Goodhart, **a.g.m.**, p. 62.

miyopik tutumlarını gözden geçirmelerine ve enflasyona karşı duyarlı olmalarını sağlayarak, maliye politikaları üzerinde disipline edici bir baskı oluşturacaktır²⁷⁰.

Tablo 5. Hedefin Belirlenmesi ve İlan Biçimi

Merkez Bankası ve Hükümet Birlikte	Merkez Bankası		Hükümet	
	Doğrudan	Hükümete Danışarak	Doğrudan	Merkez Bankasına Danışarak
Avustralya	Meksika	Şili	Norveç	Brezilya
İzlanda	İsviçre	Güney Kore	İngiltere	Güney Afrika
Yeni Zelanda	Çek Cumhuriyeti	Macaristan		Tayland
Filipinler	İsveç	Peru		İsrail
Kolombiya	Polonya			
Kanada				
Romanya				
Türkiye				

Kaynak: Öğretmen, **a.g.m.**, s. 8; TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu**, Kanun No. 1211, Kabul Tarihi. 14 Ocak 1970, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr> (**Madde 4-** 25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli) ve Mugur Isărescu, **a.g.m.**, p. 4.

Enflasyon hedefinin belirlenmesi, belirleyici kurum açısından ülkeler arasında farklılıklar göstermektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşması açısından para ve maliye otoriteleri arasındaki zorunlu işbirliği, hedefi belirleme yetkisinde kendini göstermektedir. Tablo 5’den de izlenebileceği gibi, 7 ülke dışında hedefler, merkez bankası ile hükümet arasında yapılan görüşmeler neticesinde belirlenmektedir. Yetki açısından bakıldığında ise İnceleme konusu 23 ülkeden 8’inde hükümet ve merkez bankası birlikte hedefi belirlerken, 9’unda merkez bankası, 6’sında ise hükümet yetkili kılınmaktadır²⁷¹.

2.4.5. Merkez Bankalarının Karar Mekanizması

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerde uygulanacak para politikalarına ilişkin kararlar iki ülke hariç belli bir kurul/komite tarafından alınmaktadır. Sadece İsrail ve Yeni Zelanda’da karar mercii doğrudan başkanın kendisidir. Ancak İsrail’de Banka’nın politikalarına ilişkin görüş oluşturmakla görevli, üyeleri hükümet tarafından atanan, iki ayrı kurul bulunmaktadır. İsrail’in

²⁷⁰Bernanke et al., **a.g.e.**, p. 323.

²⁷¹Öğretmen, **a.g.m.**, s. 8.

dışında Filipin Merkez Bankası'nda da, “**danışma komitesi**”, para politikasının oluşturulmasında “**para politikası kurulu**”na yardımcı olmaktadır²⁷².

Karar süreci içinde bazı ülkelerde hükümeti temsilen bir kişinin gözlemci ve/veya asıl üye olarak komitelerde yer alması dikkat çekmektedir. İngiltere, Macaristan ve Şili’de hükümeti temsilen maliye bakanı (veya bakanı temsilen bir kişi) gözlemci sıfatıyla komite toplantılarına katılmaktadırlar. Bu kişilerin oy hakları bulunmamaktadır. Ancak Kolombiya’da maliye bakanı doğrudan Kurul’un bir üyesidir²⁷³.

Tablo 6. Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkelerde Merkez Bankalarının Karar Mekanizması

Ülke Adı	Karar Mercisi	Üye Sayısı	Ülke Adı	Karar Mercisi	Üye Sayısı
Avustralya	Banka Yönetim Kurulu	9	Kanada	Banka Yönetim Kurulu	7
Brezilya	Para Politikası Komitesi	10	Kolombiya	Banka Yönetim Kurulu	7
Çek Cumhuriyeti	Banka Meclisi	7	Macaristan	Para Politikası Kurulu	7-9
Filipinler	Para Politikası Kurulu	7	Meksika	Başkanlar Kurulu	5
Güney Afrika	Para Politikası Komitesi	8	Norveç	Banka Yönetim Kurulu	7
Güney Kore	Para Politikası Komitesi	7	Peru	Banka Yönetim Kurulu	7
İngiltere	Para Politikası Komitesi	9	Polonya	Para Politikası Kurulu	10
İsrail	Başkan	-	Şili	Banka Meclisi	5
İsveç	Banka Yönetim Kurulu	6	Tayland	Para Politikası Komitesi	7
İsviçre	Başkanlar Kurulu	3	Yeni Zelanda	Başkan	-
İzlanda	Başkanlar Kurulu	3	Türkiye	Para Politikası Kurulu	7
Romanya	Banka Meclisi	7			

Kaynak: Öğretmen, a.g.m., s. 9; TBB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Döviz Kuru Politikası**, Aralık 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr>, ss. 31-33 ve TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu**, Kanun No. 1211, Kabul Tarihi. 14 Ocak 1970, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr> (**Madde 22/A-** 25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile eklenmiştir) ve Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin merkez bankalarının internet sitelerinde yer alan uygulama açıklamaları doğrultusunda düzenlenmiştir.

Türkiye’de ise uygulanacak para politikalarına ilişkin kararlar “**para politikası kurulu**” tarafından alınmaktadır. Para politikası kurulu, başkan (governör)ın başkanlığı altında, başkan (governör) yardımcıları, banka meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve başkan (Governör)ın önerisi üzerine müşterek kararlar atanacak bir üyeden oluşur. Hazine müsteşarı veya belirleyeceği müsteşar yardımcısı toplantılara oy hakkı olmaksızın katılabilir. Başkanlık (governörlük),

²⁷²Öğretmen, a.g.m., s. 9.

²⁷³A.e., ss. 8-9.

başkan (governör) yardımcılığı ve banka meclisi üyeliği görevi sona erenlerin para politikası kurulu üyeliği de sona erer²⁷⁴.

2.4.6. Hedefleme Süresi ve Optimal Para Politikası Modeli

Hedefleme süresi (zaman aralığı), hedef enflasyonun ilan edildiği dönem başlangıcı ile hedefin gerçekleştirilmesinin beklenildiği dönem arasındaki süreyi ifade etmektedir.

Uygulamada:

1. Bir yıllık,
2. İki yıllık,
3. Çoklu yıl,
4. Belirsiz zaman süresi

Gibi seçeneklerden biri ülkelerin kendi ekonomik koşulları çerçevesinde tercih edilmektedir²⁷⁵.

Bu bağlamda hedefleme süresi ne olmalıdır? Üç aylık mı, yıllık mı, iki yıllık mı ya da başka bir süre mi? Günümüzdeki enflasyon hedefleme modelleri, merkez bankalarının sevmediği, genellikle hedefleme süresini basit bir şekilde ‘bir dönemlik’ (one-period) uygulanacağını varsayan modellerdir. Açıkçası merkez bankasının tercihlerini etkileyen böyle bir varsayım, optimal para politikalarının oluşturulması sürecini ve sonuçlarını da etkileyecektir.

Diğer taraftan, para politikasının enflasyona etkisindeki gecikme de hedefleme süresinin belirlenmesinde etkili olmaktadır. Uygulanan politikaların enflasyona etkilerini belirlemek ve değerlendirmek için en az bir yıl veya daha fazla

²⁷⁴TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu**, Kanun No. 1211, Kabul Tarihi. 14 Ocak 1970, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>

²⁷⁵Öğretmen, **a.g.m.**, s. 8.

beklemek gerekmektedir. Bu sürenin belirlenmesinde para politikasının kısa vadeli şokların neden oldukları dalgalanmaları giderme yeteneği de etkili olmaktadır. Hedefleme süresi, enflasyon hedefinden sapmaların politika hatalarından mı yoksa merkez bankasının kontrolü dışındaki şoklardan mı kaynaklandığının belirlenmesi açısından da önem taşımaktadır.

Uygulayıcı ülkeler arasında hedefleme süresi, tablo 7'den de izlenebileceği gibi ağırlıklı olarak enflasyonun zaman aralığı verilmeksizin sürekli olarak belli bir oranda kalmasının hedeflenmiş olması dikkat çekmektedir. Esasen belirsiz zaman süresi, enflasyon oranının belli seviyelere düşürülmesinden sonra uygun olabilecek bir uygulamadır. Nitekim bu şekilde hedef belirleyen ülkelerin enflasyon seviyelerinin belirli bir istikrara ulaşmış olduğu görülmektedir. Örneğin, Yeni Zelanda ve Kanada'da merkez bankaları, enflasyonu indirme sürecine bir referans olması amacıyla önce 18 aylık hedef belirlemişlerdir. Yeni Zelanda, hedef belirleme süresini daha sonra 12 aya indirirken Kanada bunu 18 ay olarak devam ettirmiştir. Enflasyon oranı uzun dönem seviyesine indikten sonra her iki ülke de hedef dönemini 5 yıllık olarak devam ettirmişlerdir²⁷⁶. Bu ülkelerden Yeni Zelanda 1997 yılı ve sonrasında süresiz uygulamaya geçmiş, Kanada ise 1994 yılından bu yana hedef değerlerde bir değişiklik yapmamıştır. Yine zaman aralığı vermeyen ülkelerden İsviçre, İsveç, Avustralya ve Tayland uygulamanın başladığı yıldan bu yana hedeflerinde herhangi bir değişiklik yapmazken, İngiltere ve 1997 yılı ve sonrasında süresiz uygulamaya başlamış diğer ülkeler ise 2000'li yıllarda süresiz uygulamaya geçmişlerdir. Hedeflerini belirli süreler için belirleyen ülkelerden Norveç de Kanada gibi hedeflemeye geçtiği 1991 yılından bu yana, hedef değerlerde bir değişiklik yapmamıştır²⁷⁷.

²⁷⁶Malatyalı, **a.g.e.**, s. 12.

²⁷⁷Öğretmen, **a.g.m.**, s. 13.

Tablo 7. Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkelerin Kullandıkları Zaman Aralıkları

Bir Yıl	İki Yıl	Çoklu Yıl	Belirsiz (Sürekli)
Brezilya	Norveç	Kanada	İngiltere
	Filipinler	Macaristan	Yeni Zelanda
	Güney Afrika	Çek Cumhuriyeti	İsrail
		Güney Kore	Meksika
		Kolombiya	Avustralya
		Romanya	Şili
		Türkiye	İsveç
			Tayland
			İzlanda
			Peru
			Polonya
			İsviçre

Kaynak: Öğretmen, a.g.m., s. 13; Mugur Isărescu, a.g.m., p. 5; TBB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para Ve Döviz Kuru Politikası**, Aralık 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr>, s. 15 ve TCMB, **Haftalık Basın Bülteni**, Sayı. 11, Eylül 2008, s. 1.

Optimal hedefleme süresinin seçiminde otoritelerin istikrarsız büyüme ile fiyat hareketlerinde dalgalanma arasında tercihleri önem taşımaktadır. Bu iki değişken arasındaki karşıtlık, şoklara karşı etkin bir istikrar politikasının nasıl uygulanacağına kritik, nokta olmaktadır. Hızlı bir anti-enflasyonist süreç -hedefleme döneminin kısa tutulması- enflasyon hedefinden sapmalardan doğan refah kayıplarını azaltacaktır. Ancak bunun kısa dönemde maliyeti istikrarsız büyüme ve olası bir durgunluk olacaktır. Bu bağlamda, aşağıda Svensson'un önerdiği temel enflasyon hedefleme modeli²⁷⁸ çerçevesinde hedefleme süresinin artırılmasının, optimal para politikası oluşturulması sürecini ve sonuçlarını nasıl etkileyeceği incelenecektir. Sonuçlarından bazılarına göz atıldığında, hedefleme süresinin belirlenmesi, büyümede dalgalanma-enflasyonda dalgalanma arasındaki karşıtlık ile yakından ilişkili olması nedeniyle zaman aralığı uzadıkça büyüme oranlarındaki istikrarsızlık azalmaktadır²⁷⁹. Alternatif olarak, çıktı istikrarına belirli bir ağırlık verildiğinde faiz oranındaki değişiklikten kaynaklanan açık maliyetleri dikkate almak zorunda

²⁷⁸Bu modelin oluşturulmasında, Lars E. O. Svensson'un, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," **NBER Working Paper Series**, No. 5797, October 1996, pp. 1-37; "Inflation Targeting: Some Extensions," **Scandinavian Journal of Economics**, Vol. 101, 1999, pp. 337-361; "Price Level Targeting Versus Inflation Targeting: A Free Lunch," **NBER Working Paper Series**, No. 5719, August 1996, pp. 1-28, adlı makalelerinden yararlanılmıştır.

²⁷⁹Haldane, "Designing Inflation Targets," p. 94.

kalmadan daha düzgün politika yolları oluşturabileceğimiz araçlar elde edebiliriz. Ayrıca zaman aralığı çok uzun tutulduğunda fiyat seviyesi hedeflemesine doğru bir benzerlik oluşmaktadır. Bu bağlamda, aşağıda fiyat seviyesi hedeflemesi ile sonsuz uzunluktaki bir dönemde sürekli enflasyon hedeflemesi arasındaki ilişki de incelenmiştir.

2.4.6.1. Basit Ekonomik Model ve Merkez Bankası Davranışı

Son derece basitleştirilmiş bir kapalı ekonomide $\pi_{1,t+1}$ ve y_{t+1} , şu şekilde tanımlansın:

$$\pi_{1,t+1} = \pi_{1,t} + \alpha_y y_t + \varepsilon_{p,t+1}, \quad (1)$$

$$y_{t+1} = \beta_y y_t - \beta_r (i_t - \pi_{1,t}) + \varepsilon_{y,t+1}. \quad (2)$$

Notasyon şu şekildedir. $\pi_{1,t}$ t zamanındaki 1 dönemlik enflasyon oranını gösterir, böylece $\pi_{1,t} \equiv p_t - p_{t-1}$ olur, burada p_t , t dönemindeki fiyat seviyesini göstermektedir. y_t çıktı aralığını (çıktının doğal seviyesinden sapma miktarını) gösterirken i_t t dönemindeki faiz (repo faizi) oranını göstermektedir. Katsayıların, $\alpha_y > 0$, $\beta_r > 0$ ve $0 < \beta_y < 1$ koşullarını sağladığı varsayılmıştır. Bu yüzden ilk denklem, bir dönemlik enflasyon oranını çıktı aralığıyla ve bir önceki dönemin enflasyon oranı ile ilişkilendiren geleneksel Phillips eğrisi olarak yorumlanmıştır. İkinci denklem ise çıktı aralığının kendi gecikmesi ve gecikmiş reel faiz oranı tarafından belirlendiğini gösteren bir toplam talep ilişkisidir. Değişkenlerin zamanlaması analizin geri kalan kısmı için önem teşkil etmektedir. (1) ve (2) numaralı denklemler i_t deki bir değişikliğin bir sonraki dönemin çıktısını ve 2 dönem sonraki 1 dönemlik enflasyonu etkilediğini göstermektedir. Bundan sonra bunu 2 dönemlik ‘kontrol gecikmesi’ olarak nitelendireceğiz.

Şimdi de merkez bankasını tanıtalım, merkez bankası (i) enflasyonu sabit bir hedefte (π^*) ve (ii) muhtemelen çıktıyı doğal değerinde sabitlemeye çalışmaktadır. Eğer enflasyon hedeflemesi tek ilgi noktası ise merkez bankası Svensson'un terminolojisindeki **kati enflasyon hedeflemesi** stratejisini izleyecektir. Eğer merkez bankası çıktının değişkenliğini de dikkate alırsa **esnek enflasyon hedeflemesi** stratejisini izleyecektir²⁸⁰. Bu durum formüle edilmek istenirse, merkez bankası $0 < \delta < 1$ koşulunu sağlayan iskonto faktörünü (δ) mümkün olduğunca minimize etmeyi amaçlamaktadır.

$$\min_{\{\bar{\pi}_{j,\gamma}, y_\gamma\}_{\gamma=t}^{\infty}} E_t \sum_{\gamma=t}^{\infty} \delta^{\gamma-t} L(\bar{\pi}_{j,\gamma}, y_\gamma), \quad (3)$$

Dönemin kayıp fonksiyonu da şu şekilde tanımlanır:

$$L(\bar{\pi}_{j,t}, y_t) \equiv \frac{1}{2} \left[\bar{\pi}_{j,t} - \pi^* \right]^2 + \lambda y_t^2$$

Burada λ çıktı istikrarı üzerindeki nispi ağırlığı gösterirken **hedef enflasyon oranı** ($\bar{\pi}_{j,t}$), şu şekilde tanımlanır:

$$\bar{\pi}_{j,t} \equiv \frac{1}{j} \sum_{s=0}^{j-1} \pi_{1,t-s} = \frac{1}{j} (p_t - p_{t-j}). \quad (4)$$

Bu j dönemlik ortalama (j -period average) bize enflasyonun hesaplandığı zaman aralığının değişmesine imkan verir. Örneğin, eğer (1) ve (2) numaralı denklemler yıllık ekonomik modeli temsil ediyorsa $\pi_{1,t}$ en basit anlamda yıllık enflasyon oranını gösterir. $\bar{\pi}_{2,t}$ ise ortalama 2 yıllık enflasyon oranını gösterir (yıllık olarak ölçülmüş). j 'yi 1 den yukarıya doğru artırmak, merkez bankasının hedefleme

²⁸⁰Svensson, "Inflation Targeting: Some Extensions," p. 337.

süresini belirlerken “uzun dönemli bir bakışa” sahip olduğunu gösterir. Ortalama enflasyon oranının ölçüm periyodu olan j parametresi bundan sonra ‘zaman aralığı’ olarak anılacaktır²⁸¹.

Eğer (4) numaralı denklemde $j \rightarrow \infty$ giderse basit mantık bize durumun fiyat seviyesi hedeflemesine doğru gittiğini gösterir. Bu bağlamda, aşağıda enflasyon hedeflemesi ile fiyat seviyesi hedeflemesi arasında yer alan ardışık (sıralı) sistemlerin özellikleri de incelenecektir²⁸².

2.4.6.1.1. Durum Boşluk (State-Space) Gösterimi ve Çözüm

Yukarıda anlatılan model Svensson’ın çalışmasında $j = 1$ durumu için analitik olarak çözülmüştür²⁸³. $j > 1$ olduğu durumlarda ise analitik sonuçlara ulaşmak mümkün değildir. Bunun yerine problemi standart bir optimal düzenleyici problemine (optimal regulator problem) çevirerek, çok iyi tasarlanmış araçlar vasıtası ile optimal reaksiyon fonksiyonunu (optimal reaction function) çözebiliriz.

(1) ve (2) numaralı denklemlerin durum-boşluk gösterimi:

$$\begin{bmatrix} \pi_{1,t+1} \\ y_{y+t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & \alpha_y \\ \beta_r & \beta_y \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \pi_{1,t} \\ y_t \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 0 \\ -\beta_r \end{bmatrix} i_t + \begin{bmatrix} \varepsilon_{p,t+1} \\ \varepsilon_{y,t+1} \end{bmatrix},$$

²⁸¹Haldane ise bunu ‘enflasyon aralığı’ (periodicity of inflation) olarak tanımlamıştır. Haldane, “**Designing Inflation Targets**,” p. 89.

²⁸²Batini ve Yates ara rejimleri formüle etmek için alternatif bir yöntem geliştirmişlerdir. Onlar, çıktı aralığı ile birlikte enflasyon ve fiyat seviyesinin dışbükey birleşimlerinin de merkez bankasının kayıp fonksiyonunun bir parametresi olduğunu belirtmişlerdir. Nicoletta Batini and Anthony Yates, “Hybrid Inflation and Price Level Targeting,” **Bank of England Working Paper Series**, No. 135, May 2001, pp. 1-28

²⁸³Çözüm için bkz. Svensson, “**Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets**,” pp. 1-37 ve Svensson, “**Inflation Targeting: Some Extensions**,” pp. 337-361.

ya da daha basit bir şekilde:

$$x_{t+1} = Ax_t + Bi_t + \varepsilon_{t+1},$$

gibidir. Burada x_t , $\pi_{1,t}$ ve y_t den oluşan durum vektörüdür. Farklı j değerlerinin para politikası ve ekonomi üzerindeki etkilerini incelerken fazladan durum değişkeni tanımlamak faydalı olacaktır. Bu bağlamda merkez bankası tanımladığı ilave durum değişkeni yardımıyla, sadece bir dönemlik enflasyon oranını değil gecikmeli enflasyon oranlarını da göstermeyi amaçlamıştır. Bu ise ikinci dereceden bir durum vektörü yardımıyla gösterilebilir. Şimdi x_t vektörünü, gecikmeli enflasyon ($\tilde{\pi}_t$) oranlarını da içeren $(j-1) \times 1$ boyutlarında bir sütun vektörü ekleyerek genişletelim. (Şöyle ki, $\tilde{\pi}_t \equiv \begin{bmatrix} \pi_{1,t-1} \\ \pi_{1,t-2} \\ \vdots \\ \pi_{1,t-(j-1)} \end{bmatrix}$):

$$\tilde{x}_t \equiv \begin{bmatrix} x_t \\ \tilde{\pi}_t' \\ y_t \end{bmatrix}.$$

Bu genişletme ile birlikte durum vektörü, \tilde{x}_t , $(2+j-1) \times 1$ boyutlarında bir vektör olacaktır. Bu genişletilmiş gösterim ise aşağıdaki gibidir.

$$\tilde{x}_{t+1} = A_j \tilde{x}_t + B_j i_t + \varepsilon_{j,t+1}, \quad (5)$$

A_j ve B_j matrisleri yeni durum vektörüne uyum sağlayacak şekilde düzenlenmişlerdir ve $\varepsilon_{j,t+1}$ uygun yerlere ilave edilen sıfırlar ile eski ε_{t+1} 'dir. Merkez bankasının amacı da benzer şekilde genişletilmiş durum vektörüne göre şu şekildedir:

$$\min_{\{i_t\}_{t=0}^{\infty}} E_t \sum_{\gamma=t}^{\infty} \delta^{\gamma-t} \tilde{x}_\gamma' Q_j \tilde{x}_\gamma, \quad (6)$$

Q_j matrisi $(2 + j - 1) \times (2 + j - 1)$ boyutlarındadır ve aşağıdaki gibidir:

$$Q_j \equiv \begin{bmatrix} \frac{1}{j^2} & \frac{1}{J^2} & \cdots & \frac{1}{J^2} \\ \frac{1}{j^2} & \frac{1}{j^2} & \cdots & \frac{1}{j^2} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \frac{1}{j^2} & \frac{1}{j^2} & \cdots & \frac{1}{j^2} \\ & 0_{1 \times j} & & \lambda \end{bmatrix} 0_{j \times 1}$$

(5) numaralı denklem kısıt olarak kullanılarak (6) numaralı denklem kısaltıldığında:

$$i_t = F_j \tilde{x}_t,$$

formunda bir optimal reaksiyon fonksiyonu elde edilir. Burada F_j matrisi $(2 + j - 1)$ elemanlıdır. Optimal reaksiyon fonksiyonunun, (5) numaralı denklemde yerine konması ile birlikte modelin indirgenmiş hali elde edilmiş olur ki burada M_j matrisi $(2 + j - 1) \times (2 + j - 1)$ boyutlarındadır:

$$\tilde{x}_{t+1} = A_j \tilde{x}_t + B_j F_j \tilde{x}_t + \varepsilon_{j,t+1} = (A_j + B_j F_j) \tilde{x}_t + \varepsilon_{j,t+1} \equiv M_j \tilde{x}_t + \varepsilon_{j,t+1}.$$

2.4.6.2. Farklı Ölçüm Dönemlerinde Optimal Para Politikaları

Bu başlık altında, sayısal yöntemleri kullanarak elde edilmiş farklı j ve λ değerleri için optimal para politikası sonuçları incelenecektir. (1) ve (2) numaralı denklemlerdeki parametre değerleri Orphanides ve Wieland'ın çalışmasından alınmıştır. Tablo 8'den de izlenebileceği gibi Orphanides ve Wieland bu denklemler

için 1976-1998 dönemleri arasında yıllık verileri kullanarak ‘Euro alanı’ için parametre tahminleri yapmışlardır²⁸⁴.

Tablo 8. Parametre Değerleri

α_y	β_y	β_r	$\text{Var}(\varepsilon_p)$	$\text{Var}(\varepsilon_y)$
0.34	0.77	0.40	0.88	0.71

Kaynak: Orphanides and Wieland, “**Inflation Zone Targeting,**” pp. 43-44.

Burada ölçüt, $j = 1$ durumuna karşı kıyaslama yapmaktır. Bu durum Svensson’ın çalışmasında analitik olarak çözülmüştür²⁸⁵. Bu çözüm göstermiştir ki çıktı istikrarına daha fazla önem verilmesi kriz sonrasında hedef enflasyon oranına daha yavaş geri dönülmesine ve politika araçları ile çıktıda daha az değişkenliğe neden olmaktadır. Burada sorulması gereken soru şu: uzun dönemde (farklı λ değerleri için) bu ölçüt ile karşılaştırıldığında sonucun daha yumuşak (smoother) para politikaları ile daha az reel değişkenliğe sebep olup olmadığıdır. Çok katı olarak kurala bağlı (agresif) bir politikasının göstergeleri şunlardır: (i) Politikanın dinamik tepkisi (ani etki-tepkiler) (ii) Politikanın anlık tepkisi (reaksiyon fonksiyonundan gelen) (iii) Politikanın değişkenliği (kullanılan politika aracındaki değişikliğin koşulsuz standart sapması).

Politika araçlarından i_t , bir dönemlik enflasyon $\pi_{1,t}$, çıktı y_t ve fiyat seviyesi p_t için ani etki-tepkiler sırası ile şekil 2–5’de gösterilmiştir. Tablo 9 optimal reaksiyon fonksiyonu için katsayıları içerirken, tablo 10 koşulsuz standart sapmaları göstermektedir. Yer kaplamaması için j ve λ ’nın belirli sayıdaki ‘tipik’ (representative) kombinasyonları kullanılmıştır. λ parametresi için 4 farklı değer kullanılmıştır. Bunlar: $\lambda = 0, 0.01, 0.1$ ve 0.5 (Daha büyük λ değerlerinde, $\lambda = 0.5$ değeri kullanıldığı zaman elde edilen sonuçlara benzer sonuçlar elde edilmiştir). Ölçüm dönemi için $j = 1, 4, 8$ ve 12 değerleri kullanılmıştır. Karşılaştırma açısından

²⁸⁴Athanasios Orphanides and Volker Wieland, “Inflation Zone Targeting,” **European Central Bank Working Paper Series**, No. 8, October 1999, pp.1-54.

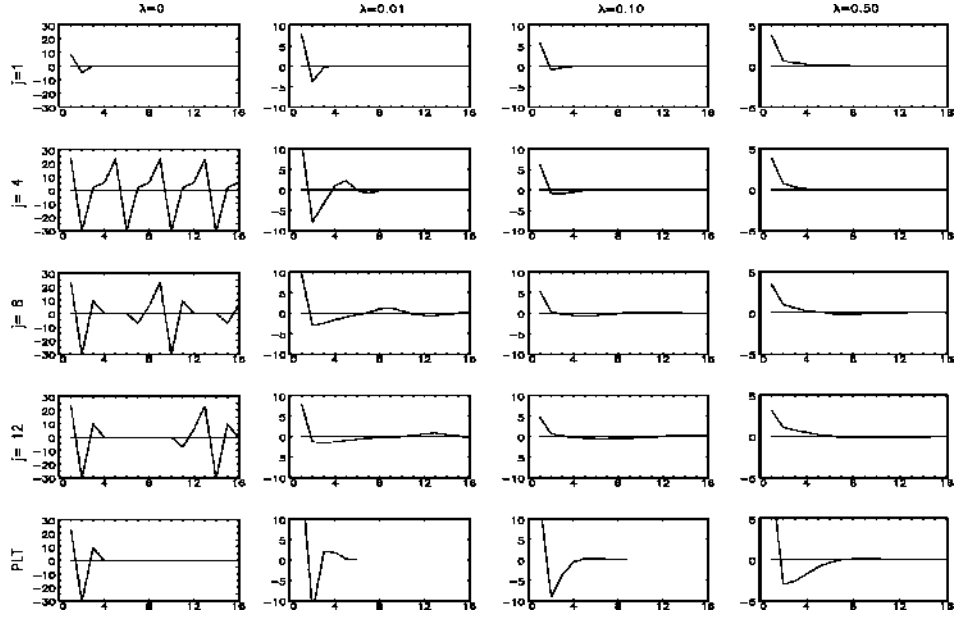
²⁸⁵Ayrıntılı bilgi için bkz. Svensson, “**Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets,**” pp. 1-37.

(3) numaralı denklemdeki kayıp fonksiyonunda enflasyon ile fiyat seviyesinin yer değiştirmesi ile elde edilen fiyat seviyesi hedefleme durumu da gösterilmiştir. (Bu nedenle şekiller ve tablolar da ‘fiyat seviyesi hedeflemesi’ için PLT kısaltması kullanılmıştır).

Bu bağlamda acaba hedefleme süresi belirlenirken zaman aralığının uzun tutulması yumuşak (daha az agresif) bir para politikasına neden olur mu? Cevap λ değerine göre değişiklik gösterir ve bu durum için üç aralık belirleyebiliriz. Bunlar:

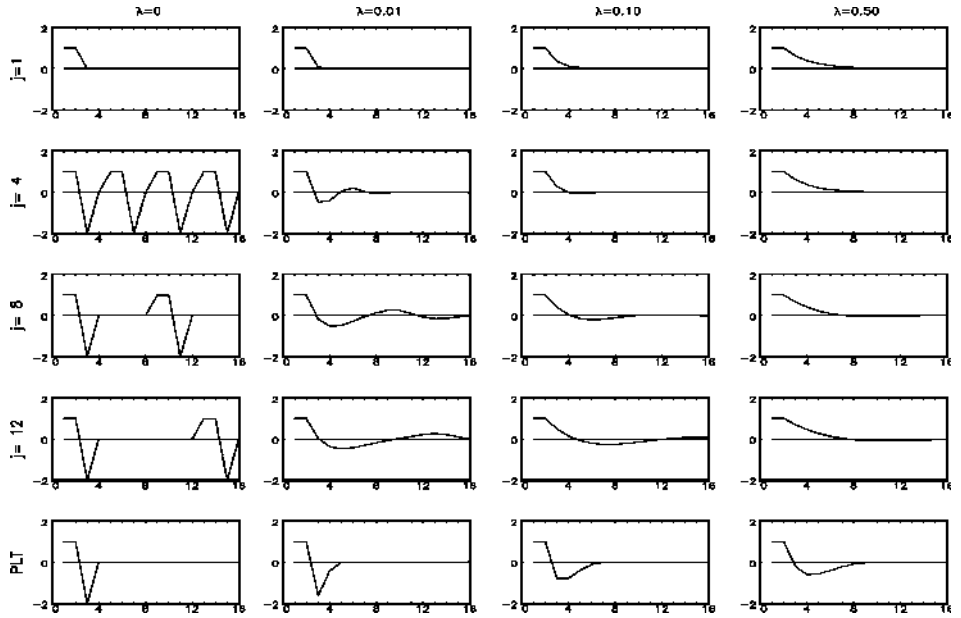
- (i) Birinci Aralık: $\lambda = 0$,
- (ii) İkinci Aralık: λ Pozitif Fakat  Küçük,
- (iii) nc Aralık: Büyük λ Değerleri.

Şekil 2. Maliyet-İtişli (Cost-Push) Bir Krizden Sonra Para Politikasının Tepkileri



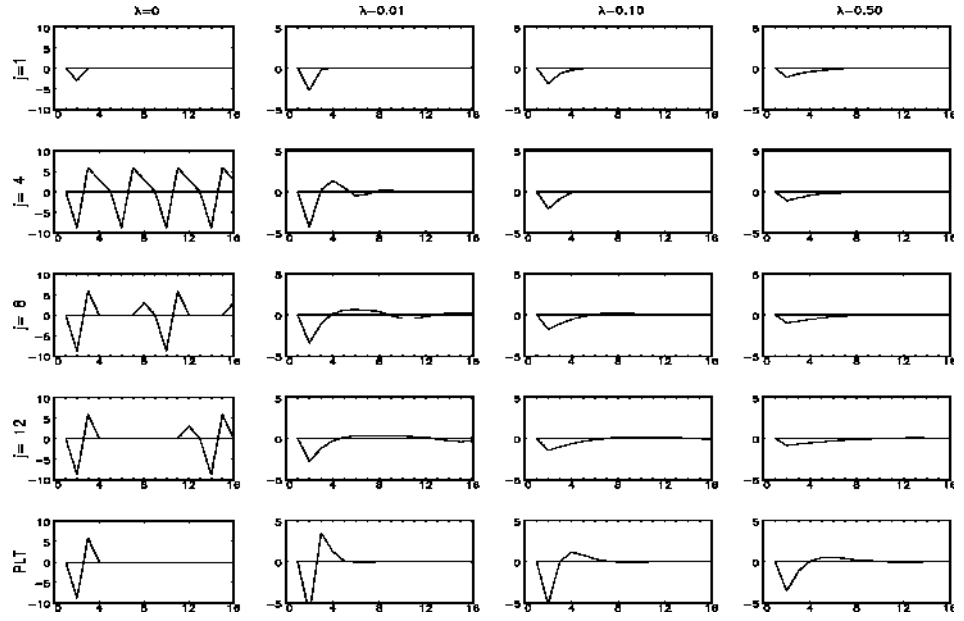
Kaynak: Nessen, a.g.m., p. 318.

Şekil 3. Maliyet-İtişli (Cost-Push) Bir Krizden Sonra Bir Dönemlik Enflasyonun Tepkisi



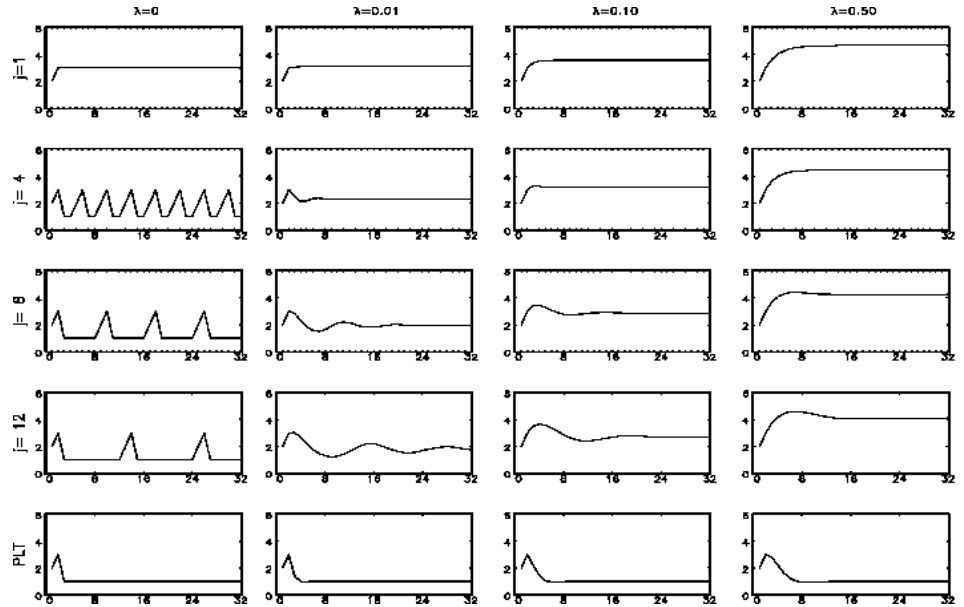
Kaynak: Nessen, a.g.m., p. 319.

Şekil 4. Maliyet-İtişli (Cost-Push) Bir Krizden Sonra Çıktı Tepkisi



Kaynak: Nessen, a.g.m., p. 319.

Şekil 5. Maliyet-İtişli (Cost-Push) Bir Krizden Sonra Fiyat Seviyesinin Tepkisi



Kaynak: Nessen, a.g.m., p. 320.

Tablo 9. Optimal Reaksiyon Fonksiyonu İçin Katsayılar

	$j=1$	$j=4$	$j=8$	$j=12$	PLT
$\lambda = 0.0$					
$\pi_{1,t}$	8.35	23.06	23.06	23.06	–
$\pi_{1,t-1}$	–	7.35	7.35	7.35	–
$\pi_{1,t-2}$	–	–	7.35	7.35	–
$\pi_{1,t-3}$	–	–	7.35	7.35	–
$\pi_{1,t-4}$	–	–	7.35	7.35	–
$\pi_{1,t-5}$	–	–	7.35	7.35	–
$\pi_{1,t-6}$	–	–	–	7.35	–
$\pi_{1,t-7}$	–	–	–	7.35	–
$\pi_{1,t-8}$	–	–	–	7.35	–
$\pi_{1,t-9}$	–	–	–	7.35	–
y_t	4.42	6.92	6.92	6.92	6.92
p_t	–	–	–	–	23.06
P_{t-1}	–	–	–	–	–15.71
Ortalama enflasyon gecikmesi	0	0.24	1.84	3.71	–
$\lambda = 0.01$					
$\pi_{1,t}$	7.80	11.87	9.62	8.04	–
$\pi_{1,t-1}$	–	1.26	1.81	1.41	–
$\pi_{1,t-2}$	–	–	1.65	1.38	–
$\pi_{1,t-3}$	–	–	1.40	1.35	–
$\pi_{1,t-4}$	–	–	1.00	1.29	–
$\pi_{1,t-5}$	–	–	0.48	1.21	–
$\pi_{1,t-6}$	–	–	–	1.07	–
$\pi_{1,t-7}$	–	–	–	0.86	–
$\pi_{1,t-8}$	–	–	0.58	0.58	–
$\pi_{1,t-9}$	–	–	–	0.26	–
y_t	4.24	4.84	4.20	3.83	6.36
p_t	–	–	–	–	20.15
P_{t-1}	–	–	–	–	–14.03
Ortalama enflasyon gecikmesi	0	0.10	0.98	2.23	–
$\lambda = 0.1$					
$\pi_{1,t}$	5.71	6.27	5.39	4.69	–
$\pi_{1,t-1}$	–	0.26	0.55	0.49	–
$\pi_{1,t-2}$	–	–	0.44	0.45	–
$\pi_{1,t-3}$	–	–	0.32	0.40	–
$\pi_{1,t-4}$	–	–	0.19	0.35	–
$\pi_{1,t-5}$	–	–	0.08	0.30	–
$\pi_{1,t-6}$	–	–	–	0.23	–
$\pi_{1,t-7}$	–	–	–	0.16	–
$\pi_{1,t-8}$	–	–	–	0.10	–
$\pi_{1,t-9}$	–	–	–	0.04	–
y_t	3.53	3.50	3.20	3.00	5.13
p_t	–	–	–	–	14.10
P_{t-1}	–	–	–	–	–10.41
Ortalama enflasyon gecikmesi	0	0.04	0.51	1.27	–

Tablo 9. Optimal Reaksiyon Fonksiyonu İçin Katsayılar – Devam

	$j=1$	$j=4$	$j=8$	$j=12$	PLT
$\lambda = 0.5$					
$\pi_{1,t}$	3.76	3.81	3.46	3.16	–
$\pi_{1,t}$	–	0.07	0.19	0.18	–
$\pi_{1,t-1}$	–	–	0.14	0.16	–
$\pi_{1,t-2}$	–	–	0.09	0.14	–
$\pi_{1,t-3}$	–	–	0.05	0.11	–
$\pi_{1,t-4}$	–	–	0.02	0.09	–
$\pi_{1,t-5}$	–	–	–	0.07	–
$\pi_{1,t-6}$	–	–	–	0.04	–
$\pi_{1,t-7}$	–	–	–	0.02	–
$\pi_{1,t-8}$	–	–	–	0.01	–
$\pi_{1,t-9}$	2.86	2.81	2.68	2.59	4.22
y_t	–	–	–	–	9.88
p_t	–	–	–	–	–7.75
Ortalama enflasyon gecikmesi	0	0.02	0.26	0.69	–

Kaynak: Nessen, a.g.m., pp. 320-321.

2.4.6.2.1. Birinci Aralık: $\lambda = 0$

Katı enflasyon hedeflemesi ($\lambda = 0$) durumunda, -hedefleme süresi belirlenirken zaman aralığının uzun tutulması yumuşak (daha az agresif) bir para politikasına neden olur mu?- sorusuna cevap her zaman hayırdır. $j = 1$ durumu için katı enflasyon hedeflemenin agresif politika karakteristiği gerçekte artmış ve sürekli kılınmıştır. Şekil 2 toplam arz denkleminde oluşan bir kriz sonrasında para politikasının dinamik tepkisini göstermektedir. Tablo 9'un üst kısmı ($\lambda = 0.0$ durumu) katı enflasyon hedeflemesine karşılık gelmektedir ve $j > 1$ olduğunda başlangıç politika tepkisi çok güçlü olmakta ve politika aracının izlediği yolda keskin iniş-çıkışlar oluşmaktadır (Bkz. Tablo 9, reaksiyon fonksiyonlarını içermektedir: $\pi_{1,t}$ üzerindeki katsayılar şekil 2'deki başlangıç politika tepkisi ile aynıdır). Bunun nedeni tek dönemlik enflasyon davranışıdır ki bu da zaman aralığı artırıldıkça ani iniş-çıkışların oluşmasına neden olur, (bu durum şekil 3'te gösterilmiştir). Önce $j = 1$ durumunu ele alalım (grafikğin sol üst köşesi). 2 dönemlik kontrol gecikmesi nedeni ile t zamanında enflasyonun karşılaştığı bir kriz $t+2$ dönemine kadar bertaraf edilemez. Diğer taraftan çıktı istikrarı dikkate alınmadığında enflasyon tamamen yok edilebilir ve (düzeltilmiş) sıfır değerine geri getirilebilir. Fakat $j > 1$

olur olmaz merkez bankası geçmişte yaşanan hedeften sapmaları karşılamaya başlamak zorundadır. $j = 2$ durumunda merkez bankası $\bar{\pi}_{2,t+2}$ değerine yani $t+1$ ve $t+2$ dönemlerindeki ortalama enflasyon değerlerine bakacaktır. Çünkü $t+1$ döneminde (zaman aralığının ilk yarısında) enflasyon $\%+1$ olduğu için ikinci yarısında ($t+2$) $\%-1$ 'e çekilmelidir. Bunun yanında $t+3$ döneminde enflasyon $\%+1$ 'e kadar getirilmeli ki son iki dönemin ortalaması ($t+2$ ve $t+3$) sıfıra eşit olsun. Bu salınım yapan kalıp $(+1, -1, +1, -1, \dots)$ sonsuza kadar gider.

$j = 3$ durumunda farklı bir kalıp ortaya çıkmaktadır; bu durumda merkez bankası $\bar{\pi}_{3,t+2}$ değerine yani t , $t+1$ ve $t+2$ dönemlerindeki ortalama enflasyon değerlerine bakacaktır. zaman aralığının ilk ve ikinci üçte birlik kısımlarında enflasyon $\%+1$ olacağı için, kalan dönemde enflasyon $\%-2$ ye gerilemek zorundadır. Üç dönemlik zaman aralığını, her zaman diliminde bir dönem ilerletirsek $t+3$ ve $t+4$ dönemlerinde enflasyon $\%+1$ olmalıdır ve $t+5$ döneminde ise enflasyon 3 dönemlik ortalamanın sıfıra eşit olabilmesi için tekrar $\%-2$ olmalıdır. Bu kalıp $(+1, +1, -2, +1, +1, -2, \dots)$ şeklinde sonsuza kadar gider. j 'nin daha büyük değerleri için $\{+1, +1, -2\}$ kalıbı "0" dizileri ile kesilir, bu diziler j değeri arttıkça uzar. Böylece $\lambda = 0$ durumunda optimal para politikası: önce genişletici (enflasyonu $\%+1$ yapabilmek için), daha sonra ise daraltıcı (önce enflasyondaki artışı durdurmak ve sonra da durumu tersine çevirebilmek için), daha sonra tekrar genişletici (enflasyonu tekrar sıfıra getirebilmek için) ve son olarak da çıktı aralığını doğal seviyesine geri getirebilmek için tekrar daraltıcı olacaktır. Sonlu j değerleri için bu kalıp düzenli aralıklar ile meydana gelecektir. Şekil 2 ve (şekil 3–5)'in son sırası fiyat seviyesi hedeflemesi durumu gösterilmektedir. Şekillerde bu son sıra, bir üstteki sıra ile karşılaştırıldığında $j \rightarrow \infty$ gittikçe fiyat seviyesi hedeflemesine doğru bir benzerliğin oluştuğunu görürüz. Dikkat edilmelidir ki bu durum sadece $\lambda = 0$ olduğu durumlarda geçerlidir.

Tablo 10. Koşulsuz Standart Sapmalar

	$j=1$	$j=4$	$j=8$	$j=12$	PLT
$\lambda = 0.0$					
$\bar{\pi}_{j,t}$	1.36	0.53	0.26	0.18	n.a.
y_t	3.01	∞	∞	∞	10.16
i_t	9.81	∞	∞	∞	37.88
Δi_t	16.46	∞	∞	∞	68.49
$\pi_{1,t}$	1.36	∞	∞	∞	27.09
p_t	∞	∞	∞	∞	2.12
$\lambda = 0.01$					
$\bar{\pi}_{j,t}$	1.36	0.72	0.43	0.33	n.a.
y_t	2.81	4.53	3.80	3.28	8.17
i_t	8.93	14.64	10.75	8.78	29.13
Δi_t	14.71	23.62	15.99	12.53	51.01
$\pi_{1,t}$	1.36	1.50	1.61	1.67	23.48
p_t	∞	∞	∞	∞	2.15
$\lambda = 0.1$					
$\bar{\pi}_{j,t}$	1.41	0.98	0.70	0.57	n.a.
y_t	2.15	2.39	2.27	2.12	5.29
i_t	6.20	6.73	5.85	5.25	16.77
Δi_t	9.33	9.88	7.90	6.72	27.12
$\pi_{1,t}$	1.41	1.39	1.46	1.54	16.62
p_t	∞	∞	∞	∞	2.45
$\lambda = 0.5$					
$\bar{\pi}_{j,t}$	1.57	1.28	1.04	0.90	n.a.
y_t	1.62	1.66	1.64	1.59	3.79
i_t	4.34	4.36	4.14	3.96	10.79
Δi_t	5.67	5.61	5.01	4.58	16.19
$\pi_{1,t}$	1.57	1.55	1.58	1.63	12.33
p_t	∞	∞	∞	∞	3.02

Not: n.a., uygulamanın mümkün olmadığını göstermektedir.

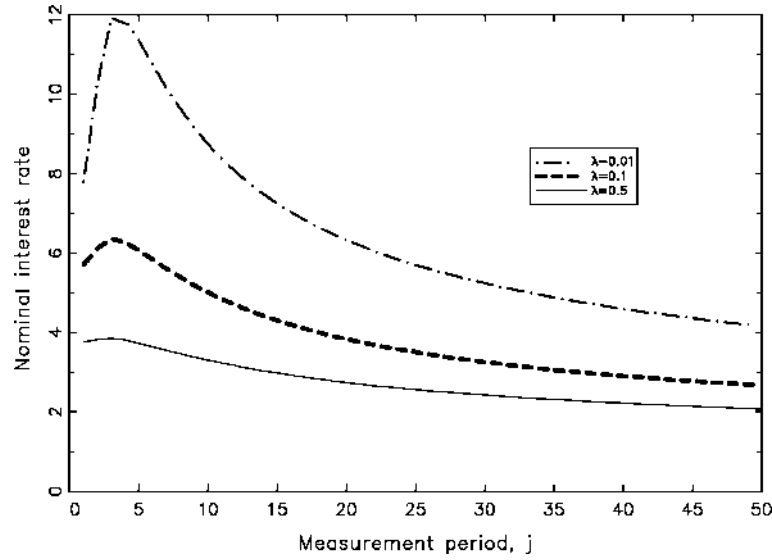
Kaynak: Nessen, a.g.m., p. 322.

Faiz oranındaki bu ani iniş-çıkışlar, elbette çıktıda da inişli-çıkışlı bir kalıbın ortaya çıkmasına neden olacaktır (bkz. Şekil 4'ün 1. sütunu çıktının tepkisini göstermektedir). Buna ek olarak, faiz oranı, çıktı ve bir dönemlik enflasyondaki bu inişli-çıkışlı kalıp bu değişkenlerin koşulsuz standart sapmalarının sonsuz olması anlamına da gelmektedir (bkz. Tablo 10'in üst kısmı).

2.4.6.2.2. İkinci Aralık : λ Pozitif Fakat Çok Küçük

λ 'nın pozitif fakat çok küçük değerleri için sorumuzun cevabı, j değerine göre değişkenlik gösterecektir. Öncelikle, orta uzunluktaki zaman aralıklarında (j 'nin 2–8 veya 12 değerleri için) politika gerçekten daha agresif ve çıktı daha değişken hale gelir. Şekil 6'da para politikasının başlangıç tepkileri görülmektedir (reaksiyon fonksiyonunda $\pi_{1,t}$ 'nin katsayısı). Sırası ile $\lambda = 0.01$ ve $\lambda = 0.1$ değerlerine karşılık gelen üstteki iki eğri, j (zaman aralığı) arttıkça daha güçlü para politikası tepkilerinin ortaya çıktığını göstermektedir. Şekil 2'nin ikinci ve üçüncü sütunları, para politikasının dinamik tepkisinin daha değişken olduğunu göstermektedir. Tablo 10, küçük j değerleri için y_t , i_t ve Δi_t 'nin koşulsuz standart sapma değerlerindeki artışı göstermektedir (tablo 10'un ikinci kısmı, $\lambda = 0.01$).

Şekil 6. Para Politikasının Başlangıç Tepkisi



Kaynak: Nessen, a.g.m., p. 324.

Bununla birlikte daha büyük zaman aralıklarında (j 'nin 8 veya 12'den daha büyük değerlerinde) daha yumuşak bir para politikası tepkisi ortaya çıkar. Şekil 6'daki para politikasının başlangıç tepkileri şimdi $j = 1$ durumuna göre daha ılımlı ve şekil 2'deki dinamik tepkileri de (bkz. Şekil 2'de 2. ve 3. sütunların son sıraları)

uzun yatık çizgilerle gösterilmiştir ki tüm bunlar daha tedbirli bir para politikası olarak nitelendirilebilir. Buna ek olarak şekil 4'te para politikasının tepkisi uzun süreli olmasına rağmen çıktıda görülen düşüş daha küçüktür.

Sonuncu λ aralığına geçmeden önce, j (zaman aralığı) arttırıldığında çıktı istikrarına verilen önemin, optimal para politikası tepkisini nasıl değiştirdiği ve neden etkilediği sorusunun sorulmasında fayda vardır. Ayrıca daha uzun ölçüm dönemlerinin etkisini değerlendirirken, neden çok küçük λ değerlerini (az önce incelenen), daha büyük λ değerlerinden (sonraki bölümde tartışılacak olan) ayırmaya ihtiyaç duyuyoruz? Yapılan incelemeler bizi şu sonuçlara götürüyor: j arttırıldığı zaman iki ayrı zıt güç ortaya çıkar, biri para politikasını daha agresif kılarken diğeri daha az agresif yapıyor. Birinci gücün politikanın kendisini daha agresif hale getirmesinin nedeni daha geniş zaman aralıklarında daha uzun bir belleği kapsamasıdır. Yukarıda açıklandığı gibi para politikası, geçmiş dönemde yaşanan hedeften sapmalara da tepki göstermelidir, bu da en uygun reaksiyon fonksiyonunda daha uzun ortalama enflasyon gecikmelerine (bkz. Tablo 9) ve daha büyük tepki katsayılarının oluşmasına yol açacaktır²⁸⁶. Politikaya yatıştırıcı etkisi olan ikinci mekanizma, j arttıkça muhtemel bir krizde j dönemlik ortalama (j -period average) $\bar{\pi}_{j,t}$ (bkz. (4) numaralı denklem) daha az etkilenecektir. Başka bir deyişle, j arttıkça incelenen $\pi_{1,t+2}$ değeri azalan $\bar{\pi}_{j,t+2}$ değerleri ile ilişkilendirilecektir. Bu durum, pozitif λ değerlerine önem verildiğinde merkez bankasına faiz oranını çok fazla arttırmama şeklinde bir manevra yapmasına olanak sağlayacaktır. j 'deki artışa bağlı olarak ortaya çıkan bu ikinci etki, tüm j değerleri için λ değerine aldırmadan er ya da geç birinci üzerinde egemenlik kuracaktır²⁸⁷. Ayrıca bunun artan λ değerleri için anlamı λ yeterince geniş tutulduğunda tüm j değerlerine egemen olacaktır. Bu da bizi üçüncü ve son aralığa götürür.

²⁸⁶Hatırlayacak olursak, $\lambda = 0$ ve $j = 2$ değerlerinde en optimal tepki bir dönemlik enflasyonu %-1'e çekerken, $j = 3$ olduğunda bir dönemlik enflasyon da %-2 olur ve daha yüksek j değerleri için de bu kalıp geçerli olacaktır (Daha uzun bir kontrol gecikmesi ile j için hesaplanan bu değer daha uzun olacaktır).

²⁸⁷Şekil 6'da ikinci etki yaklaşık olarak $\lambda = 0.01$ durumunda $j = 13$ iken ve $\lambda = 0.1$ durumunda $j = 7$ iken üstünlüğü sağlamıştır.

2.4.6.2.3. Üçüncü Aralık: Büyük λ Değerleri

λ 'nın daha büyük değerleri için “uzun dönemli bir bakış” yumuşak (daha az agresif) politikalara mı yol açar sorusuna verilebilecek cevap şüphesiz evettir. Başlangıçta, sonuçlar j değerindeki artıştan çok fazla etkilenmemiştir. Para politikanın başlangıç tepkileri (bkz. Şekil 6, en alttaki eğri) ile para politikası ve çıktının dinamik tepkileri (şekil 2 ve 4) hemen hemen aynıdır. Fakat sonuç olarak j değeri arttıkça, muhtemel bir krizin ortalama enflasyonu $\bar{\pi}_{j,t}$ çok fazla etkilemeyeceği gerçeği daha tedbirli para politikalarının uygulanmasına yol açar. $j = 12$ durumu ile $j = 1$ durumunu karşılaştırdığımızda şekil 2 ve 4'teki (dördüncü sütunlar) dinamik tepkilerin daha düzgün hale geldiği ve tablo 10'daki y_t , i_t ve Δi_t 'nin koşulsuz standart sapma değerlerinin düştüğü görülür.

2.4.6.3. Enflasyon Hedeflemesi ile Fiyat Seviyesi Hedeflemesi Arasındaki Benzerlikler ve Farklar

Daha önce de belirtildiği gibi sonsuz uzunluktaki bir dönemde yapılan ortalama enflasyon hedeflemesinin (infinite average inflation targeting) fiyat seviyesi hedeflemesi ile aynı olduğu varsayılır (Bkz. (4) numaralı denklem, $j \rightarrow \infty$). Ancak yine de durumun her zaman bu şekilde olması gerekmiyor. Enflasyon hedeflemesi ile bir denklemin olup olmadığı ‘fiyat seviyesi hedeflemesi’ ile tam olarak ne anlatılmak istendiğine bağlıdır. Eğer böyle bir politika ile fiyat seviyesinin belirli bir zaman diliminde kriz öncesi değerine geri döneceği ifade ediliyorsa bu kıyaslama sadece katı enflasyon hedeflemesi durumunda geçerli olur. Bunu görebilmek için şekil 5'in birinci sütununa bakalım, bu sütun katı enflasyon hedeflemesi durumunda maliyet-itişli bir kriz sonrasında fiyat seviyesinin davranışını göstermektedir. Kriz öncesi fiyat seviyesi 1'e getirilmiştir. $j = 1$ olduğu zaman fiyat seviyesi 3'e çıkar (2 dönemlik kontrol gecikmesi nedeni ile) ve orada kalır. $j > 1$ olduğu zaman salınım gösteren bir kalıp ortaya çıkar, bu kalıp daha önce bahsedilen bir dönemlik

enflasyonda görülen salınım gösteren kalıbın aynısıdır. Fakat sütunun sonuna doğru gidildiğinde fiyat seviyesinin 1'e doğru gittiği ve orada kaldığı görülür. Bu, şekil 5'in son sırasında gösterilen fiyat seviyesi hedeflemesi durumunda elde edilen kalıbın aynısıdır. Para politikası, bir dönemlik enflasyon ve çıktının davranışı da aynı şekildedir (bkz. Şekil 2–4).

Çıktı istikrarı üzerine daha fazla önem verildiği müddetçe sonsuz ortalama enflasyon hedeflemesi ile fiyat seviyesi hedeflemesi arasındaki sezgisel bir denklik vardır demek daha az doğru olacaktır. $\lambda > 0$ ve $j \rightarrow \infty$ durumunda fiyat seviyesi orijinal değerine geri döner, ancak asimptotik olarak yaklaşarak dönecektir. Bu da sonsuz uzunluktaki bir dönemde yapılan ortalama katı bir enflasyon hedeflemesi (strict infinite average inflation targeting) ve fiyat seviyesi hedeflemesi durumunda çok uzun bir zaman alacaktır. Şekil 5'in üçüncü satırında, $j = 12$ ye karşılık gelen satırda kalıbın bir örneği gösterilmiştir ki bu sonsuz ortalama enflasyon hedeflemesi ve pozitif λ durumunda: Fiyat seviyesi önce artar ve sonra yeni denge değerine ulaşmaya kadar salınır. Bu denge değeri sadece $j \rightarrow \infty$ durumunda 1 olacaktır²⁸⁸.

Sonuç olarak (4) numaralı denklemde vurgulanan fiyat seviyesi hedeflemesi ile sonsuz uzunluktaki bir zaman aralığında enflasyon hedeflemesi arasındaki sezgisel denklik sadece $\lambda = 0$ durumunda tam olarak gerçekleşir (eğer fiyat seviyesi hedeflemesinin belirli bir zaman diliminden sonra fiyatı, kriz öncesi fiyat seviyesine geri getireceğini kabul edersek). Çıktı istikrarı üzerine biraz ağırlık verilirse- ne kadar küçük olursa olsun- eşitlik sadece asimptotik olarak gerçekleşir. Yani fiyat seviyesi sadece $j \rightarrow \infty$ olduğu durumlarda kriz öncesi durumuna geri dönebilir. Öte yandan fiyat seviyesi hedeflemesinin daha az katı bir tanımı da fiyat seviyesinin daha durağan ve eşitliğin tüm λ değerleri için geçerli olduğunu ifade eder.

²⁸⁸Bu geri dönüşün ne kadar yavaş olduğu şu örnekle açıklanabilir. $\lambda = 0.01$ ve $j = 12$ durumunda (Bkz. Şekil 5) yaklaşık 100 dönem sonra fiyat seviyesi 1.79 değerine ulaşır. $j = 120$ iken (şekilde gösterilmemiştir) fiyat seviyesi yaklaşık 6000 dönem sonra 1.44 değerine, $j = 300$ için ise yaklaşık 22000 dönem sonra 1.37 değerine gelir. Nessen, **a.g.m.**, p. 326.

Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi rejimi hem teoride hem de pratikte genellikle yıllık bazda enflasyon oranını sabitlemeye odaklanır. Teorik açıdan enflasyonun kısa ya da uzun dönemde ölçülmesine bakılmaksızın merkez bankasının kayıp fonksiyonuna hangi değişkenlerin katılacağı da henüz tam net değildir²⁸⁹. Bu başlık altında j yıllık ortalama enflasyon oranının ölçüldüğü j dönemlik aralığı değiştirmenin etkileri incelenmiştir. Yukarıda tartışıldığı üzere bu değişiklikler üzerindeki ilk gözlemler, optimal reaksiyon fonksiyonunda katsayıların daha düşük tepki eğilimleri ve faiz oranının yumuşatılmış dinamik tepkileri göz önünde bulundurulduğunda, zaman aralığını artıranın daha düzgün bir para politikası ile sonuçlanacağı yönündedir.

Bu bağlamda verilen pozitif λ değerleri ve yüksek j değerleri, hem başlangıç tepkisi anlamında hem de faiz oranının sonraki dinamik gelişmeleri anlamında mutlaka yumuşak (daha az agresif) bir para politikasına yol açacaktır. Ayrıca bunun çıktı üzerindeki etkisi de yine düzeltici yönde olacaktır. Şöyle ki, çıktıdaki düşüş çok fazla olmayacağı gibi takip eden dinamik tepki de daha uzun yatık çizgilerle ifade edilecektir.

Daha genel anlamda, bu sonuçlar göstermiştir ki optimal para politikasında kullanılan birinci sınıf modeller de politika aracının ve reel ekonominin değişkenliğini azaltacak iki yöntem vardır. Birincisi, Svensson'un çalışmasında²⁹⁰ da vurguladığı gibi, λ 'ya daha yüksek değerler verilebilir (bkz. Şekil 2 ve 4; ancak ölçekler değişebilir): λ arttıkça çıktı ve para politikası tepkileri daha az değişken hale gelir. Bu başlık altında incelenen ikinci yöntem ise enflasyon oranının ölçüldüğü dönemin uzunluğunu (zaman aralığını) artırmaktır. Örneğin şekil 2'nin üçüncü ve dördüncü sütunlarını karşılaştıralım. λ 'yı 0.1'den 0.5'e çıkarmak ile verilen bir λ

²⁸⁹Julio J. Rotemberg And Michael Woodford, "Interest-Rate Rules in an Estimated Sticky Price Model," **NBER Working Paper Series**, No. 6618, June 1998, pp. 1-91 ile Michael Woodford, "Optimal Monetary Policy Inertia," **Institute for International Economic Studies, Seminar Paper No. 666**, Stockholm University, April 1999, pp. 1-112; "Inflation Stabilization and Welfare," **NBER Working Paper Series**, No. 8071, January 2001, pp. 1-52, isimli makalelerinde farklı modeller için fayda-tabanlı refah kriterleri türetmişler ve enflasyonun bir dönemin üzerinde ölçülmesi durumunda (3) numaralı denklemden kayıp fonksiyonuna benzer sonuçlar verdiğini göstermişlerdir.

²⁹⁰Svensson, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," pp. 1-37.

değeri için j 'yi 1'den 12'ye çıkarmak hemen hemen aynı etkiyi yapar. Aynı sonuçlar şekil 4'teki çıktı tepkisi için de geçerlidir. Bu benzerliği görebilmenin bir başka yolu da tablo 10'a bakmaktır. Örnek olarak λ , 0.1'den 0.5'e çıkarıldığında ($j = 1$ durumunda) y_t , i_t ve Δi_t 'nin koşulsuz standart sapmaları düşerken $\pi_{1,t}$ 'nin standart sapması yükselir. Sonuçta belirli bir λ değeri için j artırılırsa (mesela 12) aynı etki elde edilmiş olur. Dolayısıyla çıktı istikrarına ciddi bir biçimde önem verildiğinde, faiz oranı ve çıktının değişkenlik ve dinamik etkileri açısından bakıldığında λ yı artırmak (j sabitken) ile j 'yi artırmak (λ sabitken) arasında gözlemlenebilen bir denkliğin olduğu sonucuna varabiliriz.

Bu analizden çıkan bir başka sonuç da j değeri sonsuza yaklaştıkça politikanın fiyat seviyesi hedeflemesine doğru yaklaşmasıdır. Henüz bu kıyaslama tam olarak geçerli olmasa da fiyat seviyesi hedeflemesinden tam olarak ne kastedildiğine bağlıdır. Eğer fiyat seviyesinin belirli bir zaman diliminde kriz öncesi değerine geri döneceği ifade ediliyorsa bu kıyaslama sadece $\lambda = 0$ durumunda geçerli olur. Çıktı istikrarı üzerine biraz ağırlık verilirse –ne kadar küçük olursa olsun– fiyat seviyesi sadece asimptotik olarak kriz öncesi değerine döner. Bir başka deyişle sonsuz uzunluktaki bir zaman aralığında yapılan ortalama enflasyon hedeflemesi (infinite average inflation targeting), fiyat seviyesinde sıfır temel eğilim taşıyacaktır fakat fiyat seviyesinin kriz öncesi değerine dönmesi için geçen süre merkez bankasının çıktı istikrarı ile ilgili tercihinin göre yüksek oranda değişiklik gösterecektir.

2.5. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI

Avantajları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin, orta vadeli bir para politikası stratejisi olarak sahip olduğu temel avantajları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

✓ Enflasyon hedeflemesinde, para politikası önemli ölçüde iç şoklara karşılık vermeye odaklanmıştır. Daha açık bir ifade ile para politikası sadece ülke içerisindeki şartlara odaklanmaktadır. Dolayısıyla ekonomideki gelişmeleri takip edebilmek ve fiyat istikrarı hedefini tam olarak gerçekleştirebilmek için gerekli görülen tüm gelişmeler yakından izlemektedir²⁹¹,

✓ Enflasyon hedeflemesi, Para politikasını doğrudan enflasyonun düşürülmesi ve belirlenen bir seviyede istikrar kazandırılması amacı üzerine yoğunlaştırır,

✓ Belirlenmiş sayısal hedef, dönem sonunda para politikasının performansının ölçülmesini sağlar, gerçekleşen ile hedef alınan enflasyon değerleri birbiriyle karşılaştırılır,

✓ Hedef, gerçekleşme ve beklentiler birlikte değerlendirilir, böylece uygulanan para politikasının performansı ve saygınlığı sınanmış olur, enflasyon beklentilerine istikrar kazandırır ve onlara ‘çapa’ görevi yapar,

✓ Bu değerlendirmeler altında para politikasının sorumluluğunun boyutu ortaya çıkar, sorumlulukta artış söz konusu olur. Sorumluluğun böylece artırılması ile enflasyon hedeflemesi potansiyel bir uzlaşma mekanizması olarak enflasyonist eğilimleri azaltır,

✓ Para politikası uygulamasında esneklik ve inisiyatif kullanımına izin verir, bu niteliği ile merkez bankasının arz ve talep şoklarına daha kolay cevap vermesine yardımcı olur,

✓ Enflasyonla mücadelede para politikası uygulamalarına disiplin getirerek özellikle kısa dönemde ‘zaman tutarsızlığı sorununa’ yol açacak politikalara yönelme eğilimini en aza indirir, bu yöndeki siyasi baskıların engellenmesine yardımcı olur,

✓ Sistemin başarısı enflasyon-para arzı gibi bir ilişkiye bağlı değildir. Para otoritesi, para politikası araçlarını oluştururken bir veya iki değişkeni değil, ulaşılabilen tüm bilgileri kullanır,

✓ Enflasyonun doğrudan hedeflendiği rejimlerde para politikasının şeffaf olması ve kamuoyuna düzenli olarak bilgilendirme yapılması esastır. Bu rejimin başarısı için önemlidir. Bu çerçevede merkez bankası “enflasyon raporunu”

²⁹¹Akyazı, a.g.e., s. 28.

yayımlayarak para politikası ve enflasyondaki gelişmeler ile geleceğe dönük beklentiler ve öngörüler hakkında kamuoyuna bilgiler sunar,

✓ Enflasyon hedeflemesi, merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanmalarında ve kontrol etmelerinde bağımsız olmalarını sağlamaktadır²⁹². Gerçekten de enflasyon hedeflemesi rejimine geçen bütün ülkeler, merkez bankalarının bağımsızlığını sağlayacak yasal düzenlemeleri yapmışlardır. Denilebilir ki, merkez bankasının bağımsızlığı enflasyon hedeflemesi için olmazsa olmaz kural veya gereklilik özelliği taşımaktadır. Böylece çağdaş merkez bankacılığının çatısını oluşturan “bağımsızlık, sorumluluk ve şeffaflık” enflasyon hedeflemesi ile birlikte bir bütün oluşturmuştur²⁹³,

✓ Enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerde iletişime verilen önem: (i) para politikası, faiz oranı ve enflasyon konusunda piyasadaki belirsizlikleri azaltarak özel sektörün planlama yapmasını kolaylaştırmış, (ii) halkın para politikası hakkındaki tartışmalarını daha kapsamlı, nitelikli hale getirmiş, merkez bankasının neyi başarabileceği konusunda halkı eğitmiş, (iii) para politikası uygulamasında merkez bankasının ve siyasilerin sorumluluklarının tanımlanmasına, sınırlarının belirlenmesine yardımcı olmuştur²⁹⁴.

Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajları yanında bir takım dezavantajları da bulunmaktadır. Bunları şu şekilde özetlemek mümkündür:

✓ Merkez bankasının sadece enflasyon üzerinde yoğunlaşma eğilimine girmesi²⁹⁵, kısa dönemde büyümede önemli boyutta dalgalanmaların ortaya çıkmasına neden olabilmektedir²⁹⁶,

²⁹² Alparslan ve Erdönmez, **a.g.m.**, s. 19.

²⁹³ Akyazı, **a.g.e.**, s. 30.

²⁹⁴ Frederic S. Mishkin and Miguel A. Savastano, “Monetary Policy Strategies for Latin America,” **NBER Working Paper Series**, No. 7617, March 2000, pp. 34.

²⁹⁵ Eğer enflasyon hedeflemesi tek ilgi noktası ise merkez bankası Svensson’un terminolojisindeki ‘katı enflasyon hedeflemesi’ stratejisini izleyecektir. Svensson, “**Inflation Targeting: Some Extensions**,” p. 337.

²⁹⁶ Mishkin, “**International Experiences with Different Monetary Policy Regimes**,” p. 35.

✓ Enflasyon para otoritesi tarafından kolaylıkla kontrol altına alınamaz, bu durum yüksek seviyedeki enflasyonu indirmeye çalışan gelişmekte olan ekonomilerde daha ciddi sorunlar yaratır, önemli miktarda tahmin hataları ortaya çıkabilir,

✓ Cari enflasyon düzeyi geçmişte yaşanan sorunların bir sonucudur, enflasyon hedeflemesi rejimi ise diğer para politikaları gibi geleceğe dönük olmakla birlikte onlardan farklı olarak enflasyon hedefi konusunda tahmin üzerine kurulmuş bir para politikası stratejisidir. Dolayısıyla merkez bankaları izledikleri politikalar ile ancak gelecekteki enflasyonu etkileyebilmekle birlikte kamuoyu ile paylaşılan tahminlerin gerçekleşmemesi durumunda, merkez bankası ve yürütmüş olduğu para politikasının güvenilirliği büyük risk altına girecektir,

✓ Para politikasının enflasyonu ancak uzun süren ve değişen gecikmelerle etkileyebilmesi politika aracına yönelik kararlar alınmasını güçleştirir,

✓ Merkez bankası enflasyon hedefinden sapma olduğunda bunun nedeninin kendi kontrolü dışındaki faktörlere bağlı olduğunu ileri sürebilir,

✓ Diğer hedefleme stratejilerine göre uygulanması ve izlenmesi daha karmaşıktır,

✓ Enflasyon hedeflemesi, özellikle büyük dış şoklar söz konusu olduğunda büyümede, cari işlemler dengesinde ve faiz oranlarında istikrarsızlığa yol açabilir. Birçok ülke bu riski azaltmak için hedef bandı geniş tutmaya çalışmıştır²⁹⁷,

✓ Enflasyon hedeflemesi rejiminin, maliye politikalarının para politikalarına üstünlük sağlamasını, baskın çıkmasını engelleyecek bir mekanizması yoktur dolayısıyla rejim, mali baskınlığı (fiscal dominance) tam olarak önleyememektedir²⁹⁸,

✓ Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde izlenen politikalar özel sektör tarafından yeterli ve inanılır bulunmaz ise bu durum kısa dönemde büyümeyi

²⁹⁷Gunnar Jonsson, "The Relative Merits and Implications of Inflation Targeting for South Africa," **IMF Working Paper**, No. 99/116, August 1999, p. 7.

²⁹⁸Kısaca kamu sektörünün ekonominin tümü üzerindeki yoğunluğu şeklinde tanımlanan 'mali baskınlık' (veya üstünlük) nedeniyle, parasal otoritenin siyasal baskılara maruz kalmasına ve genişlemeci maliye politikaları nedeniyle de enflasyonun kontrol altına alınamamasına neden olabilir.

olumsuz yönde etkileyebilir. Bu anlamda hedeflenen enflasyon patikası (path) gerçekçi olmalıdır²⁹⁹,

✓ Para politikası enflasyon üzerindeki gecikmeli etkisi nedeniyle, halka ve piyasalara izlenen politikaların yönü hakkında ‘anında’ sinyaller gönderemez,

✓ Enflasyon hedeflemesinde, uygulanmakta olan dalgalı döviz kuru sistemi finansal istikrarsızlığa neden olabilir. Gerçekten de, özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz piyasasında ortaya çıkabilecek spekülative bir hareketin hızla ekonomide önemli sorunlara yol açabileceği mevcut tecrübelerden de bilinmektedir. Böyle bir durumda enflasyon hedeflemesinin uygulanması da tehlikeye girecektir³⁰⁰.

2.6. ENFLASYON HEDEFLEMESİ ÇERÇEVESİNDE ALTERNATİF UYGULAMA: ENFLASYON TAHMİNİ HEDEFLENMESİ

Enflasyonla para politikası arasındaki ilişkide üç sorun üzerinde özellikle durulması gereklidir:

1. Enflasyon para politikası araçlarındaki değişimlere uzun süren ve değişen gecikmelerle (parasal yaklaşım) tepki gösterir.
2. Enflasyon para politikası dışındaki faktörlerden de etkilenir.
3. Ekonominin mevcut durumuna ve piyasaların çalışmasına, aktarma mekanizmasının ayrıntılarına, arz ve talep şoklarının yapısına ilişkin olarak önemli boyutta belirsizlik daima vardır.

Svensson, bu sorunlara çözüm olarak enflasyon hedeflemesinin **enflasyon tahmini hedeflemesi**³⁰¹ (inflation-forecast targeting) olarak uygulanmasını

²⁹⁹Jonsson, **a.g.m.**, p. 7.

³⁰⁰Akyazı, **a.g.e.**, s. 32.

³⁰¹Enflasyon tahmini hedeflenmesi uygulaması özellikle Svensson’un yaptığı analitik çalışmalarla önem kazanmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Svensson, “**Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets,**” pp. 1-37.

önermiştir³⁰². Para otoritesi ekonomideki mevcut erişilebilir tüm bilgileri kullanarak bu tahmini yapar. Bu enflasyon tahmini, merkez bankasının enflasyonun temel belirleyicileri ve para politikasının aktarım mekanizması üzerine yapılan tahminlerine dayanmaktadır. Merkez bankasınca tahmin edilen enflasyonun (forecasted inflation) üstü kapalı bir şekilde ara hedef olarak kabul edilmesi mümkündür³⁰³. Merkez bankası, politikasını oluştururken tahmin ettiği enflasyonu ara hedef olarak kabul ettiğini açıkça belirtmesi para politikasındaki belirsizlikleri azaltmaktadır³⁰⁴. Bu çerçevede, para otoritesinin enflasyon tahmini belli bir ara hedef (intermediate target) olarak kullanılmalıdır.

Uygulamada, enflasyon tahmininin hedeflenmesinin çeşitli yolları bulunmaktadır. Bu konuda en azından üç ayrı yaklaşımdan söz edilebilir³⁰⁵. Bunlardan birincisi, merkez bankasının, özel sektör tahmincilerinin tahminlerini hedeflemesidir. Bu hedefleme, özel sektörün enflasyon tahminlerinin merkez bankasının açıkladığı hedefin üzerinde olması durumunda faiz hadlerini artırarak; enflasyon tahminini hedefin altında kalması durumunda ise faiz hadlerini azaltarak yapılmaktadır. Merkez bankasının, çeşitli varlık fiyatları (örneğin mal fiyatları ve TÜFE'ye göre geleceğe ilişkin fiyatlar gibi) üzerinden enflasyonun zımni olarak tahmininin hedeflenmesi ikinci yaklaşımı oluşturur. Sonuncusu ise, merkez bankasının kendisinin yaptığı tahminleri hedeflemesidir. Diğer bir deyişle, merkez bankasının kendi personeli tarafından yapılan tahminlerin bu hedeflemede esas alınmasıdır³⁰⁶.

Yukarıda belirtilen yaklaşımların hepsinin uygulanma değeri vardır ve her biri birçok merkez bankası tarafından kullanılmaktadır. Örneğin İngiltere Merkez Bankası enflasyon hedeflemesinde hem özel sektörün tahminlerini hem de kendi kurum içi enflasyon tahminlerini baz almaktadır. Banka mekanik bir kural

³⁰²Svensson, "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule," p. 627.

³⁰³Svensson, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," p. 2.

³⁰⁴Karasoy, Saygılı ve Yalçın, **a.g.m.**, ss. 16-17.

³⁰⁵ Ben S. Bernanke and Michael Woodford, "Inflation Forecasts and Monetary Policy," **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 29, No. 4, November 1997, pp. 654-655.

³⁰⁶Oktar, **a.g.e.**, s. 65.

izlememesine karşın, tahminlerin büyük bir çoğunluğu bankanın enflasyon tahminlerinin üzerinde ise, sıkı bir para politikasının izlenmesi temel bir tercih olmaktadır³⁰⁷.

Merkez bankası, para politikasının belli bir gecikme ile ekonomiyi etkilediğini³⁰⁸ kabul ederek öngörülerini ve politikalarını buna göre biçimlendirmektedir. Özet olarak, merkez bankası gerçekleşen enflasyon ile istikrarlı bir ilişkinin bulunduğu bir modele dayalı enflasyon tahmini oluşturmaktadır. Bu tahmin edilen enflasyon gerçekleşen enflasyonu etkilemekte ve ara hedef olarak algılanmaktadır³⁰⁹. Burada merkez bankasının amacı kendi belirlediği aracını (örneğin kısa dönem faiz oranı) kullanarak belli dönem için yaptığı bu enflasyon tahminini, nihai enflasyon hedefine ulaştırmaya çalışır. Para otoritesinin bu süreç içerisinde göstereceği en iyi performans enflasyon tahminini enflasyon hedefine eşitlemek veya ikisi arasında oluşacak farkı (bu sapmaların para otoritesinin kontrolü dışında gerçekleşmesi olasılığı da yüksektir) en aza indirmektir. Eğer para otoritesinin kendine ait olan enflasyon tahmini, hedefe doğru ilerliyor ise para politikası hedefe uygun olarak uygulanıyor demektir. Eğer enflasyon tahmini, hedefinin üzerinde seyrediyorsa sıkı para politikası uygulanmalı aksi halde bu politika gevşetilmelidir³¹⁰.

³⁰⁷A.e., s. 65.

³⁰⁸Gecikme uzunluğu genellikle iki yıl kabul edilir.

³⁰⁹Karasoy, Saygılı ve Yalçın, a.g.m., s. 17.

³¹⁰Svensson, "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule," pp. 627 ve 648.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN UYGULANMASINDA KARŞILAŞILAN SORUNLAR VE ÜLKE DENEYİMLERİ

Ekonomik birimlerin geleceğe yönelik olarak daha sağlıklı kararlar almalarını sağlamak, düşük ve sürdürülebilir bir enflasyon düzeyi yaratmak amacıyla ilk kez Yeni Zelanda'nın 1990 yılında uygulamaya başladığı enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı sonuçları, kısa zamanda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından fiyat istikrarını sağlama ve enflasyon oranlarını düşürmede başvurulan popüler bir uygulama haline gelmiştir. Ancak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik ve siyasal yapılarındaki farklılıklar, enflasyon hedeflemesi uygulamasında da farklı sorunlarla karşılaşmalarına neden olmaktadır.

Bu çerçevede, aşağıda ilkin enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında karşılaşılan sorunlar incelenecektir. Daha sonra ise, son yıllarda para politikalarını enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulayan ülkelerin, söz konusu politikaya geçiş süreçleri ve bu konudaki uygulamalarında kullandıkları kurumsal yapılar ile uygulama şartları farklı olan gelişmekte olan ülkelerin ekonomik performansları incelenecektir. Son zamanlarda dünyayda içine alan küresel kriz dönemine ilişkin değerlendirmeler de bu bölümde yer alacaktır.

3.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASINDA KARŞILAŞILAN SORUNLAR

3.1.1. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Özel Sorunlar

Bazı gelişmekte olan ülkeler bir para politikası stratejisi olarak başarılı enflasyon hedefleme politikaları uygulamışlardır. Buna karşın, gelişmekte olan ülkelerde bu politika çerçevesinin benimsenmesi; döviz kuru hedefleri, fiyat endeksi seçimi ve hedefin düzeyi ile ilgili önemli sorunları beraberinde getirmektedir. Gelişmekte olan ülkeler çerçevesinde ortaya konan bu sorunlar, aşağıda sırasıyla ve ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

3.1.1.1. Döviz Kuru Hedeflerini İçeren Politikalar

Enflasyon hedeflemesi altında politika yürütürken ortaya çıkan temel sorulardan biri merkez bankasının döviz kuruna ne kadar önem vermesi gerektiğiyle ilgilidir. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan gelişmiş ülke merkez bankaları, enflasyon hedefine ulaşılması amacıyla döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalara müdahale edilmesi gerektiğini ileri sürmektedirler³¹¹. Nitekim döviz kurlarına müdahale para otoritesinin güvenilirliğinin kaybolduğu ve onun yeniden kazanılmasına ihtiyaç duyulduğu zaman yarar sağlayabilir³¹². Bu yüzden, ara döviz kuru hedeflerinden kaçınılmaktadır. Buna karşın gelişmekte olan ülkelerdeki bir grup merkez bankası (Şili, Kolombiya, İsrail ve Polonya merkez bankaları), en azından birkaç kez döviz kuru hedefleriyle bir arada var olan enflasyon hedeflemesi programlarını benimsemişlerdir³¹³.

³¹¹Jeffery D. Amato and Stefan Gerlach, "Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade" **European Economic Review**, Vol. 45, June 2002, p. 786.

³¹²Oktar, **a.g.e.**, ss. 22-23.

³¹³Amato and Gerlach, **a.g.m.**, p. 786.

Gelişmekte olan ülkelerde, döviz kuruna daha çok ağırlık verilmesinin birkaç nedeni bulunmaktadır. Öncelikle, küçük döviz piyasalarında, beklenmeyen şoklar ve büyük sermaye girişi nedeniyle döviz kurlarında istikrarsızlık görülebilir. İkinci olarak, parasal istikrardan yoksun olan bankalar için döviz kuru, doğal olarak enflasyon beklentilerine kaynaklık teşkil etmektedir. Bu nedenle, paranın değer kaybetmesi, kötü enflasyon deneyimi olan gelişmekte olan ülkelerde büyük bir enflasyonist etkiye yol açmaktadır. Üçüncüsü, döviz kuru değişimlerinin enflasyona etkisi az bile olsa, döviz kurlarındaki ani dalgalanmaların, reel sektörlerdeki finans zorluklarını ortaya çıkartma ihtimalinin her zaman var olduğu söylenebilir. Bu tip sektörel dengesizliklere geçmişte rastlanmıştır ve enflasyon hedeflemesi altında daha büyük zorlukların çıkması olasıdır. Dördüncüsü, gelişmekte olan ülkelerde şirketlerin, mali kurumların ve kamu kesiminin bilançoları dövizle borçlanma nedeniyle döviz kuru değişimlerine karşı çok duyarlı olmaktadır. Bu yüzden, döviz kurundaki büyük bir değişim iflaslara neden olmakta, bu da banka varlıklarının değerini düşürmektedir. Bu etki, bazı gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının nispeten sınırlı güvenilirliği tercih etmelerinden dolayı kötü sonuçlar doğurabilir³¹⁴.

Öte yandan, döviz kuru hedeflemesinin benimsenmesi, ekonomik aktörlerin, döviz riski derecesini düşük hesaplamalarına ve sermaye fazlası akışını teşvik etmelerine yol açabilmektedir. Banka yönetimlerinin zayıf olduğu ülkelerde bu tip sermaye akışları yurtiçi borç vermeyi hızlandırabilir ve finansal kırılganlığa neden olan bir mali krize karşı dirençsizliği artıran, ödenmeyen borçların birikmesine sebep olabilir³¹⁵.

Hemen belirtmek gerekir ki, enflasyon hedeflemesi rejiminde ülke parasının önde gelen ticari ortağın para birimine sabitlenmesi durumunda politika uygulayıcıları bu ülkenin enflasyon oranını hedef enflasyon oranı olarak kullanmak zorunda kalacaklardır. Dolayısıyla, sermaye mobilitesinin varlığı halinde, para politikasının enflasyon hedefi ile uyumlu uygulanması güçleşecektir. Sabit döviz kurunun ortaya çıkarabileceği sorunlara çözüm olarak, her ne kadar “**crawling peg**”

³¹⁴Amato and Gerlach, **a.g.m.**, p. 786.

³¹⁵**A.e.**, p. 786.

sürünen sabit kur sistemi” öneriliyor ise de, sorunları tam olarak giderememektedir. Çünkü bu kez, kur ve fiyat istikrarı amaçları arasında bir uyumsuzluk çıkması halinde hangisinin tercih edileceği sorunu ortaya çıkmaktadır. Kuşkusuz ki, enflasyon hedeflemesi rejiminde fiyat istikrarının sağlanması tercih edilmektedir. Bu takdirde kurda meydana gelen değişmelerin muhtemel etkilerinin kamuoyuna yeterince güvenilir ve anlaşılır bir şekilde izah edilememesi durumunda beklentiler olumsuzluklara doğru odaklanabilir. Dolayısıyla bu tür olumsuzluklardan kurtulmak için enflasyon hedeflemesi rejiminde başka bir açık hedefin bulunmaması iyi olacaktır³¹⁶.

Crawling peg döviz kuru sisteminin de enflasyon hedeflemesinde sorunları çözemediğini uygulamalardan da izlemek mümkündür. İsrail ve Şili, enflasyon hedeflemesinde başlangıçta Crawling peg sistemini uygulayan iki ülke olmuşlardır. Bu ülkeler, enflasyonu geciktirecek etkili mekanizmayı meydana getiren paranın değer kaybını azalttığı için ikili amaçlar stratejisi benimsenmiştir. Döviz kurunu sabitlemek, bir anti-enflasyon stratejisindeki genel bir adım olmakla birlikte, zamanla bu politika gerçek bir değer artışına neden olmuştur. Bununla birlikte, esnek döviz kurunun kullanılması, anti-enflasyonist dengeyi koruma ve rekabet kaybına karşı önlem alma arasında oluşan gerilimi çözmek için gerekli hale gelmiştir. Anti-enflasyonist süreç devam ettikçe, döviz kurunun sabitleyici rol oynaması, aşırı sermaye akışlarıyla başa çıkmak için döviz kuru esnekliğine ihtiyaç duyulması nedeniyle bandın aralığı genişletilmiştir³¹⁷. Nitekim İsrail’deki uygulamada Merkez Bankası’nın enflasyon hedefine göre döviz kuru hedefini daha az önemseyen bir politika izlemiş olmasına rağmen, bunun enflasyon hedefini gerçekleştirmedeki performansını olumsuz yönde etkilediği kabul edilmektedir. Asya krizinin dış ticaret hadlerini ve mali sistemi olumsuz yönde etkilemesi dolayısıyla, Şili Merkez Bankası’nın sıkı para politikası uygulaması sonucu ekonomi 1998 yılı ortalarında resesyona girmiştir. Bu gelişmeler üzerine Eylül 1999 yılında crawling peg uygulamasına son verilmiş ve dalgalı döviz kuru sistemine geçilmiştir³¹⁸.

³¹⁶Kadıoğlu, Özdemir ve Yılmaz, **a.g.m.**, ss. 19-20.

³¹⁷Amato and Gerlach, **a.g.m.**, p. 787.

³¹⁸Mishkin and Schmidt-Hebbel, **a.g.m.**, pp. 22-24.

Son olarak, Leiderman ve Bufman'ın İsrail deneyimi doğrultusunda ortaya koyduğu bazı gerçeklere ilişkin tespitlerine değinmekte yarar vardır³¹⁹.

1. Parasal döviz kuru hedefi enflasyonu düşürme sürecinde ilk aşamada yararlı olsa da sonradan sermaye hareketlerinin varlığı nedeniyle sorun çıkmaktadır. Dolayısıyla, esnek döviz kurlarına aşamalı bir geçiş yapılmalı ve enflasyon hedefine daha fazla ağırlık verilmelidir.
2. Enflasyon hedefi ile döviz kuru hedefi veya parasal hedef gibi birden fazla parasal çapanın bir arada varlığı, er ya da geç politika çelişkileri ve ikilemelerinin potansiyel kaynağını teşkil etmektedir. Enflasyonu düşürmek için gerekli olan yüksek faiz oranları ve sermaye girişleri, döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açmakta ve sterilizasyon gerektirmektedir. Döviz talebinin varlığı halinde bandın üst sınırının korunması için gerekli olan faiz oranları da enflasyonu düşürme planı için gerekli olandan daha fazla olmaktadır.
3. Döviz kurunu bant içinde tutmaya yönelik çabalar halkın döviz kuru riskini algılamasında çarpıklıklar yaratabilmektedir. Bu nedenle, döviz kurunun dalgalanma bandı, bu tür sorunlar yaratmayacak ölçüde geniş tutulmalıdır.
4. Güvenilirliğin kazanılabilmesi için enflasyon hedeflemesinin mümkün olduğunca muğlaklıktan uzak bir şekilde düzenlenmesi gereklidir. Bu bağlamda, maliye ve ücret politikalarıyla, para politikalarının uyumlandırılması da son derece önemlidir.

³¹⁹Leonardo Leiderman and Gil Bufman, "Inflation Targeting under Crawling Band Exchange Rate Regime: Lessons from Israel," **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, (Seminer held in Rio de Janeiro, Brazil, May 3-5 1999) Ed. by, Mario I. Blejer, Alain Ize, and Alfredo M. Leone, IMF Publication, 2000, pp. 100-111.

3.1.1.2. Enflasyon Hedefini Belirleme

Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi, uygun bir fiyat endeksinin seçilmesini ve doğru hedef düzeyinin belirlenmesini gerektirmektedir. İki konu sırası ile incelenecek olursa aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır.

Enflasyon hedefi tanımlanırken hedeflenen enflasyonun uygun bir ölçüm yöntemiyle saptanması gerekmektedir. Enflasyon ölçümünde en yaygın olarak kullanılan uygulama tüketici fiyat endeksi (TÜFE)'yi baz alan genel ya da çekirdek enflasyonun hesaplanmasıdır³²⁰. Ayrıca, politikaların sonuçlarının değerlendirilmesinde, şokların neden olduğu geçici etkilerin elimine edilerek “temel enflasyon” oranlarındaki gelişimin izlenmesi bir başka yöntemdir³²¹.

Gelişmiş ekonomiler gibi gelişmekte olan ekonomilerde de önceki bölümlerde ifade edildiği üzere, tüketici fiyat endeksi (TÜFE) hedef alınır. Çünkü TÜFE halk tarafından iyi anlaşılmakta, kolayca elde edilebilmekte ve gözden geçirilebilmektedir. Buna karşın gelişmekte olan ekonomilerdeki TÜFE sepetleri gelişmiş ekonomilerden iki noktada ayrılmaktadır. Birincisi, yiyecekler sepetin büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Yiyecek fiyatlarının hava koşullarına duyarlılıkları sonucu çok değişken olmaları nedeniyle TÜFE enflasyon hesaplamasında etkisiz kalabilir. İkincisi, regüle edilmiş fiyatların daha önemli olmasıdır. Nitekim tüm fiyat düzeyi üzerinde doğrudan etkisi olan regüle edilmiş fiyatlardaki büyük hareketlenmeler, enflasyon kontrolünün yetersiz kalmasına ve merkez bankasının güvenilirliğinin zarar görmesine neden olabilmektedir. Bu nedenle, Çek Merkez Bankası öncelikle TÜFE değerlerinden regüle edilmiş fiyatları çıkararak bir ‘net’ enflasyon ölçütü hedeflemiştir³²².

TÜFE'deki yiyecek ağırlığının büyük olmasından kaynaklanan zayıf enflasyon kontrolü, bir çekirdek enflasyon ölçütü hedefleyen merkez bankası

³²⁰Alparslan ve Erdönmez, **a.g.m.**, s. 18.

³²¹Malatyali, **a.g.e.**, s. 10.

³²²Amato and Gerlach, **a.g.m.**, p. 787.

tarafından dikkatlice düşünülmesine rağmen, bu strateji bazı sorunlara maruz kalmaktadır. Yiyecek fiyatları ve regüle edilmiş fiyatların öneminin azaltıldığı bir çekirdek enflasyon ölçütü gerçek geçim maliyetini çok zayıf bir şekilde yansıtabilmektedir. Çekirdek enflasyonun kullanımı ayrıca güvenilirlik problemine yol açabilir. Geçmişte, kayıtlı enflasyonu düşürmek için fiyat endekslerinin gözden geçirildiği izlenimi veren Brezilya'da Merkez Bankası, bütün çekirdek enflasyon ölçütlerinin, güvenilirliği azaltacağına karar vermiş ve bu yüzden TÜFE'yi hedef olarak kullanmayı seçmiştir. Ayrıca, Polonya Merkez Bankası da, elde edilebilir bağımsız çekirdek enflasyon ölçütleri olmaması nedeniyle ve bunun güvenilirlik endişelerini artıracığını düşünerek çekirdek enflasyonu hedef almamaya karar vermiştir. Tabi ki, çekirdek enflasyon bir hedef olarak kullanılmasa bile merkez bankası, ekonomik koşulları değerlendirirken ve politika yürütürken ondan yararlanabilir³²³. Nitekim Filipinler ve İsveç Merkez Bankaları endeks olarak TÜFE'yi kullanılmakla birlikte çekirdek enflasyonu da takip etmektedirler³²⁴.

Uygun hedef düzeyinin belirlenmesinde ise, bazen gelişmekte olan ekonomilerin, gelişmiş ekonomilerdekinden daha yüksek enflasyon oranları hedeflemeleri gerektiği iddia edilmektedir. Fakat makul enflasyon düzeylerinin büyüme için negatif sonuçlar doğurabileceğine dair kanıtlar olmasına rağmen, yüksek enflasyon hedefinin büyümeyi destekleyeceğine inanmak için hiçbir neden bulunmamaktadır³²⁵. Nitekim yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde ortalama büyüme hızlarının düşük gerçekleştiği görülmektedir³²⁶.

Gelişmekte olan ekonomilerin, gelişmiş ekonomilerden ortalama olarak daha hızlı bir tempoda büyüdüğü düşünülürse, gelişmiş ekonomilerle aynı seviyede bir enflasyon hedefi benimsemek muhtemelen, ticari malların fiyatlarında daha küçük yükselmelerle (hatta düşmelerle) döviz kuru artışlarına yol açacağı rahatlıkla ifade edilebilir. Alternatif olarak merkez bankası, ticari mallar için uluslararası düzeyde bir fiyat artışı oranı ve nispeten istikrarlı bir nominal döviz kurunu korumak

³²³A.e., pp. 787-788.

³²⁴Akyazı, a.g.e., s. 121 ve 123.

³²⁵Amato and Gerlach, a.g.m., p. 788.

³²⁶TCMB, **Fiyat İstikrarı**, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr> s. 3.

için daha yüksek bir enflasyon hedefi benimsemeyi tercih edebilir. Tahminler Harrod-Balassa-Samuelson etkisinin³²⁷ gelişmekte olan ekonomilerde %1-2 civarından daha yüksek bir enflasyon hedefini gerektirebileceğini belirtmektedirler³²⁸.

İstenen düzeyde bir enflasyon hedefi üzerinde etkisi olan bir diğer sorun, nominal faiz oranları üzerindeki sıfır altı çizgisi (zero lower bound, ZLB)dir. ZLB'nin önemi belirlenirken iki faktör rol oynamaktadır. Birincisi şokların büyüklüğü olmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerin, gelişmiş ekonomilere göre daha büyük ekonomik şoklara maruz kaldıkları görülmektedir, çünkü bu ülkelerdeki merkez bankalarının daha kötü ekonomik koşullarla karşılaşma olasılıkları daha fazla olmaktadır. Bu nedenle, herhangi bir enflasyon oranında, nominal faiz oranlarını sıfırın altına indirmeye daha isteklidirler. İkincisi, denge reel faiz oranıdır. Standart büyüme teorisi, gelişmekte olan ekonomilerde reel faiz oranının daha yüksek olduğunu ileri sürmektedir. Belirli bir enflasyon oranında, daha yüksek reel faiz oranları, daha yüksek nominal faiz oranlarını getirirler. Dolayısıyla merkez bankası, ZLB'ye ulaşılmadan önce nominal faiz oranlarını düşürmeye daha çok ağırlık verecektir. Buna göre, ZLB'nin öneminin gelişmiş ekonomilere oranla gelişmekte olan ekonomilerde daha büyük olmadığı söylenebilir³²⁹.

Yukarıdaki açıklamaların ışığında, gelişmekte olan ekonomilerde enflasyon hedefleri düzeyinin gelişmiş ekonomilere göre çok daha farklı olması gerektiğini ileri sürebilmek için çok az somut kanıt olduğu ortaya çıkmaktadır.

³²⁷Amato and Gerlach, **a.g.m.**, p. 788. Bir ülkenin ticarete konu olan mallardaki verimliliği, ticarete konu olmayan mallardaki verimliliğinden daha yüksekse, diğer ülkelerle mukayese edildiğinde bu ülkede fiyat düzeyi daha yüksek olacaktır. Dolayısıyla uluslararası verimlilik farklılıkları nispi uluslararası fiyat düzeyini de etkileyecektir. Bu durum Balassa (1964), Samuelson (1964) ve daha önceden de Harrod (1933) tarafından uluslararası düzeyde Satın Alma Gücü Paritesinden sapmaları açıklamak için kullanılmıştır. Bu durum Harrod-Balassa-Samuelson etkisi olarak isimlendirilir. Maurice Obstfeld and Kenneth S. Rogoff, **Foundations of International Macroeconomics**, London, The MIT Press, 1996, P. 210.

³²⁸Amato and Gerlach, **a.g.m.**, p. 788.

³²⁹**A.e.**

3.1.2. Yaklaşımın Uygulamadaki Ortak Sorunları

Enflasyon hedeflemesi altında politika yürütürken ortaya çıkan temel sorunlar birkaç meselenin tartışılmasını gerektirmektedir. Bu meselelerin çözümü ülkelere göre değişebilen bazı hususlara bağlıdır. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde ortaya konan bu meseleler, aşağıda sırasıyla ve ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

3.1.2.1. Beklenmedik Şokların Güvenirliği Azaltması

Para politikası uygulama sürecinde ekonominin merkez bankasının kontrolü dışındaki şoklara maruz kalması enflasyonun merkez bankasınca tam anlamıyla kontrol edilmesini güçleştirmektedir. Enflasyonun para politikası araçları dışında birçok değişkenden de etkileniyor olması piyasaların para politikasının sağlıklı değerlendirmelerini zorlaştırmaktadır. Burada en büyük sorun, para otoritesinin kontrolü dışındaki şokları bahane ederek enflasyon hedefinden sapabileceği ve hedefe ulaşmada daha isteksiz davranabileceği yönünde kamuoyunda oluşan endişedir. Oysa enflasyon hedeflemesinde piyasaların bu politikanın sapma göstermeden tutarlı biçimde uygulanacağına dair inancı ve güveni hedefin tutturulması için çok önemlidir. Piyasalarda merkez bankasının şoklar karşısında enflasyon hedefinden uzaklaşacağı yönünde oluşan kanaat, beklenen enflasyonun, enflasyon hedefinin üzerine çıkmasına yol açacaktır. Beklenen enflasyonun hedeflenen enflasyonun üzerinde olması durumunda ise, doğru politikalar uygulansa bile, merkez bankası enflasyon hedefini aşacaktır³³⁰.

Diğer önemli bir sorun, enflasyon hedefinin örneğin Yeni Zelanda'da olduğu gibi, ekonomiyi etkileyen şoklara dayandırılmasının gerekip gerekmediğidir. Gözlemlenebilen olaylara dayanan bir taahhütte bulunmak için iyi bir teorik örnek vardır: Merkez bankası somut bir değerlendirme yapmadan basit olarak hedeften sapsalara izin vermektense, bu şokların üstesinden gelmek için hedefleri açıkça

³³⁰Karasoy, Saygılı ve Yalçın, **a.g.m.**, s. 15.

yenilerse, şokların olumsuz etkisini daha az güvenilirlik kaybıyla önleyebilir. Hedeflerin yenilenmesini gerektirecek geçerli istisnalar, örneğin, petrol fiyatı şokları veya dış ticaret hadlerindeki kontrol edilemeyen değişiklikleri içerebilir. Ancak istisnaların kullanılması konusunda bazı sınırlamalar koymak önemlidir. Bunlardan biri, Kanada’da olduğu gibi, hedefte yapılacak değişikliği ücretler üzerindeki ikinci etkileri değil, şokun doğrudan etkilerini içerecek şekilde sınırlamak olabilir.

3.1.2.2. Enflasyonun Tahmin ve Kontrol Edilmesindeki Zorluklar

Enflasyon hedeflemesi zaman tutarsızlığından kaynaklanan enflasyonist eğilim için önerilen çözümlerden birisidir. Enflasyon hedeflemesi rejimi merkez bankasının enflasyonla mücadeledeki sorumluluğunu vurgulayarak para politikası uygulamasında daha önceden de bahsedilen birçok önemli avantajlar sağlamaktadır. Fakat para politikasının ekonomiye etkilerindeki uzun ve değişken gecikme problemi, enflasyon hedefleme stratejisi açısından da tartışılmaya devam edilmektedir.

Svensson, enflasyon hedeflemesi rejimini, enflasyon tahmininin bu stratejide kullanılacak en iyi ara hedef olması anlamında enflasyon tahmin hedeflemesi olarak da adlandırmaktadır³³¹. Dolayısıyla enflasyon beklentilerinin belirlenmesi son derece önem kazanmaktadır. Fakat Enflasyonist sürece ilişkin bilgi çok yetersizdir. Hem enflasyon tahmin sonuçları hem de enflasyonun tahmin edilmesinde kullanılan yöntemler yoğun olarak tartışılmaktadır.

Enflasyon oranı birçok makroekonomik değişkenle etkileşim içinde olduğundan enflasyon hedefi ilan eden bir hükümetin büyük bir risk altına girdiği söylenebilir. Birinci bölümde incelenen parasal aktarım mekanizmasında ortaya konduğu gibi, para politikası birçok şekilde üretim ve enflasyon gibi ekonomik değişkenleri uzun ve değişken bir gecikme ile etkilemektedir.

³³¹Svensson, “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets,” p. 3.

Cecchetti, enflasyonun özellikle çok kısa ve çok uzun zaman dilimlerinde doğru olarak tahmin edilmesinin çok zor olduğunu belirtmiştir. Enflasyonun tahmin edilebilirliğinde karşılaşılan günlük enflasyon hedeflemesi rejimi için iki önemli sorun oluşturmaktadır. Birincisi, parasal politika uygulamaları ile enflasyonla mücadele arasında uzun gecikmelerin olduğu dikkate alındığında, tahmin edilebilirlikteki yetersizlik, enflasyonu tam olarak hedeflemenin büyük ölçüde güç olduğunu ortaya koymaktadır. İkincisi, merkez bankasının güvenilirliği ile ilgilidir. Eğer enflasyon büyük ölçüde tahmin edilemezse, iyi bir şekilde kontrol edilemeyebilir. Bu durumda merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşmada, yapabileceğinin en iyisini yapıp yapmadığının değerlendirilmesi zor olabilir. Merkez bankası her zaman hedeften sapmaların, kötü güvenden değil kötü şanstın kaynaklandığını iddia edebilir. Merkez bankasının enflasyon tahminleri önemli ölçüde yoruma dayalı bileşenleri içerdiğinden, bu iddiaları çürütmek zor olabilir. Merkez bankaları için bu tür mümkün kaçışlar, enflasyon hedeflemesinin para politikasının sorumluluğunu arttırır argümanını zayıflatmaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedefleme yapısı içerisinde güvenilirliği kurmanın uzun ve zorlu olabileceği anlamına gelmektedir³³².

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının etkinliğinin sınırlı olduğu ve enflasyon oranını tahmin edebilirlikte ya da kabul edebilirlikte günlük yarattığı görüşü üzerine şu çıkarımlar yapılabilir: Birincisi, tahmin edilebilirliğin istatistiki ölçümlerinin kendileri para politikasına karşı duyarlı olacaktır. Para politikası uygulayıcılarının petrol fiyatlarının yarattığı şoklar ve diğer enflasyonist baskılarla mücadele etmek zorunda kaldıkları 1970'li yıllar boyunca enflasyonu tahmin etmede ne büyük güçlükler yaşadıkları açıktır. Buna karşılık 1980'li yılların ortalarından itibaren Birleşik Amerika'da ve diğer sanayileşmiş ülkelerde enflasyon oranının istikrarı, enflasyonun gelecekteki durumunu tahmin etmenin daha kolay olacağını ortaya koymuştur³³³.

İkincisi, hedef değişkenlerin tahminindeki güçlükler para politikasının yürütülmesinde ara değişkenlerin kullanılması için bir gereke oluşturamaz. Svensson'a

³³²Stephen G. Cecchetti, "Inflation Indicators and Inflation Policy," **NBER Working Paper Series**, No. 5161, June 1995, pp. 2-3.

³³³Oktar, **a.g.e.**, ss. 56-57.

göre, mümkün olan en iyi ara hedef mevcut hedef değişkenin kendisinin tahminidir. Başka bir ifadeyle, enflasyonun doğrudan kendisinin hedeflenmesidir. Para arzı artışı gibi bir ara hedefin kullanılması, ancak ara hedef, hedef değişkenin tahminiyle ilgili tüm bilgiyi içeriyorsa, kabul edilebilir ve dolayısıyla kullanılabilir. Bu uç örnekte, ara hedefin kullanılması hedef değişkenin tahmininin hedeflenmesiyle aynı anlama gelmektedir. Bununla birlikte, eğer ara hedeften başka herhangi bir değişken, hedef değişkenin gelecek değerleri konusunda marjinal bilgi içeriyorsa, o zaman enflasyonun tahmininin hedeflenmesi herhangi bir tek ara hedefin kullanılmasına kesinlikle üstün gelecektir. Bu nedenle, uygulama açısından bakıldığında, hedef değişkeni tahmin etmek ya da kontrol etmek güç olsa bile, bir ara hedef kullanarak herhangi bir gelişmenin elde edilmesi mümkün olmayacaktır³³⁴.dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankasının enflasyon tahmini, politik kararların alınmasında önemli rol oynamalıdır.

Enflasyon tahmininin, enflasyon hedefleme yapısının temelini oluşturmasını sağlayacak bazı kriterler vardır. Bunlar: (i) Başarılı bir tahmin yapısı bulunmalıdır. (ii) Güvenilir ilişkiler tahmin etmek için yeterli tarihsel veri bulunmalıdır. (iii) Bu ilişkilerin bu rejim altında yeterince istikrarlı olduğuna güvenilmelidir. Merkez bankasının enflasyon tahminini dayandıracığı bir model üzerinde anlaşmaya varması zor olabilir. Ancak temel prensip, her ne kadar tahminlerin özel bir modele dayandırılması olsa da, para politikası kararları enflasyonun tahmin edilen trendine dayandırılmalıdır.

Debelle, merkez bankasının sorumluluğuna duyulan ihtiyacın, merkez bankasının enflasyon tahminlerinin yayımlanmasını gerektirdiğini ileri sürmektedir. Yayımlanmış enflasyon tahminleri, merkez bankasının enflasyon hedefinden herhangi bir sapmayı, tahmin hataları cinsinden açıklamasına olanak tanımaktadır. Tahmindeki sistematik hatalar kamuoyuna açık olmalıdır ve bu açıklık merkez bankasının tahmin metodolojisini geliştirmesi açısından teşvik edilmelidir³³⁵. Pratikte, sadece Yeni Zelanda Merkez Bankası ve İngiltere Merkez Bankası enflasyon

³³⁴A.e., s. 57.

³³⁵Debelle, "Inflation Targeting in Practice," p. 19.

tahminlerini yayınlamaktadır. Bunlardan Yeni Zelanda Merkez Bankası enflasyon tahmin metodolojisinin tamamını yayınlamaktadır.

3.1.2.3. Modelleme

Uygulamada karşılaşılan bir diğer sorun da enflasyonu öngörmede kullanılan modelin dizaynıdır. Eğer uygulanan para politikası, enflasyonun hedeften yapacağı sapmalara tepki gösterecekse, bu tepkinin yönü, ölçüsü ve zamanlaması büyük önem kazanmaktadır. Tüm bu unsurlar para otoritesinin kullandığı ekonomi modeline bağlıdır. Ancak, para otoritelerinin çoğu fiyat istikrarından sorumlu olmalarına karşın, kullandıkları ekonomik modeller, para politikasının enflasyonu ne zaman ve nasıl etkilediğini gösteren parasal aktarım mekanizması konusunda çok az analiz olanağı vermektedir. Örneğin, İtalyan Merkez Bankası'nın üç aylık ekonometrik modeli veri bir döviz kuru için para politikasının enflasyon üzerindeki etkisini neredeyse sıfır olarak almakta ve döviz kuru modelde dışsal olarak kabul edilmektedir. Enflasyon hedefinin ya da herhangi bir makro ekonomik hedefin izlenmesinde para politikasına rehberlik etmede modelin etkinliğinin artırılması için, bu eksikliklerin mümkün olduğu kadar giderilmesi gerekmektedir³³⁶.

Hemen belirtmek gerekir ki, enflasyon hedeflemesinde kullanılan ekonometrik modellerin ülke deneyimleriyle uzlaştırılması da zor görünmektedir. 1992-1993'te sabit döviz kurlarının çöküşünden sonra enflasyon hedeflemesini uygulayan pek çok Avrupa Merkez Bankası da ekonometrik modellere güvenmemişlerdir. Ayrıca, yeni radikal politika çerçevelerinin tanıtımı muhtemelen, geçmiş verilere dayanan model değerlerinin kuşkulu olabileceğini ima eden Lucas Kritisinin ileri sürdüğü gibi, makro ekonometrik modellerdeki değişimlerle ilgilidir³³⁷.

³³⁶Oktar, **a.g.e.**, s. 60.

³³⁷Amato and Gerlach, **a.g.m.**, pp. 784-785.

Bununla birlikte, belli ölçüde modelleme zorlukları da söz konusudur. Para politikasının etkili olabilecek kanalların potansiyel çokluğu ve etkisinin belirlenmesinde beklentilerin önemi göz önüne alındığında ekonometrik bir yapı içerisinde parasal aktarım mekanizmasını genel olarak araştırmak bile güçtür³³⁸. Çünkü enflasyon hedeflemesinin ileriye yönelik bir para politikası stratejisi olması nedeniyle, enflasyon süreci ve aktarım mekanizmasının ekonometrik modellerine ihtiyaç duyulduğu konusu sıkça tartışılmaktadır³³⁹. Bu konu, sadece daha büyük ve daha iyi makro ekonometrik modeller oluşturmayı değil, aynı zamanda birçok farklı modele; “İndirgenmiş VAR (Vector Autoregression Models) veya “P-star” gibi daha basit modellere başvurmanın önemini de göstermektedir³⁴⁰. Daha basit modeller, çoğunlukla, para politikası ile enflasyon arasında daha karmaşık modellerde görüldüğünden daha sıkı bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır³⁴¹.

Görüldüğü üzere, para otoriteleri yurtiçi enflasyon oranını modellemek ve tahmin edebilmek için; gerekli kurumsal ve teknik kapasiteye sahip olmalı, enflasyonu belirleyen unsurların enflasyon oranı üzerinde hangi sürede etkili olduğu konusunda bilgileri veya tahminleri almalı ve parasal değişikliklerin temel makro ekonomik değişkenleri etkileme biçimi ve açıkladıkları faaliyet prosedüründe kullanılacak çeşitli para politikası araçlarının nispi etkinlikleri konusunda güçlü bilgilere sahip olmalıdır³⁴².

3.1.2.4. Hedef Aralığının Genişliği ve Esneklik

McDonough’un iddia ettiği gibi fiyat istikrarı, ekonomik büyümenin gelişmesine yardımcı olacak istikrarlı bir ekonomik ortamın yaratılması için sadece bir araçtır. Enflasyona karşı aşırı muhafazakar bir tutum içinde olunması, yüksek

³³⁸Oktar, **a.g.e.**, s. 60.

³³⁹Amato and Gerlach, **a.g.m.**, p. 784.

³⁴⁰D. Lane Timothy, Mark Griffiths and Alessandro Prati, “Can Inflation Targeting Help Make The Monetary Policy Credible?” **Finance&Development**, Vol. 31, No. 4, December 1995, pp. 2-3.

³⁴¹Oktar, **a.g.e.**, s. 60.

³⁴² İlyas Şıklar, **Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü**, Eskişehir, Eskişehir Sanayi Odası, Yayın No. 27, 1999.

üretim değişkenliği açısından çok maliyetli olabilir³⁴³. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi rejiminin tasarımı çerçevesinde, ne kadar esnekliğin bu tasarıma katılması gerektiği düşünölmelidir.

Katı bir enflasyon hedefi, şoklara karşı yeterince esnek olamayabilir. Hem politikacılar hem de kamuoyu üretim dalgalanmalarına ilgisiz olmadığından ve fiyat istikrarının nihai nedeninin istikrarlı bir reel ekonomik büyümei desteklemek olmasından dolayı, enflasyon hedeflemesi rejimi arz şokları ve diğer tür şoklar karşısında istisna maddelerine ya da hedef tanımına bazı esneklikler getirilmesine ihtiyaç duyabilir.

Para politikasının etkileri hakkındaki belirsizlik ve enflasyon sürecine şoklardan dolayı enflasyon sonuçları, en iyi tasarlanmış para politikasıyla bile çok yüksek bir belirsizliğe sahip olabilir. Enflasyon hedefinin bir aralık olarak tespit edilme gereksinimi, para politikasının enflasyon oranı üzerindeki kontrolünün kusursuz olmamasından kaynaklanmaktadır. Para politikası uzun ve değişken gecikmelere sahip olduğundan ve enflasyon oranının kusursuz olarak tahmin edilememesinden dolayı enflasyondaki dalgalanmayı belli bir düzeyin altına indirmek mümkün değildir. Aralık genişliğine ayrıca kısa dönem şoklara cevap vermede esnekliğin devam ettirilmesi için gerek duyulmaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedef aralığının oldukça geniş tutulması gerekebilir. Fakat bu kadar geniş bir aralık, kamuoyu ve piyasaların merkez bankasının enflasyon hedef taahhüdü hakkında şüphe duymalarına neden olabilir.

Aralık genişliğinin seçimi sıkı ve katı bir aralık ilan ederek ara sıra bunun ihlal edilmesi ile merkez bankası açısından gevşekliğin bir ifadesi olarak algılanabilecek geniş bir aralığın ilanı arasındaki bir değişimi yansıtmaktadır. Dar bir aralık enflasyon hedefi açısından güçlü bir taahhüdün bir göstergesi olarak

³⁴³William J. McDonough. "A Strategy for Monetary Policy," **Speech Given Before the Annual Financial Services Forum of the New York State Bankers Association**, New York, March 21, 1996, p.3.

yorumlanabilir. Fakat eğer pratikte koridorun içinde kalmak zor ise, sık ihlaller güvenilirliğe zarar verebilir.

Çok katı sınırlı bir aralık ayrıca merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşmadaki kısa dönem sorumluluğunu vurgulamaktadır. Herhangi bir şekilde aralığın dışına çıkıldığında merkez bankasının bu ihlalin nedenlerini açıklaması gerekmektedir. Daha yumuşak sınırlı ya da daha geniş bir aralıkla merkez bankasının kısa dönem performansının değerlendirilmesi daha zordur. Dolayısıyla merkez bankası orta vadede daha sorumlu durumdadır. Yumuşak sınırlı bir aralık merkez bankasının kısa dönemde daha esnek davranmasına olanak sağlayabilir³⁴⁴.

Hedef koridoru genişliğinin belirlenmesinde, dar bir aralık kabul etmenin para politikası araçlarında bir istikrarsızlığa neden olacağına da düşünülmesi gerekmektedir. Enflasyon oranında veri bir gelişmeye ulaşmak için zaman aralığı ne kadar kısa ise para politikası araçlarındaki değişim de o kadar çok olacaktır. Eğer aralık çok dar ise, herhangi bir üç aylık dönemde enflasyonun, aralığın üzerine çıkmasını engellemek için faiz oranlarının, enflasyonun bir sonraki üç aylık dönemde en düşük sınırın altına düşmesini önlemeye yetecek kadardan daha fazla artırılması gerekebilir. Faiz oranındaki bu tür gelişmeler, enflasyon hedefi karşılanmaya devam edilse de mali piyasaları istikrarsız kılabilir. Buna ilave olarak enflasyonu hedef aralığı içinde tutmak için faiz oranlarındaki gerekli dalgalanmalar zamanla azalacağına aşırı artabilir.

Enflasyon hedeflerinin zamanla değiştirilebilmesi, para politikalarının etkilerinin belirsizliği karşısında, para otoritesine verilmesi düşünülebilen diğer bir esnekliktir. Debelle, ücret ve fiyat tespit sürecinde önemli bir katılık söz konusu olduğunda ve enflasyon başlangıçta çok yüksek olduğunda, para otoritelerinin fiyat istikrarı amacına hızlı bir geçişten kaçınmak isteyebileceklerini belirtmektedir³⁴⁵. Yani, para otoriteleri enflasyon hedefleri için, zamanla fiyat istikrarı amacına doğru azalan bir geçiş yolu tercih edebilirler. Enflasyon hedeflerinin zamanla değiştirilebilmesi,

³⁴⁴Debelle, “Inflation Targeting in Practice,” p. 15.

³⁴⁵A.e., p. 12.

enflasyon hedeflemesi rejiminin arz ve diğer ekonomik şoklarla başa çıkabilmesi için para otoritesinin esnekliğini artırmada kullanılabilir.

3.1.2.5. Enflasyon Hedeflemesi, Sorumluluk ve Şeffaflık

Enflasyon hedefleri, enflasyon beklentilerini belirleyen nominal bir çapa görevi görmektedir. Buna ilave olarak enflasyon hedefleri merkez bankasının performansının, enflasyon hedefini gerçekleştirme çerçevesinde değerlendirilebileceği ve gerekli ölçüde sorumlu tutulacağı bir kıstas sağlamaktadır. Enflasyon hedeflerinin, politika otoritelerinin sorumluluklarını artırmak açısından avantajları ve dezavantajları vardır.

Merkez bankasına enflasyon hedefi görevini vermek, bankanın performansını değerlendirmeye yarayan açık ve kolayca ölçülebilen bir referans noktası tanımlamaktadır. Enflasyon hedef aralığının herhangi bir ihlali ya da arzulanan hedef düzeyinden önemli sapmalar merkez bankası tarafından önemli açıklamaların yapılmasını gerekli kılacaktır. DeBelle, merkez bankalarının amaçlarının nispeten genel olmasının, performanslarının değerlendirilmesini zorlaştırdığını belirtmektedir. Dolayısıyla merkez bankaları, potansiyel olarak çelişen birçok amacı gerçekleştirmek bakımından sorumlu tutulamazlar³⁴⁶.

Diğer yandan, para politikası araçları ile nihai enflasyon amacı arasında bir gecikme olduğundan, hedeften herhangi bir sapmanın politik hatalardan mı yoksa bunun merkez bankasının kontrolü dışındaki şoklardan mı kaynaklandığını belirlemek zor olabilir. Dolayısıyla enflasyon hedeflerinin, sorumluluğun bir kıstası olarak kullanımına ilişkin bir diğer problem, para politikasının uzun ve değişken gecikmesidir. Herhangi bir politikanın etkisi en azından bir yıl ve muhtemelen daha uzun bir süre gözlemlenemeyecektir. Bu problemin üstesinden gelmenin yolu, enflasyon tahminini kıstas olarak kullanmak olabilir.

³⁴⁶DeBelle, “Inflation Targeting in Practice,” pp. 5-6.

Şeffaflık konusu sorumluluk konusuna çok yakından bağlıdır. Para politikasının enflasyon hedefleme yapısı çerçevesinde etkinliğini artırmak için, politik değişikliklerin ilan edilmesi ve bunların gerekçelerinin açıklanması önemlidir. Böylelikle, enflasyon hedefinden herhangi bir sapmanın merkez bankasının bir hatasından mı kaynaklandığı ya da ihlalin politik karar aşamasında öngörülebilirlik öngörülemediği daha açık ortaya konabilir. Dolayısıyla enflasyon hedefleme stratejisi mümkün olduğunca şeffaf olmalıdır.

Bu artan şeffaflık para politikası değişikliklerinin etkinliğini artırmalı ve fiyat ve ücret kararlarını etkilemedeki gecikmesini ise azaltmalıdır. Enflasyon hedeflemesinin merkez bankasına sağladığı araç bağımsızlığındaki artış karşılığında merkez bankasının göstereceği en uygun tavır, şeffaflık ve sorumluluğundaki artış olabilir.

Genelde enflasyon hedefleyen merkez bankaları doğrudan hükümete karşı sorumludurlar. Parlamento karşısında düzenli olarak yapılan sunuşlar ve yıllık raporun yayımlanması, sorumluluğun temel göstergeleri sayılabilir. Enflasyon hedefleme yapısı çerçevesinde şeffaflık ve sorumluluğun diğer bir göstergesi olarak, düzenli olarak ‘enflasyon raporları’ yayımlanabilir. Örneğin Yeni Zelanda Merkez Bankası 1989’dan beri altı aylık dönemler itibariyle ‘para politikası durumu’ yayımlamaktadır. Bu yayında bankanın önceki altı aylık dönemde enflasyon hedeflerini gerçekleştirip gerçekleştirmediği ve bir sonraki altı aylık dönemde hedefe ulaşılması için bankanın izleyeceği strateji tartışılmaktadır.

Yeni Zelanda Merkez Bankasının ardından, İngiltere Merkez Bankası ve İsveç Merkez Bankası da enflasyonun tarihsel gelişiminin ve enflasyona genel bir bakışın sunulduğu enflasyon raporları yayımlamaktadırlar. Son zamanlarda ayrıca Kanada ve İspanya Merkez Bankaları da benzer dokümanlar yayımlamaya başlamışlardır. Para politikası sadece enflasyon açısından değerlendirilmektedir³⁴⁷. Bu

³⁴⁷ A.e., pp. 18-19.

anlamda hedefin, para politikası durumunun tartışılmasında bir referans sağladığı düşünülebilir.

3.2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİ UYGULAYAN ÜLKELER VE ÖZELLİKLERİ

3.2.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Deneyimlerine Genel Bir Bakış

Öncülüğünü gelişmiş ülkelerden Yeni Zelanda ve Kanada, gelişmekte olan ülkeler için de Şili'nin yapmış olduğu enflasyon hedeflemesine dayalı para politikası stratejisi, zamanla genişlemiş ve aralarında hemen her kıtadan ülkelerin bulunduğu çok geniş bir coğrafyaya yayılmıştır. Gerçekten de enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler incelendiğinde, Latin Amerika'dan Doğu Asya'ya; Afrika'dan Avrupa'ya kadar çok geniş bölgelerde bu stratejinin uygulandığı görülmektedir. Ülke grupları açısından bakıldığında ise, gelişmiş ülkelerde (Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Avustralya, İsviçre, Norveç ve İzlanda), yeni sanayileşen ve yükselen piyasa ekonomilerinde (Brezilya, Şili, İsrail, Güney Kore, Meksika, Güney Afrika, Filipinler, Tayland, Kolombiya Peru ve Türkiye) ve geçiş ekonomilerinde (Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Romanya ve Polonya) enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulandığı söylenebilir³⁴⁸. Ayrıca, gelişmiş ülkeler arasında yer alan Finlandiya ve İspanya da, 1999 yılında Avrupa Para Birliği'ne (Euro alanı) girmeden önce enflasyon hedeflemesini uygulamışlardır³⁴⁹. Görüleceği üzere enflasyon hedeflemesi rejimi, kısa süre içerisinde belirli bir bölge veya ülke grubu ile sınırlı kalmamış global düzeyde bir yaygınlığa dönüşmüş durumdadır³⁵⁰.

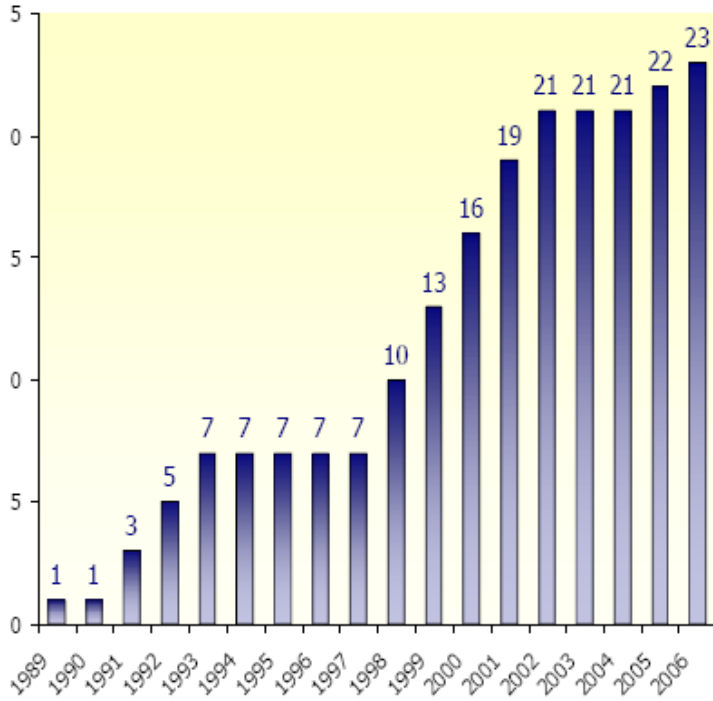
³⁴⁸Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin gruplandırılmasında farklı yaklaşımların olduğu gözlenmektedir, örneğin, gelişmiş ülkeler, sanayileşmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler, yeni sanayileşmiş ve yükselen piyasa ekonomileri, Latin Amerika ülkeleri ve Doğu Asya ülkeleri gibi değişik sınıflandırmalar söz konusudur. Akyazı, **a.g.e.**, s. 113.

³⁴⁹Günümüzde bu iki ülke enflasyon hedeflemesini uygulamamasından dolayı, çalışmanın kapsamına dahil edilmemiştir.

³⁵⁰Akyazı, **a.g.e.**, s. 113.

Grafik 1’den de izlenebileceği gibi, enflasyon hedeflemesi rejiminin 1990’lı yılların başında gelişmiş, 1990’lı yılların sonu ile 2000’li yılların başında ise gelişmekte olan ülkeler arasında yaygınlaştığı dikkati çekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki gecikmenin nedenleri arasında, bu ülkelerin enflasyon hedeflemesi rejimi için belirli bir hazırlık dönemini geçirmeleri ve diğer ülkelerdeki uygulama sonuçlarını görebilmek için beklemeyi tercih etmeleri gösterilebilir³⁵¹.

Grafik 1. Yıllar İtibariyle Enflasyon Hedeflemesi Rejimini Uygulayan Ülke Sayısı



Kaynak: TBB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para Ve Döviz Kuru Politikası**, Aralık 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr>, s. 7.

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 seviyesine sahip ülkeler arasındadır³⁵². Gelişmiş ülkelerde ise durum çok farklıdır. Hedefleme öncesi dönemde gelişmiş ülkelerde enflasyon oranı genellikle %4 civarı ve altındadır. Bu ülkelerden sadece Kanada (%6,83) ve Yeni Zelanda (%7,03) ile

³⁵¹ A.e., s. 115.

³⁵² Öğretmen, a.g.m., s. 5.

%4'ün üzerinde bir enflasyon oranına sahiptir. Buna rağmen bile bu iki ülkenin enflasyon oranının tek haneli ve %10'un altında olduğu görülmektedir. Buna bağlı olarak da, gelişmiş ülkelerde enflasyon oranlarında çok büyük düşüşlerin yaşanmayacak olması programın güvenilirliğini arttırmaktadır.

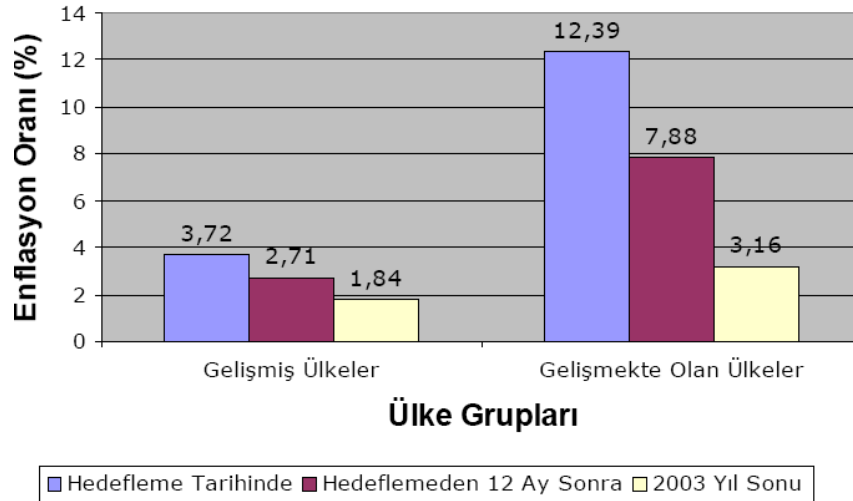
Tablo 11. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Elde Ettiği Sonuçlar

Ülke Adı	Başlangıç Tarihi	İlk Hedef (%)	Hedefleme Tarihindeki Oran (%)	12 Ay Sonraki Oran (%)	2003 Yılı Sonu (%)	2007 Yılı Sonu (%)
Gelişmiş Ülkeler						
İsveç	Ocak - 93	2 (+/-1)	1.76	1.70	1.4	3.5
Avustralya	Nisan - 93	2 - 3	1.22	1.74	2.4	3.0
İsviçre	Ocak - 00	< 2	1.63	0.90	0.6	2.0
İzlanda	Mart - 01	2.5 (-1.5/+3.5)	4.05	8.72	2.0	5.9
Kanada	Şubat - 91	3 - 5	6.83	1.68	2.7	2.1
İngiltere	Ekim - 92	1 - 4	3.57	1.35	2.6	3.2
Yeni Zelanda	Mart - 90	3 - 5	7.03	4.52	1.6	3.2
Norveç	Mart - 01	2.5 (+/-1)	3.64	1.10	1.4	2.8
Gelişmekte Olan Ülkeler						
Güney Afrika	Şubat - 00	3 - 6	2.65	7.77	0.3	7.1
Filipinler	Ocak - 02	5 - 6	3.8	2.7	3.0	2.8
Brezilya	Haziran - 99	8 (+/-2)	6.51	8.94	9.3	4.5
Güney Kore	Nisan - 98	9 (+/-1)	6.57	7.5	3.5	2.5
İsrail	Ocak - 92	14 -15	18.03	9.47	-1.9	3.4
Çek Cum.	Ocak - 98	5.5 - 6.5	10.7	2.1	0.1	2.8
Kolombiya	Eylül - 99	15	9.22	9.35	6.5	5.7
Macaristan	Temmuz - 01	7 (+/-1)	10.78	4.87	5.7	8.0
Meksika	Ocak - 99	13	18.61	11.03	4.0	3.8
Polonya	Ekim - 98	< 9.5	13.2	8.6	1.7	2.5
Peru	Ocak - 94	15 -20	39.49	13.71	2.5	3.9
Tayland	Mayıs - 00	0 - 3.5	1.04	2.47	1.8	2.3
Şili	Ocak - 91	15 - 20	27.31	18.74	1.1	7.8
Romanya	Ağustos - 05	7.5 (+/-1)	9.3	8.6	14.1	6.6
Türkiye	Ocak - 06	5	7.7	9.6	18.4	8.4

Kaynak: Amato and Gerlach, **a.g.m.**, p. 785; Öğretmen, **a.g.m.**, s. 19; Bernanke and Mishkin, “**Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?**” p. 99; Summers, “**Commentary: Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?**” p. 36; Mugur Isărescu, **a.g.m.**, p. 8; Fischer, “**Modern Central Banking,**” p. 284; Mishkin and Schmidt-Hebbel, **a.g.m.**, pp. 26-32; Akyazı, **a.g.e.**, ss. 117-124; Öğretmen, **a.g.m.**, s. 19; <http://www.indexmundi.com>; BCRP, **Annual Report 2007**, (Çevrimiçi) <http://www.bcrp.gob.pe>; NBR, **Quarterly Inflation Report (February-2008)**, (Çevrimiçi) http://www.bnr.ro/def_en.htm ve Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin merkez bankalarının internet sitelerinde yer alan uygulama açıklamaları doğrultusunda düzenlenmiştir.

Tablo 11’den de izlenebileceği gibi, ilk hedef ile 12 ay sonraki elde edilen enflasyon oranlarına bakıldığında 23 ülkeden sadece 4 tanesi (İzlanda, Güney Afrika, Romanya ve Türkiye), ilk hedefin üzerinde bir enflasyonla karşı karşıya kalmaktadır. Diğer 20 ülke ise hedef aralığı içinde bir enflasyon oranı tutturmayı başarmışlardır. Ayrıca, Gelişmiş ülkeler, enflasyon hedeflemesi sonrasında ilk 12 ayda ortalama %27,2 oranında enflasyon oranında gerileme sağlarken, bu oran gelişmekte olan ülkelerde %36,4 seviyesinde olmuştur. Hedefleme sonrası ilk yıl içinde en hızlı gerileme %78 ile Güney Kore’de gerçekleşirken, bu ülke dahil toplam yedi ülkede %50’nin üzerinde bir gerileme gerçekleşmiş, diğer 5 ülkede %20-50 arasında bir düzelme sağlanmış, 6 ülkede ise enflasyon oranlarında artış olmuştur. Ancak, 2003 yılı sonu itibariyle bu ülkelerin tamamında enflasyon oranı tek haneli seviyeye düşerken, sadece Brezilya, Kolombiya ve Macaristan %5’in üzerinde bir enflasyon seviyesine sahip bulunmaktadır³⁵³. Romanya ve Türkiye ise enflasyon hedeflemesi rejimine sırasıyla 2005 ve 2006 yıllarında geçmiş olmaları nedeniyle 2003 yılı sonu enflasyon oranları (%14,1 ve %18,4) burada dikkate alınmamaktadır.

Grafik 2. Hedefleme Dönemi ve Sonrası Enflasyon Seviyesi



Kaynak: Öğretmen, a.g.m., s. 5.

³⁵³Öğretmen, a.g.m., s. 5.

3.2.2. Ülkeler İtibariyle Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Temel Özellikleri

Ülkelerin deneyimlerinin incelenmesi, enflasyon hedeflemesi rejiminin benimsenme koşulları; bu stratejiye geçişte zamanlama; enflasyon hedefini tanımlama, belirleme ve ilan prosedürleri; parasal otoritelerin ekonomik şoklara karşı reaksiyonları; politika karar ve uygulamaları konusunda halkla iletişim araçlarını kullanma yöntemlerine ilişkin önemli bilgiler sağlayarak, başarılı bir uygulama için enflasyon hedeflemesinin nasıl formüle edilmesi gerektiği konusuna açıklık kazandıracaktır.

Günümüz itibariyle 23 tane ülkenin enflasyon hedeflemesi rejimini uyguluyor olması nedeniyle bu çalışmada enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin –hem okuyucunun dikkatinin dağılacağı hem de çalışmada çok fazla yer tutacağı düşüncesiyle- tek tek incelenmesi yerine, genel olarak ele alınması tercih edilmiştir. Bu çerçevede, aşağıda enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan belli başlı özelliklerin özetlenmesi yoluna gidilecektir. Bunun için Tablo 12 düzenlenmiştir.

Tablo 12. Ülkeler İtibariyle Enflasyon Hedflemesi Rejimi - Uygulama Özellikleri

Uygulama Özellikleri	Avustralya	İngiltere	İsveç
Başlangıç Tarihi	Nisan 1993	Ekim 1992	Ocak 1993
Kullanılan Endeks	TÜFE PI: 1998 yılına kadar PI kullanılmıştır.	TÜFE RPIX: Perakende Fiyat Endeksi (mortgage faiz ödemeleri hariç) 2004'e kadar kullanılmıştır.	TÜFE (Merkez Bankası, çekirdek enflasyonu da dikkate almaktadır.)
Hedef Belirleme Yetkisi	MB + Hükümet	Hükümet	MB
Hedefin Niteliği	1993 -: % 2-3	1992-1995: % 1-4 1996-2003: % 2.5 (± %2) 2004 -: % 2 (± %1)	1993 -: % 2 (± %1)
Hedefleme Süresi	Sürekli	1995'e kadar: çoklu yıl 1995 -: Sürekli	Sürekli
Operasyonel Araç	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı
Bankanın Karar Mercii	Banka Yönetim Kurulu	Para Politikası Komitesi	Banka Yönetim Kurulu
Üye Sayısı	9	9	6
Karar Şekli	Oy Birliği	Oylama	Oylama
Yasal Sorumluluk	Yok Hedfeften sapma durumunda hukuki bir sorumluluğu yok Ancak hükümet ile karşılıklı görüşmeler yapılmaktadır.	Var MB'sı başkanı tarafından başbakana gönderilen mektup (open letter) ile sapmanın nedenleri ve hedefi yakalamak için alınan önlemler belirtilmektedir.	Yok Hedfeften sapma durumunda hukuki bir sorumluluğu yok Ancak hedfeften sapma durumunda 2 yıl içinde hedefe tekrar yakınsaması gerekmektedir.
Kaçış Yolu	Yok	Yok	Yok
İletişim Araçları	Para Politikası Bildirisi (3 aylık)	Enflasyon Raporu (3 Aylık)	Enflasyon Raporu (3 Aylık)
Tutanakların Yayınlanması	Hayır Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Evet Toplantı özetleri, toplantıdan sonraki ikinci hafta içinde yayımlanmaktadır. Toplantı özetlerinde toplantıda ele alınan ekonomik görünüme, farklı görüşlere ve oylama sonuçlarına yer verilmektedir.	Evet Toplantı özetleri toplantıdan sonra iki hafta içinde yayımlanmaktadır. Toplantı özetleri toplantıda tartışılan konuları, bu tartışmalara temel teşkil eden raporları ve kurul üyeleri tarafından yapılan yorumları kapsamaktadır.
Modelin Yayınlanması	Yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmaktadır.	"Working paper"larda yayımlanmaktadır.
Döviz Kuru Sistemi	Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Dalgalı Döviz Kuru Sist.

Tablo 12. Ülkeler İtibariyle Enflasyon Hedeflemesi Rejimi - Uygulama Özellikleri (Devam)

Uygulama Özellikleri	İsviçre	İzlanda	Kanada
Başlangıç Tarihi	Ocak 2000	Mart 2001	Şubat 1991
Kullanılan Endeks	TÜFE	TÜFE	TÜFE (Ayrıca çekirdek enflasyona TÜFE'deki kısa dönemli değişkenliğe reaksiyon olarak, operasyonel rehber şeklinde kullanılmaktadır.)
Hedef Belirleme Yetkisi	MB	MB + Hükümet	MB + Hükümet
Hedefin Niteliği	2000 -: < % 2 (ECB ile uyumlu.)	2001: % 2.5 (% 1-6) 2002: % 2.5 (% 1-4.5) 2003 -: % 2.5 (± %1.5)	1991: % 3-5 1992-1993: % 3 (± %1) 1994: % 2.5 (± %1) 1995-2001: % 1-3 2001 -: % 1-3 MB'sı % 1-3 aralığının orta noktası % 2'yi hedeflemektedir.
Hedefleme Süresi	Sürekli	Sürekli	Çoklu Yıl (5 Yıllık.)
Operasyonel Araç	3 Aylık Libor	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı
Bankanın Karar Mercii	Başkanlar Kurulu	Başkanlar Kurulu	Banka Yönetim Kurulu
Üye Sayısı	3	3	7
Karar Şekli	Oy Birliği	Oylama	Oy Birliği
Yasal Sorumluluk	Yok Hedeften sapma durumunda özel bir eylem planı yok. Ancak Hükümet ile yaptığı görüşmeler, Meclis'e sunduğu rapor ve yayımladığı diğer raporlarla hesap vermekte.	Var Merkez Bankası, sapmanın nedenlerini, hedefi yakalamak için alınan önlemleri ve gerekli süreyi belirten bir raporu Hükümete göndermek zorundadır. Bu rapor aynı zamanda kamuoyuna açıklanmaktadır.	Var Para Politikası Raporu'nda hedeften sapmanın nedenleri, hedefi yakalamak için alınan önlemler ve buna ilişkin gerekli süre belirtilmektedir ve kamuoyu bilgilendirilmektedir.
Kaçış Yolu	Çok Nadir	Yok	Var Büyük petrol şoku ve doğal afetler gibi durumlarda hedef gözden geçirilebilir.
İletişim Araçları	Para Politikası Raporu, Enflasyon Tahminleri, Para Politikası Değerlendirmeleri (3'er aylık)	Para Politikası Bülteni (3 Aylık)	Para Politikası Raporu ya da Para Politikası Raporu Güncellemesi (3 Aylık)
Tutanakların Yayınlan.	Hayır Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Hayır Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Hayır Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.
Modelin Yayınlanması	Yayımlanmaktadır.	Enflasyon tahminine ilişkin modeller "Working paper"larda yer almaktadır.	Yayımlanmaktadır.
Döviz Kuru Sistemi	Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Dalgalı Döviz Kuru Sist.

Tablo 12. Ülkeler İtibariyle Enflasyon Hedeflemesi Rejimi - Uygulama Özellikleri (Devam)

Uygulama Özellikleri	Norveç	Yeni Zelanda	Brezilya
Başlangıç Tarihi	Mart 2001	Mart 1990	Haziran 1999
Kullanılan Endeks	Çekirdek Enflasyon (vergiler hariç. Ayrıca faiz oranı, zorunlu kesintilerde değişimde dışlanmaktadır.)	Çekirdek Enflasyon (Faiz ödemeleri hariç.)	TÜFE
Hedef Belirleme Yetkisi	Hükümet	MB + Hükümet	Hükümet (MB'sına danışarak.)
Hedefin Niteliği	2001 -: % 2.5 (\pm %1)	1990: % 3-5 1991: % 2.5-4.5 1992: % 1.5-3.5 1993-1996: % 0-2 1997-2002: % 0-3 2003-2006: % 1-3 2007 -: % 0-3.5	1999: % 8 (\pm %2) 2000: % 6 (\pm %2) 2001: % 4 (\pm %2) 2002: % 3.5 (\pm %2) 2003: % 8.5 (\pm %2.5) 2004: % 5.5 (\pm %2.5) 2005: % 4.5 (\pm %2.5) 2006-: % 4.5 (\pm %2)
Hedefleme Süresi	İki Yıl	1991-1992: Bir Yıl 1993-1996: Çoklu Yıl 1997 -: Sürekli	Bir Yıl
Operasyonel Araç	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı
Bankanın Karar Mercii	Banka Yönetim Kurulu	Başkan	Para Politikası Komitesi
Üye Sayısı	7	-	10
Karar Şekli	Oylama	Başkan	Oylama
Yasal Sorumluluk	Var Merkez Bankası Başkanı, Parlamento'da yaptığı konuşmada ekonomik değerlendirmesini sunmaktadır. Fakat hedeften sapmanın çok büyük boyutlarda olması durumunda Merkez Bankası bunu yıllık raporunda en ayrıntılı şekilde açıklamakla yükümlüdür.	Var Hedeften sapmanın nedenleri Para Politikası Bildirisi'nde açıklanmaktadır. Ayrıca Merkez Bankası ile Hükümet arasındaki anlaşmanın Başkan'a verdiği geniş ve bağımsız karar yetkisi sonucunda; Banka Yönetim Kurulu, başarısız olması halinde Maliye Bakanı'ndan Başkan'ı değiştirmesini isteyebilir.	Var Maliye Bakanına gönderilen mektupta (open letter) sapmanın nedenleri, hedefi yakalamak için alınan önlemler ve hedefi tutturmak için gerekli süre belirtilmektedir.
Kaçış Yolu	Yok	Var	Yok
İletişim Araçları	Enflasyon Raporu (4 Aylık)	Para Politikası Bildirisi (3 Aylık)	Enflasyon Raporu (3 Aylık)
Tutanakların Yayınlanması	Hayır Toplantı özetleri yayımlanmamasına rağmen toplantı sonrasındaki basın açıklamalarında, toplantıda ele alınan konulara ve farklı görüşlere yer verilmektedir.	Hayır Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Evet Toplantı özetleri 8 gün sonra yayımlanmaktadır. Toplantı özetleri; toplantıda yer alan sunumları, önemli ekonomik gelişmeleri içermektedir.
Modelin Yayınlanması	Modellere temel teşkil eden denklemler ve modellerin kullanım alanları yayımlanmaktadır.	Yayımlanmaktadır. Ancak modelden elde edilen sonuçlar yayımlanmaktadır.	Enflasyon tahminine ilişkin temel modeller "Working paper"larda yer almaktadır.
Döviz Kuru Sistemi	Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Dalgalı Döviz Kuru Sist.

Tablo 12. Ülkeler İtibariyle Enflasyon Hedeflemesi Rejimi - Uygulama Özellikleri (Devam)

Uygulama Özellikleri	Çek Cumhuriyeti	Filipinler	Güney Afrika
Başlangıç Tarihi	Ocak 1998	Ocak 2002	Şubat 2000
Kullanılan Endeks	TÜFE	TÜFE (Ayrıca dört çekirdek enflasyon ölçüsünde MB'sı tarafından izlenmektedir.)	Çekirdek Enflasyon (Faiz ödemeleri hariç.)
Hedef Belirleme Yetkisi	MB	MB + Hükümet	Hükümet (MB'sına danışarak.)
Hedefin Niteliği	1998: % 5.5-6.5 1999: % 4-5 2000: % 3.5-5.5 2001: % 2-4 2002-2005: % 1-3 2006 -: %3 (± %1)	2002: % 5-6 2003-2004: % 4.5-5.5 2005: % 5-6 2006: %4-5 2007 -: %4.5-5.5	2002-2003: % 3-6 2004: % 3-5 2005-2007: % 3-6
Hedefleme Süresi	Çoklu Yıl (Yıllık Ayarlamalar.)	İki Yıl	İki Yıl
Operasyonel Araç	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı
Bankanın Karar Mercii	Banka Meclisi	Para Politikası Kurulu	Para Politikası Komitesi
Üye Sayısı	7	7	8
Karar Şekli	Oylama	Oylama	Oylama
Yasal Sorumluluk	Yok Merkez Bankası'nın hukuki bir sorumluluğu yok.	Var Merkez Bankası Başkanı, Başbakan'a gönderdiği mektupta (open letter) sapmanın nedenlerini ve hedefi tutturmak için alınan önlemleri belirtmektedir.	Var Para Politikası uygulamaları hakkında düzenli olarak kamuoyu bilgilendirilmektedir. Hedeften sapma durumunda da bu uygulama geçerli.
Kaçış Yolu	Var Doğal afetler ve yer altı madenlerinin fiyatlarındaki aşırı değişiklik durumunda	Var Banka başlangıçta kullanabilir.	Var Ciddi arz şoku olduğunda
İletişim Araçları	Enflasyon Raporu (3 aylık)	Enflasyon Raporu (3 Aylık)	Para Politikası Raporu (6 aylık), Para Politikası Bildirisi (2 aylık)
Tutanakların Yayınlanması	Evet Toplantı özetleri 8 gün sonra yayımlanmaktadır. Toplantı özetlerinde karara ilişkin çeşitli görüşler ve üyeler tarafından yapılan yorumlar yer almaktadır.	Evet Toplantı özetleri 6 hafta sonra yayımlanmaktadır. Toplantı özetlerinde güncel ekonomik gelişmeler ile karara temel teşkil eden tahmin ve görüşlere yer verilmektedir.	Hayır Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.
Modelin Yayınlanması	Yayımlanmaktadır. Modelin yayımlanmasına enflasyon hedeflemesi rejimi uygulaması başladıktan bir süre sonra geçilmiştir.	Yayımlanmamaktadır. Sadece kullanılan modeller hakkında açıklamalar yapılmaktadır.	Yayımlanmamaktadır.
Döviz Kuru Sistemi	Yönetilen Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Dalgalı Döviz Kuru Sist.

Tablo 12. Ülkeler İtibariyle Enflasyon Hedeflemesi Rejimi - Uygulama Özellikleri (Devam)

Uygulama Özellikleri	İsrail	Kolombiya	Güney Kore
Başlangıç Tarihi	Ocak 1992	Eylül 1999	Nisan 1998
Kullanılan Endeks	TÜFE	TÜFE	Çekirdek Enflasyon (TÜFE'den petrole dayalı ürün fiyatları ve tahıl harici tarımsal ürün fiyatlarının çıkarılmasıyla elde edilmekte.)
Hedef Belirleme Yetkisi	Hükümet (MB'sına danışarak.)	MB + Hükümet	MB (Hükümete danışarak.)
Hedefin Niteliği	1992: % 14-15 1993: % 10 1997-1998: % 7-10 1999: < % 4 2000-2001: % 3-4 2002: % 2-3 2003-: %1-3	1999: % 15 2000: % 10 2001: % 8 2002-2004: % 6 2005: % 4.5-5.5 2006: % 4-5 2007-: %3.5-4.5	1998: % 9 (± %1) 1999: % 3 (± %1) 2000-2001: % 2.5 (± %1) 2002-2003: % 3 (± %1) 2004-2006: % 2.5-3.5 2007-2009: % 3 (± %0.5)
Hedefleme Süresi	2003-: Sürekli	Çoklu Yıl	Çoklu Yıl (3 Yıllık.)
Operasyonel Araç	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı
Bankanın Karar Mercii	Başkan	Banka Yönetim Kurulu	Para Politikası Komitesi
Üye Sayısı	-	7	7
Karar Şekli	Başkan	Oylama	Oy Çokluğu
Yasal Sorumluluk	Var Enflasyon hedefinden ± %1'den fazla bir sapma olursa, bunun nedeninin kamuoyuna açıklanması gerekir.	Yok Hedeften sapma durumunda Merkez Bankası'nın hukuki bir yükümlülüğü yok. Ancak Merkez Bankası sapma ile ilgili gerekli açıklamaları yapar.	Yok Yasal bir yükümlülüğü yok. Ancak, Parlamento'ya altı ayda bir yapılan sunumlarda gerekli açıklamalar yapılır.
Kaçış Yolu	Yok	Yok	Yok
İletişim Araçları	Enflasyon Raporu (6 aylık)	Enflasyon Raporu (3 Aylık)	Para Politikası Raporu
Tutanakların Yayınlanması	Hayır Toplantı özetleri yayınlanmamaktadır.	Hayır Toplantı özetleri yayınlanmamaktadır.	Evet Toplantı özetleri "Aylık Bülten"de 3 aylık gecikme ile yayımlanmaktadır. Toplantı özetlerinde komite üyeleri arasında tartışılan konular, karara temel teşkil eden nedenler genel bir çerçevede ele alınmaktadır.
Modelin Yayınlanması	Yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmamaktadır. Ancak temel model niteliğindeki aktarım mekanizması modeli yayımlanmaktadır.	Yayımlanmamaktadır.
Döviz Kuru Sistemi	Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Yönetilen Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Dalgalı Döviz Kuru Sist.

Tablo 12. Ülkeler İtibariyle Enflasyon Hedeflemesi Rejimi - Uygulama Özellikleri (Devam)

Uygulama Özellikleri	Macaristan	Meksika	Peru
Başlangıç Tarihi	Temmuz 2001	Ocak 1999	Ocak 1994
Kullanılan Endeks	TÜFE	TÜFE (Merkez Bankası, çekirdek enflasyonu da diddate almaktadır.)	TÜFE (Lima şehri TÜFE'si dikkate alınmakta.)
Hedef Belirleme Yetkisi	MB (Hükümete danışarak.)	MB	MB (Hükümete danışarak.)
Hedefin Niteliği	2001: % 7 (\pm %1) 2002: % 4.5 (\pm %2) 2003: % 3.5 (\pm %1) 2004: % 2-2.5 2005: % 4 (\pm %1) 2006-: %3.5 (\pm %1) 2007 -: % 3 (\pm %1)	1999: % 13 2000: < % 10 2001: % 6.5 2002: % 4.5 2003 -: % 3 (\pm %1)	1994: % 15-20 1995: % 9-11 1998: % 7.5-9 2000: % 3.5-4 2002-2003: % 1.5-2.5 2007 -: % 1-3
Hedefleme Süresi	Çoklu Yıl (Yıllık Gözden Geçirme.)	Sürekli	Sürekli
Operasyonel Araç	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Bankacılık Sistemi Likiditesi ve Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı
Bankanın Karar Mercii	Para Politikası Kurulu	Başkanlar Kurulu	Banka Yönetim Kurulu
Üye Sayısı	7-9	5	7
Karar Şekli	Oylama	Oy Çokluğu	Oylama
Yasal Sorumluluk	Yok Yasal bir yükümlülüğü yok. Ancak, Parlamento'ya altı ayda bir yapılan sunumlarda gerekli açıklamalar yapılır.	Yok Hedeften sapma durumunda özel bir eylem planı yok. Ancak enflasyon Raporu'nda hedeften sapma ile ilgili gerekli açıklamaları yapmaları gerekmektedir	Yok Hedeften sapma durumunda özel bir eylem planı yok. Ancak Enflasyon Raporu'nda hedeften sapma ile ilgili gerekli açıklamalar yapılır.
Kaçış Yolu	Yok	Yok	Yok
İletişim Araçları	Enflasyon Raporu (3 aylık)	Enflasyon Raporu (3 Aylık) Para Programı (Yıllık)	Enflasyon Raporu (4 Aylık)
Tutanakların Yayınlanması	Evet Toplantı özetleri, 2 hafta içinde yayımlanmaktadır. Özetlerde, Kurul'un ekonomik koşullar ve faiz kararları konusundaki değerlendirmelerine yer verilmektedir. Oylama sonuçları da açıklanmaktadır.	Hayır Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır. Para politikası kararına ilişkin yapılan basın duyurusunda ayrıntılı açıklama yer almaktadır.	Hayır Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.
Modelin Yayınlanması	Yayımlanmamaktadır. Ancak model hakkında daha detaylı ve teknik bilgilerin yayınlanması planlanmaktadır.	Yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmamaktadır.
Döviz Kuru Sistemi	Geniş Bant Aralığı. Macaristanda piyasa döviz kuru, merkez kur etrafında \pm %15 oranında dalgalanabilir	Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Yönetilen Dalgalı Döviz Kuru Sist.

Tablo 12. Ülkeler İtibariyle Enflasyon Hedeflemesi Rejimi - Uygulama Özellikleri (Devam)

Uygulama Özellikleri	Polonya	Şili	Tayland
Başlangıç Tarihi	Ekim 1998	Ocak 1991	Mayıs 2000
Kullanılan Endeks	TÜFE (Ayrıca beş çekirdek enflasyon ölçüsünde MB'sı tarafından izlenmektedir.)	TÜFE (Ayrıca TÜFE'den meyve, sebze ve petrol fiyatlarının çıkarılmasıyla elde edilen çekirdek enflasyonda izlenmektedir.)	Çekirdek Enflasyon (işlenmiş yiyecekler ve enerji fiyatları hariç.)
Hedef Belirleme Yetkisi	MB	MB (Hükümete danışarak.)	Hükümet (MB'sına danışarak.)
Hedefin Niteliği	1998: < % 9.5 1999: % 6.6-7.8 2000: % 5.4-6.8 2001: < % 4 2002: % 5 (± %1) 2003: < % 4 2004 -: %2.5 (± %1)	1991: % 15-20 1992: % 15 1993: % 10-12 1994: < % 9-11 1998: % 4.5 2000: % 3.5 2001 -: %2-4 MB'sı orta nokta olan % 3'ü operasyonel hedef olarak kullanmaktadır.	2000 -: % 0-3.5
Hedefleme Süresi	1998-2000: Bir Yıl 2000-2003: Çoklu Yıl 2003 -:Sürekli	1991-2000: Bir Yıl 2001 -: Sürekli	Sürekli
Operasyonel Araç	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı
Bankanın Karar Mercii	Para Politikası Kurulu	Banka Meclisi	Para Politikası Komitesi
Üye Sayısı	10	5	7
Karar Şekli	Oylama	Oylama	Oy Birliği
Yasal Sorumluluk	Yok Hedeften sapma durumunda hukuki bir yükümlülüğü yok. Ancak Merkez Bankası, Parlamento'ya gerekli açıklamaları yapmaktadır.	Yok Hedeften sapma durumunda Merkez Bankası'nın hukuki bir sorumluluğu yok.	Var Para politikası komitesi, hedeften sapmanın nedenleri, hedefi yakalamak için alınması gereken önlemleri ve buna ilişkin gerekli süreyi kamuoyuna açıklamakla yükümlüdür.
Kaçış Yolu	Yok	Yok	Yok
İletişim Araçları	Enflasyon Raporu (3 aylık)	Para Politikası Raporu (4 Aylık)	Enflasyon Raporu (3 Aylık)
Tutanakların Yayınlanması	Hayır Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır. Ancak oylama sonuçları Enflasyon Raporu'nda yer almaktadır.	Evet Toplantı özetleri bir sonraki toplantıdan 5 iş günü önce yayımlanmaktadır. Toplantı özetlerinde, toplantıda tartışılan konular, bu tartışmalara temel teşkil eden raporlar, üyeler tarafından yapılan yorumlar ve oylama sonucu yer almaktadır.	Hayır Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.
Modelin Yayınlanması	Yayımlanmaktadır.	Yayımlanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulaması başladıktan 3 yıl sonra model yayımlanmıştır.	Yayımlanmaktadır.
Döviz Kuru Sistemi	Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Yönetilen Dalgalı Döviz Kuru Sist.

Tablo 12. Ülkeler İtibariyle Enflasyon Hedeflemesi Rejimi - Uygulama Özellikleri (Devam)

Uygulama Özellikleri	Romanya	Türkiye
Başlangıç Tarihi	Ağustos 2005	Ocak 2006
Kullanılan Endeks	TÜFE	TÜFE
Hedef Belirleme Yetkisi	MB + Hükümet	MB + Hükümet
Hedefin Niteliği	2005: % 7.5 (± %1) 2006: % 5 (± %1) 2007 -: % 4 (± %1)	2006: % 5 (± %2) 2007: % 4 (± %2) 2008: % 4 (± %2)
Hedefleme Süresi	2005-2006: İki Yıllık 2007 -: Çoklu Yıl	Çoklu Yıl (3 Yıllık.)
Operasyonel Araç	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Kısa Vadeli Faiz Oranı
Bankanın Karar Mercii	Banka Meclisi	Para Politikası Kurulu
Üye Sayısı	7	7
Karar Şekli	Oylama	Oylama
Yasal Sorumluluk	Yok Hedeften sapma durumunda hukuki bir sorumluluğu yok. Yıllık raporda gerekli açıklamalar yapılır.	Var Belirgin sapma durumunda Enflasyon Raporu ve sunumlarla kamuoyuna açıklama yapılacaktır. Belirsizlik aralığının (±2) aşılması durumunda MB'sı tarafından hükümete gönderilen mektup (open letter) ile sapmanın nedenleri ve hedefi yakalamak için alınan önlemler belirtilmektedir.
Kaçış Yolu	Yok	Yok
İletişim Araçları	Enflasyon Raporu (3 Aylık)	Enflasyon Raporu (3 Aylık)
Tutanakların Yayınlanması	Hayır Toplantı özetleri yayınlanmamaktadır.	Evet Toplantı özetleri 5 iş günü içinde yayımlanmaktadır. Toplantı özetlerinde; ekonomiye, enflasyon ve görünüme ilişkin değerlendirmelere yer verilmektedir.
Modelin Yayınlanması	Yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmamaktadır.
Döviz Kuru Sistemi	Yönetilen Dalgalı Döviz Kuru Sist.	Dalgalı Döviz Kuru Sist.

Kaynak: TBB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para Ve Döviz Kuru Politikası**, Aralık 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr>, ss. 20 ve 29-39; BE, **Highlights of The New Inflation Target**, Speech by the Governor in January 2004, (Çevrimiçi) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech211.pdf>, p. 3; Öğretmen, **a.g.m.**, ss. 8-10, 12-13, 15, 19 ve 21; Amato and Gerlach, **a.g.m.**, p. 785; Mugur Isărescu, **a.g.m.**, pp. 5, 8 ve 15; Bernanke and Mishkin, **"Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?"** p. 99; Summers, **"Commentary: Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?"** p. 36; Fischer, **"Modern Central Banking,"** p. 284; Mishkin and Schmidt-Hebbel, **a.g.m.**, pp. 26-32; Akyazi, **a.g.e.**, ss. 117-124; CBI. **Monetary Bulletin 2001/2.** (The New Framework for Monetary Policy), (Çevrimiçi) http://www.sedlabanki.is/uploads/files/mb012_5.pdf, p. 42; IMF, **De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework**, (Data as of July 31, 2006), (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm>; TCMB, **Haftalık Basın Bülteni**, Sayı. 11, Eylül 2008, s. 1; <http://www.rbnz.govt.nz/speeches/0077458.html> ve Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin merkez bankalarının internet sitelerinde yer alan uygulama açıklamaları doğrultusunda düzenlenmiştir.

Tablo 12'den de izlenebileceği gibi, Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan bütün ülkelerde, hedeflenen enflasyon oranı kamuoyuna ilan edilmektedir. Uygulamada ise bazı farklılık ve benzerliklerin olabildiği görülmektedir. Bunları şu şekilde özetlemek mümkündür.

1. Enflasyon hedefinin belirlenmesi, belirleyici kurum açısından ülkeler arasında farklılıklar göstermektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşması açısından para ve maliye otoriteleri arasındaki zorunlu işbirliği, hedefi belirleme yetkisinde kendini göstermektedir. Enflasyon hedefi çoğu ülkelerde (Avustralya, Kanada, İzlanda, Yeni Zelanda, Filipinler, Kolombiya, Romanya ve Türkiye gibi) merkez bankası ile hükümet, bazı ülkelerde sadece merkez bankası (Meksika, İsviçre, Çek Cumhuriyeti, İsveç, Polonya gibi) ve çok az sayıdaki ülkede ise hükümet (örneğin Norveç ve İngiltere) tarafından kamuoyuna ilan edilmektedir. Şili, Güney Kore, Macaristan ve Peru'da enflasyon hedefi, merkez bankası hükümete danışarak; Brezilya, Güney Afrika, Tayland ve İsrail'de ise hükümet merkez bankasına danışarak enflasyon hedeflerini belirlemektedirler.

2. Enflasyon hedeflemesinde dikkati çeken bir diğer önemli husus, hedefin farklı şekillerde ilan edilebilmesidir. Örneğin, Avustralya, Kanada, Şili, İsrail, Yeni Zelanda, Peru, Filipinler, Güney Afrika, Tayland ve Kolombiya'da bant; Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Romanya, İzlanda, Güney Kore, Meksika, Norveç, İsveç, İngiltere, Romanya ve Türkiye'de nokta ve sadece İsviçre'de üst sınır şeklinde bir hedefleme söz konusudur. Anlaşılacağı üzere, katı uygulama olarak nitelendirilebilecek olan üst sınır uygulamasını benimseyen ülkelerin sayısı sadece bir tanedir. Bu, hedefin tutturulamamasından dolayı ortaya çıkabilecek olan güvenilirlik kaybını önlemeye yönelik bir yaklaşımdır. Bu nedenle ülkeler daha çok, hedeflemede bant aralığı ya da nokta hedefi için \pm şeklinde bir belirsizlik aralığı belirleme yoluna gitmektedirler.

3. Daha önce belirtilen nedenlerden ötürü (ücret ve fiyatların aşağıya doğru rijit olması ve ölçüm hataları gibi), hiçbir ülkede sıfır enflasyon oranı hedefi söz konusu değildir. Ayrıca enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin büyük

çoğunluğu, kamuoyunun aşına olması ve enflasyonun tüketiciye olan yansımaları göstermesinden dolayı TÜFE'yi hedeflemektedirler. Bunun yanı sıra Güney Kore, Güney Afrika, Yeni Zelanda Tayland ve Norveç gibi çekirdek enflasyonu hedefleyen ülkeler de mevcuttur. Filipinler ve İsveç gibi ülkelerde ise TÜFE'yi hedeflemekle birlikte bu ülkelerde çekirdek enflasyonda takip edilmektedir. Kanada'da ise TÜFE ve çekirdek enflasyon aynı anda kullanılmaktadır. Bununla birlikte, Ülkelerin fiyat endeksi tercihlerinde de zaman içinde değişiklikler olabilmektedir. Bu ülkelerden Çek Cumhuriyeti ve İngiltere başlangıçta çekirdek enflasyonu baz alırlarken, son dönemde TÜFE'yi baz almışlardır. Diğer taraftan, Yeni Zelanda ve Güney Kore ise başlangıçta TÜFE'yi baz alırlarken, sonradan çekirdek enflasyonu kullanmaya başlamışlardır.

4. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkeler, belirlemiş oldukları enflasyon hedefini zaman içerisinde giderek düşürmektedir. Başka bir ifade ile başlangıçta yüksek seviyede belirlenmiş olan hedef, zamanla düşük seviyelere indirilmektedir. Bunun daha çok gelişmekte olan ülkelerde söz konusu olduğunun vurgulanması gerekir. Örneğin, İsrail'de %14-15 bandında belirlenen hedef 2003 yılı ve sonrası için %1-3'e, Brezilya'da 1999'da %8 (\pm %2) olan hedef 2006'da %4,5 (\pm %2)'ye, Şili'de 1991 yılında %15-20 bandında belirlenen hedef 2001 ve sonrası için %2-4'e ve Polonya'da %9,5 şeklinde belirlenen üst sınır hedefi ise 2004 yılında %2,5 (\pm %1) nokta hedefine düşürülmüştür. Anlaşılacağı üzere ülkeler, orta veya uzun dönemde optimal kabul ettikleri enflasyon oranına ulaşabilmek için aşamalı bir geçiş dönemini tercih etmektedirler. Ayrıca bu şekildeki bir yaklaşımın, dezenflasyon politikaları sonucunda ortaya çıkabilecek özverinin zamana yayılması gibi önemli bir yararı da vardır. Bazı ülkelerin ise başlangıçtan bu yana sabit bir enflasyon hedefini ilan etmeye devam ettiği görülmektedir. Örneğin Avustralya, enflasyon hedeflemesine başlamış olduğu 1993 yılından bu yana %2-3 bant aralığı hedefini, İsveç 1993 yılından bu yana %2 (\pm %1) nokta hedefini, İsviçre 2000 yılından bu yana %2 üst sınır hedefini ve Norveç ise 2001 yılından bu yana %2,5 (\pm %1) olan nokta hedefini muhafaza etmektedir. Bu arada ülkelerin, optimal enflasyon hedeflemesine ulaşmalarından sonra bu oranı sürdürmeye çalıştıklarının da altının

çizilmesinde yarar vardır. Nitekim Kanada ve Şili 2001 ve İzlanda da 2003'den bu yana hedef enflasyon oranlarını sabitlemiş durumdadırlar.

5. Para otoritesinin kamuoyu karşısında enflasyonun hedeflenen düzeyde tutulacağına ilişkin açık taahhütte bulunması, onu, hesap verme sorumluluğu altına sokmaktadır³⁵⁴. Merkez bankasının yapmış olduğu her türlü işleminden sorumlu olması şeklinde özetlenebilecek olan hesap verebilirliğin uygulama şekilleri ülkeler arasında farklılık gösterebilmektedir³⁵⁵. Ancak uygulamada, Tablo 12'den de izlenebileceği gibi Yeni Zelanda dışında katı bir sorumluluk bulunmadığı gibi, ülkelerin çoğunda yasal olarak belirlenmiş bir sorumluluk da bulunmamaktadır. Ancak, yasal bir sorumluluk olmamakla birlikte bu ülkeler, uygulanan stratejinin gereği olarak kamuoyuna gerekli bilgilendirmeyi yapmaktadırlar. Sorumluluğun bulunduğu ülkelerde de genellikle hedeften bir sapma olduğunda bu sapmanın sebeplerinin açıklanması ve ileriki dönemde hedefin tekrar yakalanması için gerekli tedbirlerin belirtilmesi şeklinde bir uygulama bulunmaktadır. Bu uygulama, hükümete ya da ilgili bakana açık mektup³⁵⁶ (open letter) şeklinde olabildiği gibi, sapmanın sebeplerinin doğrudan kamuoyuna açıklanması şeklinde de olmaktadır. Diğer taraftan bu yaklaşımın en katı biçimde uygulandığı Yeni Zelanda'da Merkez Bankası Başkanı doğrudan Maliye Bakanı'na karşı sorumludur. Aynı zamanda, bu ülkede Merkez Bankası Başkanının görev süresi açıkça enflasyon hedefinin tutturulup tutturulamamasına bağlıdır. Hedefin tutturulamaması durumunda, Merkez Bankası Başkanının yeniden göreve atanması mümkün değildir³⁵⁷. Uygulamaya bakıldığında, birkaç ülke dışında kaçış yolunun çok yaygın kullanılmadığı görülmektedir. Kanada, Çek Cumhuriyeti, Yeni Zelanda, Güney Afrika, İsviçre (çok nadir), Filipinler kaçış yolunun bulunduğu ülkelerdir.

³⁵⁴Öğretmen, **a.g.m.**, s. 14.

³⁵⁵Akyazı, **a.g.e.**, s. 46.

³⁵⁶Örneğin Brezilya Merkez Bankası Başkanı, Ocak 2002 ve 2003 tarihlerinde 2001 ve 2002 hedefleri olan %4 (\pm %2) ve %3,5 (\pm %2)'nin tutturulamaması üzerine Maliye Bakanına açık mektup göndermişlerdir. Mektuplarda, arz şokları ve döviz kurundaki aşırı yükselme dolayısıyla hedeflerin tutturulamadığı dile getirilmektedir. Bunun üzerine 2003 ve 2004 enflasyon hedefleri yeniden revize edilerek %8.5 (\pm %2,5) ve %5.5 (\pm %2,5) olarak ilan edilmiştir. Açık mektuplarla ilgili ayrıntılı bilgiler; <http://www.bcb.gov.br/pec/metast/InflationTargetingTable.pdf> adresinden temin edilebilir.

³⁵⁷Öğretmen, **a.g.m.**, ss. 14-15.

6. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan hiçbir ülkede sabit döviz kuru sistemi uygulanmamaktadır. Başka bir ifade ile enflasyon hedeflemesinde dalgalı ya da esnek döviz kuru sistemi geçerlidir. Bununla birlikte bazı ülkelerde tam anlamıyla esnek döviz kuru sistemi yerine daha az esneklik içeren döviz kuru sistemi söz konusu olabilmektedir. Örneğin Macaristan’da “**geniş bant aralığı**” ve Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Peru, Romanya, Tayland gibi ülkelerde ise “**yönetilen dalgalı döviz kuru sistemi**” kullanılmaktadır. Macaristan’da, piyasa döviz kuru, merkez kur etrafında \pm %15 oranında dalgalanabilir³⁵⁸. Ancak Merkez Bankası, kurun belirlenen bandın sınırına gelmesi durumunda, yasa gereği, kura müdahale edebilmektedir. Bu da döviz alışı veya satışı şeklinde olmaktadır.

Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Peru, Romanya, Tayland gibi ülkelerde ise yönetilen dalgalı döviz kuru sistemi kullanılmaktadır. Yönetilen dalgalı döviz kuru, resmi bir kur hedefi olmaksızın döviz kurlarının serbest olarak piyasada belirlendiği, ancak otoritelerin piyasaya döviz satmak ya da piyasadan döviz almak suretiyle kurlara müdahale edebildiği kur rejimidir³⁵⁹.

7. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerde uygulanacak para politikalarına ilişkin kararlar iki ülke hariç belli bir kurul/komite tarafından alınmaktadır. Sadece İsrail ve Yeni Zelanda’da karar mercii doğrudan başkanın kendisidir. Ancak İsrail’de Banka’nın politikalarına ilişkin görüş oluşturmakla görevli, üyeleri hükümet tarafından atanan, iki ayrı kurul bulunmaktadır. İsrail’in dışında Filipin Merkez Bankası’nda da, ‘danışma komitesi’, para politikasının oluşturulmasında ‘para politikası kurulu’na yardımcı olmaktadır³⁶⁰.

Karar süreci içinde bazı ülkelerde hükümeti temsilen bir kişinin gözlemci ve/veya asıl üye olarak komitelerde yer alması dikkat çekmektedir. İngiltere, Macaristan ve Şili’de hükümeti temsilen maliye bakanı (veya bakanı temsilen bir kişi) gözlemci sıfatıyla komite toplantılarına katılmaktadırlar. Bu kişilerin oy hakları

³⁵⁸IMF, **De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework**, (Data as of July 31, 2006), (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm>

³⁵⁹http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#yonetilen

³⁶⁰Öğretmen, **a.g.m.**, s. 9.

bulunmamaktadır. Ancak Kolombiya’da maliye bakanı doğrudan Kurul’un bir üyesidir³⁶¹.

8. Enflasyon hedeflemesini uygulayan bütün ülkelerde, serbest piyasa şartlarına uygun para politikası araçları kullanılmaktadır. Merkez bankaları, enflasyon ve üretimin seyrine göre kısa dönem faiz oranlarını (gecelik interbank faiz oranları gibi) ayarlayabilmektedirler. Diğer bir ifade ile kısa dönem faiz oranları enflasyon hedeflemesi rejiminde başlıca operasyonel hedef konumundadır. Merkez bankalarının kısa dönem faiz oranları piyasa işlemleridir. Doğrudan alım satım ya da repo temelli açık piyasa işlemleri yardımıyla, ekonominin likiditesi günlük olarak ve ilan edilen faiz politikası amacına uygun bir şekilde düzenlenebilmektedir. Böylece oluşabilecek enflasyon şoklarına karşı hızlı bir şekilde tepki verilebilmektedir³⁶².

9. Enflasyon hedeflemesi uygulamalarında dikkati çeken önemli bir özellik de, hedeflemeye başlamadan önce merkez bankalarının tam bağımsızlığının sağlanmasıdır. Bu çerçevede; merkez bankalarının kamu açıklarını ya hiç finanse etmemeleri ya da sınırlı bir şekilde finanse etmeleri ve sahip oldukları para politikası araçlarını kullanmada tam bir serbestiye sahip olmaları yönünde düzenlemeler yapılmıştır. Örneğin, Kanada, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Güney Kore, Meksika, Norveç, Güney Afrika ve Tayland’da kamu açıklarının finansmanı sınırlandırılmış iken; Brezilya, Şili, Macaristan, İzlanda, İsrail, Polonya ve İsveç’te ise tamamen yasaklanmış durumdadır³⁶³.

10. Kural olarak enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankasının başlıca amacı fiyat istikrarını sağlamak olmakla birlikte, fiyat istikrarı ile çatışmaması koşuluyla istihdam ve üretimde istikrarın sağlanması amaçlarına da destek verilmektedir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken temel nokta, merkez bankası açısından fiyat istikrarı amacının daima diğer amaçların önünde yer almasıdır. Ülke uygulamalarından da anlaşılacağı üzere, hiçbir ülkede tek amaca yönelik olan katı

³⁶¹ A.e., ss. 8-9.

³⁶² Akyazı, a.g.e., ss. 129-130.

³⁶³ A.e., ss. 128-129.

enflasyon hedeflemesi rejimi söz konusu değildir. Kısaca, uygulamada ve aynı zamanda teoride, bütün enflasyon hedeflemesi uygulamaları esnek bir yapı arz etmektedirler³⁶⁴.

Yukarıda yapılan değerlendirmelerin sonucunda, başta gelişmiş ülkeler olmak üzere enflasyon hedeflemesini uygulayan bütün ülkeler, bu stratejiyi para politikasında ve böylece makro ekonominin genel yapısında güvenilirliği sağlamada bir araç olarak kullanmaktadırlar. Nitekim enflasyon hedefinin hükümet ile merkez bankası tarafından birlikte belirlenmesi ve kamuoyuna açıklanması, merkez bankalarının hesap verebilirliğinin sağlanması ve şeffaflığın en üst düzeye çıkarılması bunun açık bir kanıtı durumundadır. Böylelikle fiyat istikrarının sağlanması için yürütülmekte olan iktisat politikaları hakkında kamuoyunda oluşabilecek muhtemel kuşkular ve yanlış algılamaların önlenmesine çalışılmaktadır. Bu başarılı olduğu ölçüde de, arzulanan güven ortamı sağlanmış olacaktır³⁶⁵.

3.3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN EKONOMİK PERFORMANSI

Aşağıda ilkin gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin ekonomik performansı değerlendirildikten sonra bu ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin ayırt edici özelliklerine yer verilecektir.

³⁶⁴ Ben S. Bernanke, "A Perspective on Inflation Targeting," **Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists**, Washington, The Federal Reserve Board, March 2003, p. 6 ve Svensson, "Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting?" p. 14.

³⁶⁵ Akyazı, a.g.e., s. 130.

3.3.1. İsrail

İsrail'in enflasyon hedefleme politikasına geçişi özünde, bir hareketli kur sisteminin tamamlayıcısı biçimindedir. Bu gün uygulanan politikanın temeli, Temmuz 1985 döneminde uygulanmaya başlayan anti-enflasyonist politikaların belli oranda başarılı olmasına karşı nihai hedefe ulaşmada, serbestleşen sermaye hareketlerinin de etkisiyle, yeni bir çıkış noktası aramanın bir sonucu olarak kabul edilebilir.

1974-1985 yılları arasında İsrail yavaş büyüme, hızla artan dış borç ve enflasyonun devam eden hızlanması ile kendini gösteren, derin bir ekonomik kriz ile mücadele içindeydi. 1984 yılında %400 düzeyine ulaşan yıllık enflasyon oranıyla hiperenflasyon eşiğine gelen İsrail'de, Temmuz 1985'te bir stabilizasyon programı ilan edilmiştir. Bu programın iki temel ögesinden birincisi, krizin temel kaynağı olan, -GSYİH'ya oranı %14'e ulaşan- bütçe açığının kapatılmasıdır. İkincisi ise, fiyatlar için parasal çapa olarak sabit döviz kuru rejiminin uygulanmaya başlamasıdır³⁶⁶.

1985 programı bir kaç yıl içerisinde başarıya ulaşmıştır. Şöyle ki, kriz öncesinde %80'ler düzeyinde olan, toplam dış borçların GSYİH'ya oranı, üçte bire inmiş, büyüme artmış, enflasyon yıllık %20'lere gerilemiş ve 1990'a kadar %16-18 civarında seyretmiştir³⁶⁷.

Ancak, enflasyonun hala İsrail'in başlıca dış ticaret partnerlerindeki enflasyon oranlarının üzerinde seyretmesi, shekel'in aşırı değerlenmesine ve devalüasyon baskısı oluşmasına neden olmuştur. Kurlarda ayarlama beklentileri ise, spekülative yabancı sermaye akımlarına yol açmış, merkez bankasının shekel'e karşı yapılan spekülative atakları engellemek için faiz oranlarını kullanması da faiz

³⁶⁶Avraham Ben-Bassat, "The Inflation Target in Israel: Policy and Development," **Targeting Inflation**, (A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organized by the Bank of England), Ed. by Andrew G. Haldane, England, Bank of England Publications, 1995, p. 16.

³⁶⁷Bernanke et al. **a.g.e.**, p. 206.

oranlarında dalgalanmalar yaratmıştır³⁶⁸. Söz konusu problemler nedeniyle 1989-1991 döneminde döviz kuru rejiminde üç kez değişiklik gerçekleştirilmiştir³⁶⁹.

Kur rejiminde gerçekleştirilen bu değişikliğe paralel olarak, 17 Aralık 1991 tarihinde maliye bakanı ve merkez bankası başkanı 1992 yılında tüketici fiyatları enflasyonunun %14-15 aralığında tutulacağını açıklamışlardır. Görüldüğü üzere, İsrail uygulamasında enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru hedeflemesi birlikte uygulanmaktadır. Ancak, merkez bankasının güvenilirliği arttıkça ve enflasyon kontrol altına alındıkça döviz kuru hedefine olan ihtiyaç zamanla azalmıştır³⁷⁰. Nitekim döviz kurunda esnekliği artırmak amacıyla, Mayıs 1995’de döviz kuru bandı %5’ten %7’ye; Haziran 1997’de %14’ten %28’e, 1998 ortalarında ise %30’a genişletilmiştir³⁷¹.

İsrail uygulamasında enflasyon hedefleri, tüketici fiyatları endeksinde, iskan, sebze ve meyve ve hükümet kontrolündeki mallar nedeniyle aylık bazda önemli dalgalanmalar ortaya çıkmasına rağmen, genel tüketici fiyatları endeksi baz alınarak ilan edilmektedir. Hemen belirtelim ki, enflasyon hedefinin resmi göstergesi tüketici fiyatları endeksi olmakla birlikte, para politikası uygulamalarında çekirdek enflasyona ilişkin trendler de göz önüne alınmaktadır. Enflasyon hedeflerinin çekirdek enflasyon bazında ilan edilmemesinin ise, iki nedeni bulunmaktadır: Bunlardan birincisi, fiyatları dalgalanan kalemlerin tüketici fiyat endeksinin yaklaşık %40’ını teşkil etmesi nedeniyle, bu kalemleri dışarıda bırakan bir endeks bazında açıklanan hedefin güvenilir olmayacağıdır. İkincisi ise, tüketici fiyatları endeksi bazlı sözleşmelerin İsrail’de çok yaygın olması, finansal varlıkların ve kısmense ücretlerin tüketici fiyatlarına endekslenmiş olmasıdır³⁷².

1991 yılında ilan edilen ilk enflasyon hedefi %14-15, %1’lik bir aralık öngören dar bir aralık hedefidir. 1993, 1994 ve 1995 yıllarında ise, hedefler nokta

³⁶⁸Ben-Bassat, **a.g.m.**, p. 19.

³⁶⁹**A.e.**, pp. 20-21.

³⁷⁰Bernanke et al., **a.g.e.**, pp. 205-206.

³⁷¹Leiderman and Bufman, **a.g.m.**, p. 106.

³⁷²Ben-Bassat, **a.g.m.**, pp. 42-43.

hedefi olarak –sırasıyla %10, %8 ve %10- ilan edilmiştir. 1995 yılından itibaren de hedefler daha geniş bir aralık bazında -1996 (%8-10); 1997 (%7-10) ve 1998 (%7-10) ilan edilmiştir³⁷³. 1999 yılında < %4 üst sınır şeklinde bir hedef ilan edildikten sonra, 2000 ve 2001 yıllarında hedefler dar bir aralık bazında %3-4³⁷⁴, 2002 hedefi %2-3 ve 2003 yılından itibaren ise enflasyon hedefleri sürekli olarak %1-3 aralık bazında ilan edilmeye başlanmıştır³⁷⁵.

Tablo 13. İsrail’de Enflasyon Hedeflemesi

Yıllar	Hedefler (%)	Belirsizlik Aralığı (%)	Alt ve Üst Limitler (%)	Gerçekleşen Enflasyon (%)
1992	14-15	-	-	9.4
1993	10	-	-	11.2
1994	8	-	-	14.5
1995	10	-	-	8.1
1996	8-10	-	-	10.6
1997	7-10	-	-	7.0
1998	7-10	-	-	8.6
1999	< %4	-	-	1.3
2000	3-4	-	-	0.0
2001	3-4	-	-	1.4
2002	2-3	-	-	6.5
2003	2-4	-	-	-1.9
2004	1-3	-	-	1.2
2005	1-3	-	-	2.4
2006	1-3	-	-	-0.1
2007	1-3	-	-	3.4

Kaynak: Yazar tarafından, ilgili ülkenin Merkez Bankasının internet sitesinde yer alan para politikası ve enflasyon raporları doğrultusunda düzenlenmiştir.

İsrail’de açıklanan enflasyon hedefinden önemli sapmalar, 1994 sonları, 1996’nın ilk yarısı ve 1998’in son çeyreğinde gözlenmiştir. Enflasyon beklentileri ilk iki sapmada %15, sonuncuda ise, %10 civarına yükselmiş ve güvenilirlik tehlikeye girmiştir. İsrail’de yaşanan bu problemler, genişletici maliye politikalarını dengelemek, aşırı ısınmış olan ekonomideki talep baskılarını azaltmak ve enflasyon hedefini tutturmak amacıyla daraltıcı para politikası uygulamasının gerekli olduğu

³⁷³Bernanke et al. *a.g.e.*, pp. 210-211.

³⁷⁴Andrea Schaechter, Mark R. Stone, and Mark Zelmer, **Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries**, Washington, IMF Occasional Paper, No. 202, 2000, p. 43.

³⁷⁵CBI. **Monetary Bulletin 2001/2**. (The New Framework for Monetary Policy), (Çevrimiçi) http://www.sedlabanki.is/uploads/files/mb012_5.pdf p. 42.

hallerde ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte 1995 ve 1997 hedefleri tutturulmuş, 1992-98 döneminde ortalama enflasyon oranı %9,9, hedef ortalaması ise %9,7 olmuştur³⁷⁶.

Tablo 14. İsrail'in Temel Ekonomik Göstergeleri

	2001	2002	2003	2004	2005
Büyüme Hızı (%)	-0.6	-0.9	1.5	4.8	5.1
İşsizlik Oranı (%)	9.3	10.3	10.8	10.3	9
Cari Açık/GSMH (%)	-0.6	-0.5	1.6	2.6	2.9

Kaynak: Yazar tarafından, ilgili ülkenin merkez bankasının ve istatistik enstitüsünün yayınladığı yayınlar ile IMF'nin yayınladığı "World Economic Outlook" doğrultusunda düzenlenmiştir.

Bununla birlikte, Enflasyon hedeflemesinin ekonomik performansını 2001-2005 döneminde ekonomik büyüme hızı, enflasyon oranı ve cari işlemler dengesi açısından değerlendirdiğimizde ise oldukça başarılı gözükmektedir (Tablo 14). Büyüme oranı 2001 yılında %-0,6, 2002 yılında %-0,9, 2003 yılında %1,5, 2004 yılında %4,8 ve 2005 yılında %5,1'e yükselmiştir. Enflasyon oranı ise 2002 yılında %6,5'den 2005 yılında %1,3'e düşmüştür. Cari açığın GSMH'ye oranı ise 2001 yılında %-0,6 iken 2005 yılında bu oran fazlaya dönüşerek %2,9 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, İsrail'de enflasyon hedeflemesinin ekonomik performansının başarılı olduğu ileri sürülebilir.

3.3.2. Şili

Şili'nin 1980-1989 dönemine ilişkin makroekonomik göstergelere bakıldığında, cari açık ve enflasyonda sorunların bulunduğu ancak, diğer gelişmekte olan ülkelere oranla oldukça başarılı bir performans sergilendiği görülmektedir. Nitekim söz konusu dönemde ortalama olarak fiskal açık veya fazla bulunmamaktadır³⁷⁷. 1980'lerin başında yaşanan bankacılık krizinin ardından yapılan düzenlemeler ise, finansal sistemi sağlam bir yapıya kavuşturmuştur³⁷⁸. Merkez

³⁷⁶Leiderman and Bufman, **a.g.m.**, pp. 104-105.

³⁷⁷Eduardo Anitad, "Chile in the 1990's: Embaracing Development Opputunities," **Finance&Development**, March 2000, p. 20.

³⁷⁸Mishkin and Savastano, **a.g.m.**, p. 43.

bankası kanununda 1989 yılında yapılan değişiklikle de fiyat istikrarının sağlanması merkez bankasının birincil amacı haline gelmiştir³⁷⁹.

Şili merkez bankası söz konusu kanunla özerkliğini kazandığında, 1989 yılının genişletici politikalarından ve 1990 yılındaki Körfez savaşının yol açtığı petrol fiyatları şokundan kaynaklanan enflasyon artışı sorunuyla karşılaşmıştır. Bu bağlamda banka daraltıcı para politikası uygulamaya başlamış ve enflasyon hedeflemesini benimsemiştir³⁸⁰.

Enflasyon oranı %26 seviyesinde iken, Eylül 1990'da ilk enflasyon hedefi merkez bankası tarafından ilan edilmiştir. Enflasyon hedefine baz olarak genel tüketici fiyatları endeksi alınmış ve bir yıllık horizon benimsenerek, 1991 yılı sonunda enflasyon oranının %18'e indirilmesi hedeflenmiştir. 1991-1994 döneminde hedefler aralık bazında ilan edilmiş (sırasıyla, %15-20, %15, %10-12 ve < %9-11); 1995-2000 döneminde tolerans eşikleri bazında nokta hedefler açıklanmış (sırasıyla, %8, %6,5, %5,5, %4,5, %4,3 ve 3,5), 2001 yılı hedefi ise bir horizon belirtilmeden %2-4'lük aralık hedef olarak belirlenmiş³⁸¹ ve tablo 15'den de izlenebileceği gibi, bu hedef bir daha değiştirilmemiştir.

³⁷⁹Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries," p. 7.

³⁸⁰Felipe Morandé and Klaus Schmidt-Hebbel, "Monetary Policy and Inflation Targeting in Chile," **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, (Seminer held in Rio de Janeiro, Brazil, May 3-5 1999) Ed. by, Mario I. Blejer, Alain Ize, and Alfredo M. Leone, IMF Publication, 2000, p. 93.

³⁸¹Schaechter, Stone, and Zelmer, **a.g.e.**, pp. 16 ve 43.

Tablo 15. Şili’de Enflasyon Hedeflemesi

Yıllar	Hedefler (%)	Belirsizlik Aralığı (%)	Alt ve Üst Limitler (%)	Gerçekleşen Enflasyon (%)
1991	15-20	-	-	18.7
1992	15	-	-	12.7
1993	10-12	-	-	12.2
1994	< %9-11	-	-	8.9
1995	8	-	-	8.2
1996	6.5	-	-	6.6
1997	5.5	-	-	6.0
1998	4.5	-	-	4.7
1999	4.3	-	-	2.3
2000	3.5	-	-	4.5
2001	2-4	-	-	2.6
2002	2-4	-	-	2.8
2003	2-4	-	-	1.1
2004	2-4	-	-	2.4
2005	2-4	-	-	3.7
2006	2-4	-	-	2.6
2007	2-4	-	-	7.8

Kaynak: Yazar tarafından, ilgili ülkenin Merkez Bankasının internet sitesinde yer alan para politikası ve enflasyon raporları doğrultusunda düzenlenmiştir.

Enflasyon hedefi ilk ilan edildiğinde bu hedef formel ve katı (hard) bir hedeften ziyade resmi enflasyon projeksiyonu şeklinde yorumlanmıştır. Enflasyonu düşürmede ve hedefleri tutturmada belirli bir başarı sergilendikten sonra açıklanan hedeflerin formel olarak yorumlanması ve merkez bankasının hesap verebilirliğinin bir ölçütü olarak görülmesi söz konusu olmuştur³⁸².

Şili merkez bankası Mayıs 1995’ten itibaren reel gecelik bankalar arası faiz oranlarını politika aracı olarak kullanmaktadır. Banka bu oranları açıklamakta ve açık piyasa işlemleri yoluyla faiz oranlarının politika amacına uygun seyretmesine çalışmaktadır. Söz konusu oranlar belirlenirken, çekirdek enflasyon ile enflasyon hedefi arasındaki fark, toplam harcama-gelir açığı, cari denge açığı, hasıla büyümesi, işsizlik oranı, parasal büyüme, ücret artışları, döviz kuru, kamu maliyesinin durumu ve vade yapısı (term structure) göz önüne alınmaktadır³⁸³.

³⁸²Mishkin, “Inflation Targeting in Emerging Market Countries,” p. 7.

³⁸³Morandé and Schmidt-Hebbel, a.g.m., pp. 91-93.

Şili’de, 1980’lerin ortalarından itibaren sürdürülen, gecikmeli iç enflasyona gevşek bir biçimde bağlı olan, sürünen döviz kuru bandı uygulamasına, enflasyon hedeflemesi benimsendikten sonra da devam edilmiş, kurların Ağustos 1999’da dalgalanmaya bırakılmasıyla bu uygulamaya son verilmiştir. Merkez bankasının döviz kuru bandı uygulamasındaki amacı, enflasyonu kontrol etmek değil, reel döviz kurlarını orta ve uzun vadeli dış denge ile uyumlu tutarak, cari dengede oluşacak aşırı açıkları engellemektir. Zaten, döviz kuru bandının geriye dönük bir şekilde ayarlanması, döviz kurunun enflasyonu kontrol amacıyla kullanılmadığını göstermektedir³⁸⁴. Döviz kuru bandının uygulanmasının diğer amacı ise, piyasalara reel döviz kurlarında arzu edilen trende ilişkin rehberlik etmesi ve aşırı döviz kuru oynaklığının engellenmesidir³⁸⁵.

Üstelik merkez bankası, döviz kuru bandı ile enflasyon hedefi arasında bir çelişkinin doğması halinde, enflasyona öncelik verileceğini de politika uygulamalarıyla açıkça göstermiştir. Nitekim, 1990-1997 arasında sermaye girişlerinin ulusal paranın değerlendirilmesi yönünde oluşturduğu baskıya karşı, bandın genişletilmesi ve hatta merkezi kurların revalüe edilmesi yoluna gidilmiş, fakat enflasyon hedefi değiştirilmemiştir³⁸⁶.

Söz konusu politikanın uygulanmadığı 1998 yılının ortaya koyduğu gerçekler ise, döviz kuru bandının tamamen terk edilmesiyle sonuçlanmıştır. Şöyle ki, Şili ekonomisi, Asya krizi nedeniyle finansal ve dış ticaret hadleri şoklarına maruz kalınca, 1998 yılında sıkı para politikası uygulamış, peso’nun dalgalanma bandını daraltmış ve döviz piyasalarına müdahale etmiştir. 1998 sonlarında ekonominin ılımlı bir resesyona girdiği görülünce, faiz oranları düşürülerek peso’nun değer kaybetmesine izin verilmiş, daha sonra da peso dalgalanmaya bırakılmıştır³⁸⁷.

³⁸⁴Mishkin and Savastano, **a.g.m.**, p. 43.

³⁸⁵Morandé and Schmidt-Hebbel, **a.g.m.**, p. 92.

³⁸⁶Mishkin and Savastano, **a.g.m.**, p. 43.

³⁸⁷Mishkin and Schmidt-Hebbel, **a.g.m.**, p. 23.

Tablo 16. Şili'nin Temel Ekonomik Göstergeleri

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Büyüme Hızı (%)	4.5	3.4	2.2	3.9	6.2	6.3
İşsizlik Oranı (%)	9.2	9.2	9	8.5	8	8.1
Cari Açık/GSMH (%)	-1.2	-1.6	-0.9	-1.3	1.7	0.6

Kaynak: Yazar tarafından, ilgili ülkenin merkez bankasının ve istatistik enstitüsünün yayınladığı yayınlar ile IMF'nin yayınladığı "World Economic Outlook" doğrultusunda düzenlenmiştir.

Yukarıda yapılan değerlendirmelerin sonucunda, Şili'de enflasyon hedeflemesinin uygulanmasıyla güvenilirlik artmış ve fiyat istikrarı amacına aşamalı olarak ulaşılmıştır. Nitekim 1991'de %20 civarında olan enflasyon oranı, 2005 yılında %3,7'ye düşürülmüştür. Asya ve Rusya krizlerinin etkili olduğu dönem hariç, tablo 16'dan da izlenebileceği gibi, büyüme oranları ve istihdamdaki performansın da son derece başarılı olduğu görülmektedir. Hemen belirtelim ki Şili'de açıklanan enflasyon hedeflerinden sapmaların yaşanmamış olması da kayda değer bir başarı olmuştur.

3.3.3. Brezilya

Brezilya, 1994 yılından, Ocak 1999'a kadar uygulanan döviz kuru bazlı istikrar programı "Real" ile enflasyonu Aralık 1993'teki %2500 seviyelerinden, Aralık 1998'de %10'nun altına indirmeyi başarmıştır³⁸⁸. Özelleştirme, tarifelerin ve tarife dışı engellerin kaldırılmasıyla dış ticaretin serbestleştirilmesi, sağlıksız finansal kurumların kapatılması ve finansal sistemin regülasyonunun yapılması gibi önlemler, Real programının başlıca bileşenleridir. Uygulanan ekonomik reform programıyla, hasıladaki reel büyüme 1994-98 arasında ortalama %3.4 olmuş, bununla birlikte işsizlik 1997'den itibaren artmaya başlamıştır³⁸⁹.

³⁸⁸Mishkin and Savastano, **a.g.m.**, p. 51.

³⁸⁹Central Bank of Brazil Research Department, "Issues in the Adopting an Inflation Targeting Framework in Brazil," **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, (Seminar held in Rio de Janeiro, Brazil, May 3-5 1999) Ed. by, Mario I. Blejer, Alain Ize, and Alfredo M. Leone, IMF Publication, 2000, pp. 123-124.

Söz konusu göreceli başarılarla rağmen, istikrar programının benimsediği aşamalı strateji nedeniyle, bir takım problemlerin çözümlenmesi gecikmiştir. Koalisyon hükümetinin aciliyeti konusunda ikna olmadığı, fiskal disipline ilişkin bir önlem alınamamış olması nedeniyle, Brezilya güven krizine karşı savunmasız bir hale gelmiştir. Ağustos 1998’de Rusya’nın moratoryum ilanı ile doruk noktasına ulaşan uluslararası finansal kargaşa ise, sermaye kaçışlarının yaşanmasına neden olmuştur. Bu durum karşısında yetkililer, kısa vadeli faiz oranlarının yükseltileceğini ve fiskal rejimde güçlü bir sıkılaştırmaya gidileceğini ilan etmişler ve ayrıca IMF ile 41,5 milyar dolar tutarındaki destek paketinin görüşmelerine başlamışlardır. Hükümet başlangıçta fiskal paketi uygulamada başarılı olmasına rağmen, piyasalardaki güvensizlik Ocak 1999’a kadar devam etmiş, döviz rezervleri üzerinde oluşan baskı sonucunda, kısa süren bir kontrollü devalüasyon uygulamasının ardından, merkez bankası real’i 15 Ocak 1999’da dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmıştır³⁹⁰.

Dalgalı kur rejimi ekonomik politikalar için yeni bir parasal çapa gerektirmiştir ki, merkez bankası tercihini enflasyon hedeflemesinden yana kullanmıştır³⁹¹. Brezilya’da enflasyon hedeflemesi rejimine 1 Temmuz 1999’da geçilmiştir. Enflasyon hedefi için uygun fiyat endeksi, enflasyon hedefleri ve tolerans aralıkları maliye bakanı tarafından verilen teklifle Ulusal Para Konseyi tarafından belirlenmektedir. Brezilya’da enflasyon hedefine baz olarak genel tüketici fiyatları endeksi alınmış ve hedeflerin 2 yıllık dönemler itibariyle açıklanması kararlaştırılmıştır³⁹². 1999, 2000, 2001, 2002 yıllarında hedefler, \pm %2’lik tolerans sınırı ile nokta hedefi olarak (sırasıyla %8, %6, %4 ve 3,5) olarak ilan edilmiştir. 2003 ve 2004 yılları için enflasyon hedefleri -2001 ve 2002 yıllarında enflasyon hedefleri tutturulamadığı için- 2003 yılı için 3,25 ve 2004 yılı için 3,75 olan enflasyon hedefleri revize edilerek sırasıyla %8,5 (\pm %2,5) ve %5,5 (\pm %2,5) olarak ilan

³⁹⁰Joel Bogdanski, Alexandre Antonio Tombini and Sergio Ribero da Costa Werlang, “Implementing Inflation Targeting in Brazil,” **High Level Seminar on Implementing Inflation Targets, held by IMF Institute**, March 20-21, 2000, pp. 1-2.

³⁹¹Armino Fraga, “Monetary Policy During the Transition to a Floating Exchange Rate,” **Finance&Development**, March 200, p. 16.

³⁹²Alparslan ve Erdönmez, **a.g.m.**, s. 31.

edilmiştir³⁹³. 2005 yılında ise (\pm %2,5)'luk bir tolerans aralığı ve daha sonraki yıllar içinde (\pm %2) tolerans aralığında hedefler, %4,5 nokta hedef olarak belirlenmiştir³⁹⁴.

Tablo 17. Brezilya'da Enflasyon Hedeflemesi

Yıllar	Hedefler (%)	Belirsizlik Aralığı (%)	Alt ve Üst Limitler (%)	Gerçekleşen Enflasyon (%)
1999	8	\pm 2	6-10	8.94
2000	6	\pm 2	4-8	5.97
2001	4	\pm 2	2-6	7.67
2002	3.5	\pm 2	1.5-5.5	12.53
2003*	3.25 8.5	\pm 2 \pm 2.5	1.25-5.25 6-11	9.30
2004*	3.75 5.5	\pm 2.5 \pm 2.5	1.25-6.25 3-8	7.60
2005	4.5	\pm 2.5	2-7	5.59
2006	4.5	\pm 2	2.5-6.5	3.14
2007	4.5	\pm 2	2.5-6.5	4.46

*2003 ve 2004 enflasyon hedefleri revize edilerek %8.5 (\pm %2,5) ve %5.5 (\pm %2,5) olarak ilan edilmiştir.

Kaynak: Yazar tarafından, ilgili ülkenin Merkez Bankasının internet sitesinde yer alan para politikası ve enflasyon raporları doğrultusunda düzenlenmiştir.

2001 yılının ilk yarısına kadar uygulanan politikalar olumlu sonuçlar vermesine karşın, yılın ikinci yarısında Brezilya ekonomisi, Arjantin'de yaşanan borç krizi ve 11 Eylül'de Amerika'da yaşanan terörist saldırılar nedeniyle iki dış şokla karşı karşıya kalmıştır. Bu dış şoklar, ulusal para üzerinde baskı yaratmış ve ulusal para %27,8 düzeyinde değer kaybetmiştir. Dış şoklar, dolar cinsinden varlıkların artmasına ve bu varlıklar ödenen faizlerin %133,7'den %167'ye çıkmasına neden olmuştur. Brezilya Merkez Bankası, bu süreçte döviz talebini karşılamaya çaba göstermiştir. Diğer yandan dış şokların etkisiyle doğrudan yabancı sermaye akımları yavaşlamaya başlamış ve döviz kuru değer kaybetmiştir. Bu durum ise enerji fiyatları başta olmak üzere fiyat artışlarını hızlandırmış, enflasyonist beklentilerde bozulmalara neden olmuştur. 2001 yılı sonunda enflasyon oranı, hedefi aşarak %7,6 olarak gerçekleşmiştir³⁹⁵.

³⁹³<http://www.bcb.gov.br/pec/metad/InflationTargetingTable.pdf>

³⁹⁴CBI. **Monetary Bulletin 2001/2.** (The New Framework for Monetary Policy), (Çevrimiçi) http://www.sedlabanki.is/uploads/files/mb012_5.pdf p. 42.

³⁹⁵Sayım Işık ve Koray Duman, "Enflasyon Hedeflemesi ve Dalgalı Döviz Kuru: Bazı Ülke Deneyimleri," **Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 15, 2008, s. 60.

2002 yılında Amerika’da ortaya çıkan Enron Skandalı, Arjantin’deki borç krizinin global piyasalarda yarattığı riskler, Brezilya’nın artan kamu borç yükü ve 2002 yılının ikinci yarısındaki başkanlık seçimlerinin yarattığı belirsizlikler, dış finansman kaynaklarını azaltarak, büyük bir devalüasyona (%40,3) sebep olmuştur. Döviz piyasasında döviz kuru oynaklığının enflasyon üzerinde yarattığı belirsizlikleri ortadan kaldırmak için Brezilya Merkez Bankası döviz piyasalarına doğrudan müdahale etmiştir. Müdahale aracı olarak özellikle, konsolide kamu kesimi faiz dışı fazlasını arttırmış ve zorunlu karşılık oranlarını yükseltmiştir. Yine bu dönemde, güven bunalımı nedeniyle “on shore hedging” işlemleri ve özel sektörün dış yükümlülükleri azalmıştır. Kamu borç stokunun yarattığı kredi riski, varlıkların değerini %50,1 oranında azaltmıştır. Sonuç olarak dolar cinsinden varlıkların toplam borç stoku içindeki payı bu dönemde azalma eğilimi göstermiştir. Bu ise doğal olarak, net kamu borcunun GSMH’ya oranını azaltmıştır³⁹⁶.

Brezilya’da 2003-2004 dönemi ise dövizde riske karşı korunma işlemlerinin dalgalandığı ve kamu sektörünün döviz yükümlülüğünü azalttığı bir dönemdir. 2003 yılında Brezilya’da yeni hükümet, kamu borç stoku problemini çözecek şekilde daha karma bir politika uygulamaya başlamış ve bu amaçla, izlenen maliye politikası neticesinde birincil fazla hedefi artırılmış, sosyal güvenlik ve vergi sistemleri reformu yapılmıştır. Para politikası açısından merkez bankasının bağımsızlığı tekrar sağlanmış ve faiz oranları arttırılmıştır. Bu yeni politika ve reformlar, bir yandan enflasyondaki düşüş, diğer yandan ulusal paranın değer kaybı ve artan küresel talep, dış ticaret sektörlerinde ticaret hacmini arttırarak, ilk defa bu dönemde cari işlemler fazlası verilmesini sağlamıştır. Yeni hükümetin kredibilitesi, ve uygun küresel finansman koşulları, ülke riskini azaltmış, ülkeye sermaye girişi artmış ve real değer kazanmıştır. Merkez Bankası bu dönemde geçmişteki uygulamadan (vadesi gelen dolar cinsinden varlıkların faiz ödemelerini döviz swap kontratlarına göre ayarlamıştır) farklı olarak dövizde ihale sistemini benimsemiştir. Eylül 2003 itibariyle yapılan çok sayıda

³⁹⁶Işık ve Duman, **a.g.m.**, s. 61.

ihalede, dövize yönelik riske karşı korunma araçları talebindeki artışlar ve döviz alım-satımı yapan araçlar önem kazanmaya başlamıştır³⁹⁷.

Brezilya, 2003 Eylül ayından itibaren IMF kredisi kullanmamış, 2001 ve 2002 yıllarında yaşanan şokların etkisi önemli ölçüde ortadan kalkmış ve 2004 yılında ekonomi tekrar hızlı bir büyüme sürecine girmiş, enflasyon düşmüş ve işsizlik oranı (%12'den %11,5'e) gerilemiştir. Ekonomik büyüme oranı 2001, 2002, 2003, 2004 ve 2005 yılında sırasıyla %1,3, %1,9 %0,5 %5,2 %2,3 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 18). Enflasyon oranı ise bu yıllarda sırasıyla %7,6, %12,5, %9,3, %7,6 ve %5,6 olarak gerçekleşmiştir³⁹⁸. Cari işlemler dengesi fazla verirken (2003'de 4,2 milyar\$, 2004'de 11,6 milyar\$), enflasyon ve enflasyonist beklentiler gerilemiş, döviz kurunda ise değerlendirme gözlenmiştir. Merkez Bankası 2004 yılının son çeyreğine kadar faiz indirimini sürdürmüş, ancak yılın son çeyreğinde enflasyonun yükselişini dikkate alarak faizleri arttırmıştır³⁹⁹.

Tablo 18. Brezilya'nın Temel Ekonomik Göstergeleri

	2001	2002	2003	2004	2005
Büyüme Oranı (%)	1.3	1.9	0.5	5.2	2.3
İşsizlik Oranı (%)	6.4	10	12.3	11.5	9.8
Cari Açık/GSMH (%)	-4.6	-1.7	0.8	1.9	1.4

Kaynak: Yazar tarafından, ilgili ülkenin merkez bankasının ve istatistik enstitüsünün yayınladığı yayınlar ile IMF'nin yayınladığı "World Economic Outlook" doğrultusunda düzenlenmiştir.

1999-2004 dönemi enflasyon hedeflemesinin başarısı açısından değerlendirildiğinde ise Brezilya'da enflasyon oranı düşmesine karşın çoğu zaman hedeften sapmış ve dalgalı bir seyir izlemiştir. Brezilya enflasyon hedeflemesine geçtikten sonraki dönemlerde ekonominin maruz kaldığı büyük dış şoklara rağmen enflasyon hedeflemesinin sonuçları hala ümit vericidir. Tablo 17'den de izlenebileceği gibi, 1999'da enflasyon oranı yüzde 8,9 iken 2005 yılında bu oran yüzde 5,6'ya düşmesine karşın, bazı yıllarda (2001, 2002, 2003) enflasyon oranı hem yükselmiş hem de

³⁹⁷ A.e.

³⁹⁸ <http://www.bcb.gov.br/pec/metas/InflationTargetingTable.pdf>

³⁹⁹ Işık ve Duman, a.g.m., ss. 61-62.

hedeflenen enflasyonun alt ve üst limitlerini aşmıştır. Enflasyon oranı ile hedeflemesi arasında ortaya çıkan farklılık ve dalgalanmalar bir yönüyle ülkedeki seçim süreciyle de ilişkilidir. Özellikle seçim yılında enflasyonda hedeflenen rakamlardan sapma gözlenmektedir. Brezilya’da yaşanan seçim sürecinde ülke riskinin artmasıyla sermaye çıkışı yaşanmış ve döviz kurları değerlenmiştir. Dolayısıyla yaşanan seçim süreci ekonomide gerçekten etkili olmuştur. Bu süreçte döviz kurlarında yaşanan oynaklıkta artma eğilimi gözlenmiştir. Özellikle 2002 yılında bu oynaklık daha da artmıştır. Aslında bu dönemde bütün ülkelerde olduğu gibi Brezilyada da döviz kuruna zaman zaman müdahaleler edilmiştir. Bu müdahaleler, enflasyon hedefinin tutturulmasında önemli olmuştur⁴⁰⁰. Hemen belirtelim ki, fiskal reformların hayata geçirilmesi ve merkez bankasının bağımsızlığını geliştirmekte gösterdiği performans, Brezilya’da enflasyon hedeflemesinin başarısı açısından son derece önemli faktörlerdir⁴⁰¹.

3.3.4. Çek Cumhuriyeti

Çek Cumhuriyeti’nin enflasyon hedeflemesi deneyimi piyasa ekonomisine geçiş sürecindeki bir ülke olması açısından önem kazanmaktadır. Ayrıca bu ülkenin Slovak Federal Cumhuriyeti’nden ayrılarak bağımsızlığını kazanması da henüz çok yenidir. Çek Merkez Bankası da ancak 1 Ocak 1993 tarihinde kurulabilmiştir.

1997 yılında -enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce- Çek Cumhuriyeti’nde uygulanan para politikaları üç kısma ayrılabilir. Birinci aşamada para birimi olan korunanın bir döviz sepetine bağlanması sağlanmıştır. Şubat 1996 tarihinden itibaren liberalleşen Çek ekonomisine artan yabancı ilgisi ülkeye döviz girişlerini artırmıştır. Bu nedenle yukarıda sözü edilen döviz sepetinin çapa olarak kullanılması uygulaması devam etmiş, ancak korunanın sepete karşı dalgalanma aralığı $\pm \%0.5$ ’ten $\%7.5$ ’e artırılmıştır. Bu politika değişikliğinin amacı, spekülasyon ve kısa vadeli sermaye girişlerinin önlenmesi ve sermaye girişlerinin tersine dönmesi durumunda esneklik sağlanmasıdır. Diğer yandan bandın açılması Merkez

⁴⁰⁰A.e. s. 62.

⁴⁰¹Mishkin and Savastano, **a.g.m.**, p. 54.

Bankası'nın döviz piyasasına olan müdahalelerini de azaltmıştır. Mayıs 1997 tarihinden itibaren koruna dalgalanmaya bırakılmıştır⁴⁰².

Komuta ekonomisinden piyasa ekonomisine geçişte korunanın bir sepete bağlanarak döviz kurlarının çapa olarak kullanılması, belirsizliğin azaltılması açısından faydalı olmuştur. Gerçekten de enflasyon 1993 yılındaki %20 seviyelerinden 1994'te %10'lara gerilemiştir. Ancak takip eden dönemde hızla artan iç talep ve bu talebe yerli üretimin cevap vermekte geç kalması neticesinde ekonomide enflasyonist baskılar hissedilmeye başlanmıştır. 1994-1996 döneminde ücretlerde yaşanan reel artış verimlilikteki artışın üzerinde gerçekleşmiştir. Ayrıca sermaye girişlerindeki artış sonucu artan para arzı da ekonomik büyüme rakamlarının üzerine çıkmıştır. Tüm bu gelişmeler sonucunda artan talebin iç kaynaklarla karşılanması mümkün olmamış ve dış ticaret dengesi kötüleşmiştir. Hükümet bütçesinde de durum farklı olmamış ve bütçe açığı / GSMH oranı 1994-1996 dönemindeki %1 seviyesinden %2,3'lere kadar çıkmıştır. Uzun vadede sürdürülemez olan bu durum karşısında Çek Merkez Bankası korunanın dalgalanma bandını genişletmek zorunda kalmıştır. Bu durum Merkez Bankası'na para politikası anlamında daha fazla esneklik sağlamıştır⁴⁰³.

1997 yılı başına gelindiğinde, Çek ekonomisindeki dengesizliklerin artan bir şekilde devam ettiği görülmüştür. Reel ücretlerdeki artışın verimlilik artışının önünde seyretmesi ve bütçe açıklarının devam etmesi ülkeyi bir kriz ortamına sürüklemiştir. Bu arada cari işlemler açığı / GSMH oranı da %6,1 seviyelerine ulaşmıştır. Bir yandan bu gelişmeler korunanın dalgalanmaya bırakılmasını gerektirirken, Güneydoğu Asya ülkelerinin devalüasyona gitmeleri sonucu kazandıkları rekabet gücü de durumu iyice zorlaştırmıştır. Asya krizinin 'bulaşıcı etkilerini' (contagion effect) de göz önüne alan Çek Merkez Bankası, korunanın dalgalanma bandını kaldırmıştır. Hemen ardından koruna döviz sepetine karşı %10 değer yitirmiştir.

⁴⁰² Tomas Holub, "Forex Intervention: Czech Experience," **BIS Papers**, No. 24, 2005, p. 150.

⁴⁰³ Warren Coast, "Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of Czech Republic," **Czech National Bank and Monetary and Exchange Rate Affairs Department of The IMF**, 1999, p. 15.

1997 yılı sonu itibariyle %8,5 seviyelerinde olan enflasyon ise 1998 yılı ilk çeyreğinde yıllık bazda %13'lere kadar yükselmiştir⁴⁰⁴.

Çek Merkez Bankası enflasyonun yükseldiği ve makroekonomik dengesizliklerin oluştuğu bir ortamda sorunları çözebilecek bir politika arayışına girmiştir. İç ve dış faktörler incelendiğinde döviz kuru çapasına dönüşün mümkün olmadığı kanaatine varılmıştır. Parasal göstergelerin çapa olarak kullanılması da yine benzeri sebeplerden fazla mümkün değildir. Ekonomideki yapısal problemler düşünüldüğünde çapa olarak kullanılabilir bir enstrüman kalmadığı anlaşılmıştır. Enflasyonist beklentilerin kırılabilmesi için enflasyon hedeflemesi uygulamasının tek çıkar yol olduğu sonucuna varılmış ve 1998 yılı başında bu uygulamaya geçilmiştir. Enflasyon hedefine baz olarak genel tüketici fiyatları endeksi alınmış ve yıllık ayarlamalarla çoklu yıl hedefleme süresi olarak benimsenmiştir. 1998-2001 döneminde hedefler aralık bazında ilan edilmiş (sırasıyla, %5.5-6.5, %4-5, %3.5-5.5 ve %2-4); 2002-2005 döneminde de yine aralık bazında %1-3'lük bir hedef ilan edilmiş; 2006 ve sonrası için ise (\pm %1)'lik bir tolerans aralığında %4,5 nokta hedef olarak belirlenmiştir.

Tablo 19. Çek Cumhuriyeti'nde Enflasyon Hedeflemesi

Yıllar	Hedefler (%)	Belirsizlik Aralığı (%)	Alt ve Üst Limitler (%)	Gerçekleşen Enflasyon (%)
1998	5.5-6.5	-	-	10.7
1999	4-5	-	-	2.1
2000	3.5-5.5	-	-	3.9
2001	2-4	-	-	4.7
2002	1-3	-	-	1.8
2003	1-3	-	-	0.1
2004	1-3	-	-	2.8
2005	1-3	-	-	1.9
2006	3	\pm 1	1-4	2.5
2007	3	\pm 1	1-4	2.8

Kaynak: Yazar tarafından, ilgili ülkenin Merkez Bankasının internet sitesinde yer alan para politikası ve enflasyon raporları doğrultusunda düzenlenmiştir.

⁴⁰⁴Holub, , a.g.m., pp. 157-158.

Uygulamanın ilk dönemi olan 1998 yılının başlarında enflasyonist beklentileri kırmak fazla mümkün olmamıştır. Bu nedenle repo oranlarında çeyrek puanlık bir ayarlama yapmak gerekmiştir. 1998 yılının ikinci çeyreğinde ise cari açığın düşmesi sonucu korunanın değerlendirilmesi, verimlilik artışı ile reel ücret artışları arasındaki farkın azalması ve Asya krizi ile başlayan deflasyonist eğilimlerin Çek ekonomisini de etkilemesi sonucu enflasyonist baskılar azalmıştır. Yılın ikinci yarısında ise iç talebin daraldığı gözlenmiştir. Global deflasyonist eğilimlerin etkisiyle enflasyon yıllık bazda 1-2 puan azalmıştır. Tüm bu gelişmeleri dikkate alan Çek Merkez Bankası repo oranlarında önemli indirimlere (%15 seviyelerinden %8.75'e kadar) gitmiştir. 1999 yılına gelindiğinde, gerek maliyet gerekse talep enflasyonlarının sınırlı olduğu görülmüştür. Ancak 1998 yılının aksine global deflasyonist eğilimlerin yarattığı 'dezenflasyon ithali' sınırlı kalmıştır. 1998 yılı Aralık ayı itibariyle yıllık enflasyonun %10,7 seviyelerinde bulunduğu saptanmıştır. 1999 yılının aynı ayında ise bu rakam %2,1'dir.

Tablo 20. Çek Cumhuriyeti'nin Temel Ekonomik Göstergeleri

	2002	2003	2004	2005
Büyüme Hızı (%)	1.9	3.6	4.2	6.1
İşsizlik Oranı (%)	9.2	9.9	8.9	8.1
Cari Açık/GSMH (%)	-5.5	-6.2	-6	-2.1

Kaynak: Yazar tarafından, ilgili ülkenin merkez bankasının ve istatistik enstitüsünün yayınladığı yayınlar ile IMF'nin yayınladığı "World Economic Outlook" doğrultusunda düzenlenmiştir.

Çek Cumhuriyeti'nin uyguladığı enflasyon hedeflemesinin ekonomik performansı son dönemde özellikle ekonomik büyüme, cari işlemler fazlası ve enflasyon oranının düşürülmesinde başarılı olmuştur (Tablo 20). Büyüme oranı 2002-2005 döneminde hızla artarak %1,4'den %6,1'e yükselmiştir. Enflasyon oranı bu dönemde dalgalı bir seyir izleyerek 2002 yılında %1,8, 2006 yılında %2,5'e yükselmiştir. Cari işlemler açığının milli gelire oranı 2002 yılında %5,5'ten 2005 yılında %2,1'e gerilemiştir.

3.3.5. Güney Kore

1997 Güney Asya krizinden önce Güney Kore’de, cari işlemler dengesini ve dolayısıyla reel efektif döviz kurunun istikrarını sağlamak için gözetimli dalgalı döviz kuru sistemi uygulanmaktaydı. Güney Asya kriziyle birlikte Güney Kore, enflasyon hedeflemesi ile birlikte kısa dönemde aşırı döviz kuru oynaklığını engellemek için dalgalı döviz kuru sistemine geçmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde dalgalı döviz kurunun tercih edilmesinin temel nedeni, enflasyon oranı hedefi ile döviz kuru hedefini eşanlı olarak gerçekleştirmenin zor olmasıdır. Dolayısıyla dalgalı kur rejiminde döviz kuru, bir politika değişkeninden daha ziyade bir enformasyon olarak hizmet etmektedir⁴⁰⁵.

Bununla birlikte, döviz piyasasında ne zaman ve ne kadar müdahale yapılacağı zımni bir kuraldan daha ziyade para otoritesinin büyük ölçüde ‘duruma göre’ değerlendirmesine bağlıdır. Bu kararların verilmesinde dış şokların sıklığı ve doğası, piyasa eğilimleri, piyasa duyarlılığı ve mevcut fonların miktarı gibi birçok unsur dikkate alınmaktadır. Merkez bankası, döviz kurundaki ayarsızlığının derecesi ve piyasa bozukluğunun sürekliliğini dikkate alarak müdahalenin zamanlamasına karar vermektedir. Merkez Bankası için kısa dönemde tek başına döviz kurundaki ayarsızlık, denge döviz kurunun hesaplanmasının zor olması nedeniyle müdahale için bir gerekçe oluşturmaz. Dalgalı kur rejiminde oluşan kuru zaten piyasa anlayışı içinde denge döviz kuru olarak da ele almak mümkündür. Diğer yandan merkez bankasının döviz piyasasına yapacağı müdahalenin miktarı piyasa katılımcılarının taleplerine, risk primine ve piyasa beklentilerine bağlıdır. Dalgalı döviz kuru sistemine geçildikten sonra döviz piyasasına müdahale, ülkenin kredi derecesini artırmak ve ek kriz olasılığı nedeniyle uluslararası rezervleri arttırmak için pek kullanılmamıştır. Özellikle para krizleri tehlikesi karşısında döviz rezervlerini arttırmıştır. Bu müdahaleler sonucunda 1998 yılı sonunda 48.5 milyar \$ olan döviz rezervleri, 2004 yılında 199 milyar \$’a yükselmiştir. Döviz rezervlerinin artmasında bankalardan döviz mevduatlarının çekilmesi ve dolara endeksli tahvillerin ihraç edilmesi de önemli rol oynamıştır. Yakın

⁴⁰⁵ Işık ve Duman, **a.g.m.**, s. 70.

zamanlarda Güney Kore Merkez Bankası cari işlemler fazlasından kaynaklanan aşırı döviz arzı, önemli paraların aşırı hareketleri ve kıyı bankacılığının teslimi gerekmeyen forward piyasasındaki yerleşik olmayanların spekülâtif işlemlerinden kaynaklanan döviz kuru değışmelerini normalleştirmek için döviz piyasasına müdahale etmiştir⁴⁰⁶.

1998 yılında ilan edilen ilk enflasyon hedefi \pm %1’lik bir tolerans aralığında %9 nokta hedefidir. 1999, 2000-2001, 2002-2003 yıllarında hedefler \pm %1’lik bir tolerans aralığında nokta hedefi olarak –sırasıyla %3, %2,5 ve %3- ilan edilmiştir. 2004-2006 dönemi hedefi olan %2,5-3,5 ise %1’lik bir aralık öngören dar bir aralık hedefidir. 2007-2009 dönemi hedefi ise (\pm %0,5)’lik bir tolerans aralığında %3 nokta hedefi şeklinde belirlenmiştir.

Tablo 21. Güney Kore’de Enflasyon Hedeflemesi

Yıllar	Hedefler (%)	Belirsizlik Aralığı (%)	Alt ve Üst Limitler (%)	Gerçekleşen Enflasyon (%)
1998	9	\pm 1	8-10	7.5
1999	3	\pm 1	2-4	0.8
2000	2.5	\pm 1	1.5-3.5	2.3
2001	2.5	\pm 1	1.5-3.5	4.1
2002	3	\pm 1	2-4	2.7
2003	3	\pm 1	2-4	3.5
2004	2.5-3.5	-	-	3.6
2005	2.5-3.5	-	-	2.7
2006	2.5-3.5	-	-	2.2
2007	3	\pm 0.5	2.5-3.5	2.5

Kaynak: Yazar tarafından, ilgili ülkenin Merkez Bankasının internet sitesinde yer alan para politikası ve enflasyon raporları doğrultusunda düzenlenmiştir.

Enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru politikasını izleyen Güney Kore’nin ekonomik performansı incelendiğinde enflasyon, işsizlik, cari işlemler dengesi bakımından başarılı olduğunu söylemek mümkündür (Tablo 22). 1998 yılında %7,5 olan enflasyon oranı, enflasyon hedeflemesiyle birlikte istikrarlı bir şekilde azalarak 2006 yılı itibarıyla %2,2’ye gerilemiştir. İşsizlik oranı azalırken, cari fazla artmış ve büyüme oranı yaklaşık olarak %4 düzeyinde gerçekleşmiştir.

⁴⁰⁶Işık ve Duman, **a.g.m.**, s. 71.

Tablo 22. Güney Kore'nin Temel Ekonomik Göstergeleri

	2002	2003	2004	2005
Büyüme Hızı (%)	7	3.1	4.6	4
İşsizlik Oranı (%)	5.6	5.7	5.4	3.6
Cari Açık/GSMH (%)	1	2	4.1	2.1

Kaynak: Yazar tarafından, ilgili ülkenin merkez bankasının ve istatistik enstitüsünün yayınladığı yayınlar ile IMF'nin yayınladığı "World Economic Outlook" doğrultusunda düzenlenmiştir.

3.3.6. Polonya

1990'lı yılların başında üç haneli enflasyon oranları ile boğuşan Polonya ekonomisi enflasyon oranını %250'lerden 1996 yılında %20'lere kadar indirmiştir. Daha sonrasında ise enflasyonu ulaşılan düşük seviyelerde tutabilmek ve daha da aşağı çekebilmek için enflasyon hedeflemesi politikası benimsenmiştir.

1997 yılından itibaren Polonya hükümeti enflasyon hedeflemesi politikasının altyapısını hazırlamak üzere çeşitli yasal değişiklikleri devreye sokmuştur. Bu değişikliklerin bazıları anayasal değişikliklerdir. Buna göre hükümetin kamu borcu/GSYİH oranını %60'ın üzerine çıkarabilecek şekilde yeni borçlanmaya gitmesi veya garanti bazında Hazine'ye destek vermesi anayasaya konan bir hükümlerle engellenmiştir. Polonya Merkez Bankası'nın para birimi zloty'nin değerini korumakla yükümlü ve bundan sorumlu olduğu benimsenmiştir. Buna göre Merkez Bankası bünyesinde bir Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur. Bu kurulun başkanlığına Merkez Bankası başkanı getirilmiştir. Kurulun diğer üyelerinin ise devlet başkanı ve senato tarafından altı yıllık bir süre için atanması benimsenmiştir. Kurul para politikasının oluşturulması ve yürütülmesinden sorumlu tutulmuştur. Bu amaçla hazırlanan para politikasının esaslarına ilişkin bir rapor bakanlar kurulunun hazırladığı bütçe ile beraber senatoya sunulmuştur. Para Politikası Kurulu ayrıca her mali yılın ertesindeki beş aylık süre içinde uygulama sonuçlarını değerlendiren bir raporu senatoya sunmak zorundadır⁴⁰⁷.

⁴⁰⁷NBP, **Medium-Term Strategy of Monetary Policy (1999-2003)**, Warsaw, September-1998, (Çevrimiçi) http://www.nbp.pl/en/publikacje/o_polityce_pienieznej/strategia.pdf pp. 7-10.

Anayasal değişikliklerin yanında bankacılık kanununda da önemli değişikliklere gidilmiştir. Merkez Bankası'nın asli görevinin fiyat istikrar olduğu bankacılık kanununda da teyit edilirken, hükümetin ekonomik politikalarına uygun bir para politikası oluşturma ve uygulamanın ancak fiyat istikrarı hedefi ile çelişmemesi durumunda mümkün olduğu belirtilmiştir⁴⁰⁸.

Tüm bu yasal değişikliklerin ardından Para Politikası Kurulu 1998 yılı Haziran ayında enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçileceğini açıklamıştır. Eylül ayında ise 1999-2003 yıllarını kapsayan Orta Vadeli Para Politikası Stratejisi açıklanmıştır. Buna göre yıllık enflasyonun 2003 yılı sonunda %4 seviyesinin altına indirilmesi öngörülmüştür. Bu tarihe kadar konacak hedefler ve uygulanacak politikalar ayrıca açıklanmıştır. Bu enflasyon hedefi tüketici fiyat endeksindeki artış olarak takip edilmiştir⁴⁰⁹.

Avrupa para sistemine uyumun bir gereği olarak Polonya para birimi zloty'yi serbest şekilde dalgalandırmak zorunda olduğundan, enflasyon hedeflemesi ruhuna da uygun olan bu politikaya kademeli bir şekilde geçilmiştir. Önce yürürlükteki bant aralığı genişletilmiş ve aylık devalüasyon oranı düşürülmüştür. Böylece para biriminin geniş bir bant aralığı içinde serbestçe dalgalanması sağlanmıştır. Ancak Merkez Bankası aşırı dalgalanmaları önlemek için müdahale etme hakkını da saklı tutmuştur. 12 Nisan 2000 tarihinden itibaren döviz kurları tamamıyla piyasada belirlenmeye başlamıştır⁴¹⁰.

Polonya'da enflasyon hedeflemesi rejimine 1 Ekim 1998'de geçilmiştir. Polonya'da enflasyon hedefine baz olarak genel tüketici fiyatları endeksi alınmış olmakla birlikte Merkez Bankası tarafından beş ayrı çekirdek enflasyon ölçüsü de takip edilmektedir. Enflasyon hedeflemesinin ilk yılı olan 1998 yılı için < %9,5'luk üst sınır şeklinde bir hedef belirlenmiştir. 1999, 2000 yıllarında hedefler, aralık

⁴⁰⁸NBP, **a.g.r.**, pp. 3 ve 5.

⁴⁰⁹Zbigniew Polanski, "Poland's Experience with Inflation Targeting," **Inflation Targeting Conference**, (Proceedings of a Conference held by The Central Bank of The Republic of Turkey), Turkey, The Central Bank of The Republic of Turkey Publication, October 19-20, 2000, p. 92.

⁴¹⁰Jerzy Pruski And Piotr Szpunar, "Exchange Rate Policy and Foreign Exchange Interventions in Poland" **BIS Papers**, No. 24, 2005, p. 255.

bazında ilan edilmiş olup (sırasıyla, %6,6-7,8 ve %5,4-6,8); 2001 ve 2003 yılları için hedefler < %4 üst sınır şeklinde belirlenmiş ve 2002’de de (\pm %1) tolerans sınırı ile %5’lik bir nokta hedefi ilan edilmiştir. 2004 yılı ve sonrası içinse hedefler, (\pm %1)’lik tolerans sınırı ile %2,5 nokta hedef olarak belirlenmiştir.

Tablo 23. Polonya’da Enflasyon Hedeflemesi

Yıllar	Hedefler (%)	Belirsizlik Aralığı (%)	Alt ve Üst Limitler (%)	Gerçekleşen Enflasyon (%)
1998	< %9.5	-	-	8.6
1999	6.6-7.8	-	-	9.8
2000	5.4-6.8	-	-	8.5
2001	< %4	-	-	3.6
2002	5	\pm 1	4-6	0.8
2003	< %4	-	-	1.7
2004	2.5	\pm 1	1.5-3.5	3.5
2005	2.5	\pm 1	1.5-3.5	2.1
2006	2.5	\pm 1	1.5-3.5	1.0
2007	2.5	\pm 1	1.5-3.5	2.5

Kaynak: Yazar tarafından, ilgili ülkenin Merkez Bankasının internet sitesinde yer alan para politikası ve enflasyon raporları doğrultusunda düzenlenmiştir.

Polonya’nın uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk yıllarında elde edilen sonuçlarına bakıldığında, bazı problemler göze çarpmaktadır. Başlangıçta enflasyon hedeflemesine yönelik yasal düzenlemeler oldukça ayrıntılı bir şekilde yerine getirilmiş ve bu durum başarı şansını artırmıştır. Ancak para politikasının aktarım mekanizması (transmission mechanism) hakkında yeterince araştırma yapılmamış olması, para politikası değişikliklerine ekonominin vereceği tepkinin belirsiz olmasına yol açmıştır⁴¹¹. Ayrıca sağlıklı istatistik üretilmesi konusunda da bazı problemler görülmüştür. Kamunun borçlanması ve Merkez Bankası kaynaklarının kamu finansmanında kullanılması kesin kurallara bağlanmış olmasına karşılık, kamu finansman dengesinin iyileştirilebilmesi için gerekli vergi düzenlemeleri zamanında yapılamamıştır. Ancak 1999 yılında bazı önemli kamu reformları gündeme gelmiştir. Bu reformlarla 1999 yılında GSYİH’nın %3,2’sine kadar yükselen kamu sektörü borçlanma gereği, 2000 yılında %2,8’e kadar gerilemiştir.

⁴¹¹Polanski, a.g.m., p. 94.

Bununla birlikte, Polonya 1998-2002 arasında uygulanan enflasyon hedeflemesi ve dalgalı kur rejimi sayesinde uygulanan para politikası ile 1997 yılında %13 olan enflasyon oranını, 2000 yılında %8,5'dan 2006 yılında %1,0'e düşürmüştür (Tablo 23). Enflasyonun düşürülmesinde izlenen para politikası yanında, gıda ve yakıt piyasalarındaki arz şokları, kötüleşen dışsal ekonomik çevre gibi faktörler de önemli rol oynamıştır⁴¹². Polonya'da enflasyon hedeflemesi ile birlikte büyüme oranı hızlanarak 2001 yılında %-1,4'ten 2004 yılında %6'ya yükselmiştir. 2005 yılında büyüme oranı %2,4 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 24).

Tablo 24. Polonya'nın Temel Ekonomik Göstergeleri

	2001	2002	2003	2004	2005
Büyüme Hızı (%)	-1.4	0.9	2.7	6	2.4
İşsizlik Oranı (%)	18.3	19.9	19.6	19	17.7
Cari Açık/GSMH (%)	-2.8	-2.5	-2.1	-4.2	-1.4

Kaynak: Yazar tarafından, ilgili ülkenin merkez bankasının ve istatistik enstitüsünün yayınladığı yayınlar ile IMF'nin yayınladığı "World Economic Outlook" doğrultusunda düzenlenmiştir.

Polonya deneyiminden çeşitli dersler çıkarabiliriz: Bunlardan ilki, finansal piyasaların sığ ve reel sektörün kırılgan olduğu geçiş dönemlerinde Merkez Bankası, uyguladığı eklektik politika ve sterilize edilmiş döviz piyasası müdahaleleri ile ulusal paranın şok değer kazanmasından reel sektörü koruyabilmiştir. İkincisi, finansal piyasalar gelişirken döviz piyasası müdahalelerinin gittikçe daha az etkin olduğu görülmüştür. Üçüncüsü, aşamalı dalgalı döviz kuru rejiminden, finansal piyasaların gelişmesinden ve verimlilik artışından sonra, tam teşekküllü enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Polonya deneyimi tedrici olarak dalgalı döviz kuru sistemine geçilmesi yüksek döviz kuru oynaklığı ve ulusal paranın aşırı değerlenmesiyle mücadele edilmesine yardımcı olmuştur⁴¹³. Genel olarak bir değerlendirme yaptığımızda, Polonya deneyimi Merkez Bankası bağımsızlığı ve diğer yasal düzenlemeler yanında özellikle kamu maliyesini iyileştirmeye yönelik düzenlemelerin enflasyon hedeflemesi politikasının başarısı için önemli bir önkoşul olduğunu göstermiştir. Ayrıca diğer kamu kesimlerinin de enflasyon hedefine ulaşmada Merkez Bankası'na yardımcı olması

⁴¹²Pruski And Szpunar, **a.g.m.**, p. 260.

⁴¹³Işık ve Duman, **a.g.m.**, s. 83.

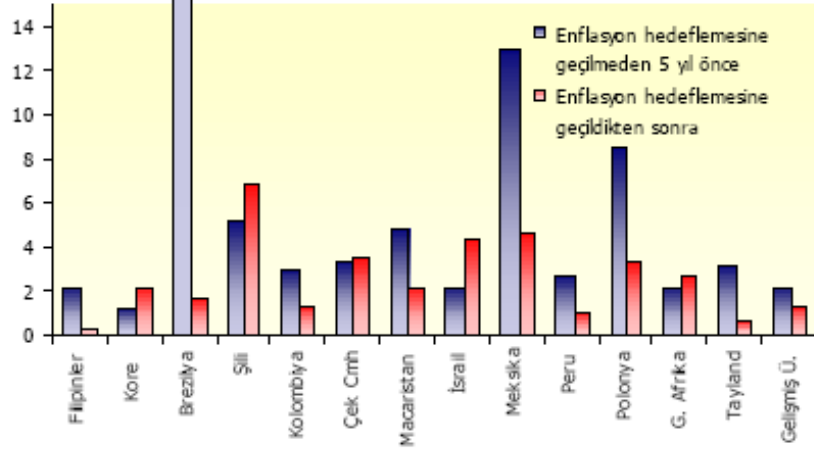
gerektiği anlaşılmıştır. Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi ile birlikte dalgalı kur rejimini uygulayan Polonya enflasyonu düşürmede oldukça başarılı olmuştur. Polonya deneyimi göstermektedir ki dalgalı kur rejimi ile birlikte uygulanan enflasyon hedeflemesi orta ölçekli bir ekonomi için istikrar ve güvenli bir nominal çapa işlevi görmektedir.

Buraya kadar ele alınan gelişmekte olan ülke deneyimlerinden elde edilen sonuçlar ile enflasyon hedeflemesinin performansını değerlendiren birçok çalışmadan çıkarılan sonuçlar⁴¹⁴ karşılaştırıldığında; enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerde, enflasyon oranlarının, enflasyon beklentilerinin ve faiz oranlarının düştüğü, ayrıca bu değişkenlere ait oynaklıkların (değişkenliğin) da azaldığı tespit edilmiştir. Böylece büyümenin artırılması ve işsizliğin azaltılmasına yardımcı olacak sağlıklı bir ortamın yaratılması mümkün olabilmektedir.

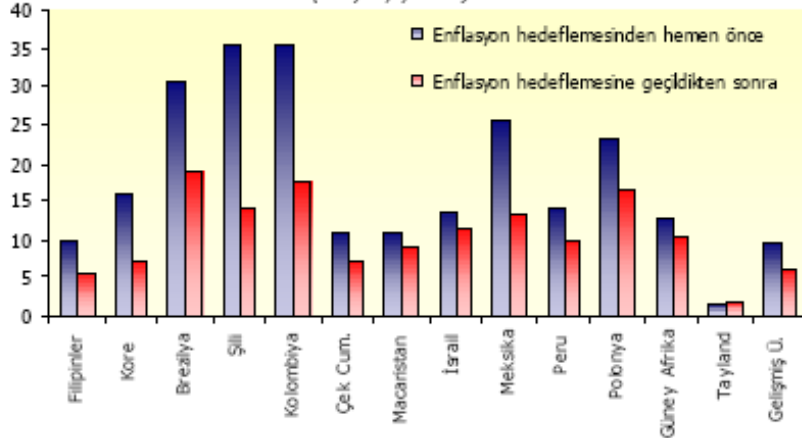
⁴¹⁴Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin ekonomik performansını değerlendiren çalışmalardan: Vittorio Corbo and Klaus Schmidt-Hebel'in "Inflation Targeting in Latin America," **Central Bank of Chile Working Papers**, No: 105, September 2001, pp. 1-67 isimli makalesinde, enflasyon hedeflemesini uygulayan Latin Amerika ülkelerinde, hedefleme süresince enflasyon oranlarını dikkate değer bir şekilde düşürüldüğünü tesbit etmişlerdir. Ayrıca enflasyon hedeflemesinden sonra üretim değişkenliği enflasyon hedeflemesini uygulamayan sanayileşmiş ülkelere göre daha düşük düzeylerde kaldığında tespit etmişlerdir; Klaus Schmidt-Hebel and Matias Tapia'in "Inflation Targeting in Chile," **North American Journal of Economics and Finance**, Vol. 13, No. 2, August 2002, pp. 125-146 isimli makalesinde, Enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkeler için kullanılabilir ve güvenilebilir bir politika seçeneği olduğunu iddia etmektedirler. Ayrıca, Para politikasında kredibilitenin sağlanmasında ve istikrar politikalarının maliyetinin düşürülmesinde etkili bir parasal strateji olma rolünü üstlenebileceği iddia edilmektedir; Jeffery D. Amato and Stefan Gerlach'in "Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade" **European Economic Review**, Vol. 45, June 2002, pp. 781-790 isimli makalesinde, enflasyon hedeflemesinin, uygulanabilirlik açısından istek, kararlılık ve sıkı takip gerektiren bir dizi politikanın birlikte uygulanması ve takibi ile istenilen sonucu verebilecek bir politika olduğu iddia edilmektedir; Jiri Jonas and Frederic S. Mishkin'in "Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects," **NBER Working Paper Series**, No. 9667, April 2003, pp. 1-61 isimli makalesinde, Şu aşamada geçiş ekonomilerinde enflasyon hedeflemesinin başarılı olup olmaması konusunda yapılacak değerlendirmeler için vaktin henüz erken olduğunu bununla birlikte, geçiş ekonomilerinde hedeflerin zaman zaman tutturulabildiği, enflasyonu düşürme konusunda ciddi başarıların sağlanabildiği, buna karşılık enflasyon değişkenliğinin ise yüksek olduğunu tespit etmişlerdir; Klaus Schmidt-Hebel and Alejandro Werner'in "Inflation Targeting in Brazil, Chile and Mexico: Performance, Credibility and The Exchange Rate" **Central Bank of Chile Working Papers**, No: 171, August 2002, pp. 1-50 isimli makalesinde, üç ülkede de, enflasyon hedefinin başarılı bir şekilde tutturulduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca enflasyonun düşürülmesi maliyetinin bir göstergesi olarak kabul edilen özveri oranı ve üretim değişkenliği düşük düzeylerde kaldığı ve para politikasında kredibiliteninde büyük ölçüde sağlanabildiğini tespit etmişlerdir.

Grafik 3. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ekonomik Performansı

ENFLASYONDAKİ ORTALAMA DALGALANMA
(3 aylık ortalama enflasyondaki yıllık yüzde değişimin 3 aylık standart sapması)



KISA VADELİ NOMİNAL FAİZ ORANLARI
(3 aylık, yüzde)



Kaynak: TBB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para Ve Döviz Kuru Politikası**, Aralık 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr>, s. 9.

Hemen belirtelim ki, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan hiçbir ülkenin başarısızlık nedeniyle bu uygulamaya son vermemesi ve bu stratejiyi uygulayan ülkelerin büyük bir kısmının da gelişmekte olan ülkelere dönüşmesi bu durumu daha da önemli hale getirmektedir. Nitekim 1990 yılında Yeni Zelanda ile başlayan enflasyon hedeflemesi günümüzde, son olarak Türkiye'nin de katılımı ile 23 ülke tarafından kullanılan bir para politikası stratejisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle 1998 yılı ve sonrasında gelişmekte olan ülkeler tarafından ağırlıklı olarak tercih edilmesinin temelinde bu stratejiden elde edilen başarılı sonuçların yattığını söyleyebiliriz.

3.3.7. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ayırt Edici Özellikleri

Buraya kadar yapmış olduğumuz incelemeler neticesinde, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan gelişmekte olan ülke deneyimleri şu yedi ayırt edici gerçeği ortaya koymaktadır.

1. Enflasyon hedeflemesine geçiş aşamalı veya hızlı olabilmektedir. Birçok ülke enflasyon hedeflemesinin önkoşullarını tam olarak sağlamadan bu stratejiyi benimsemiştir. Örneğin, Şili ve İsrail 1990'lar boyunca enflasyon hedeflemesiyle birlikte döviz kuru çapasını da kullanmış; diğer birçok ülke de şeffaflık ve hesap verebilirliği tamamen sağlamadan enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamıştır. Buna karşın Brezilya ise, en başından enflasyon hedeflemesi rejiminin bütün koşullarını yerine getirerek enflasyon hedeflemesine geçmiştir⁴¹⁵.

2. Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi aşamasındaki enflasyon oranı, ılımlı derecede yüksek düzeylerle, çok düşük düzeyler arasında sıralanmaktadır. Örneğin, enflasyon hedeflemesine geçen ilk gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan, Şili ve İsrail %15-25 seviyelerinden; Brezilya ise, %6'lardan enflasyon hedeflemesine başlamıştır⁴¹⁶.

3. Enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru sistemine geçmeden önce veya geçilmesiyle birlikte başta merkez bankasının bağımsızlığı olmak üzere, finansal denetleme ve düzenleme kurumları aracılığıyla sağlıklı finansal sistemin geliştirilmesi, sürdürülebilir maliye politikası ve yapısal reformlar uygulamaya konulmaktadır. Yüksek kredibiliteye sahip merkez bankaları, enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru sisteminde hem enflasyonu düşürmede hem de ekonomik büyümeyi arttırmada büyük başarı kazanmışlardır⁴¹⁷.

⁴¹⁵Mishkin and Schmidt-Hebbel, **a.g.m.**, pp. 2-4.

⁴¹⁶Bernanke et al, **a.g.e.**, p. 297.

⁴¹⁷Işık ve Duman, **a.g.m.**, s. 83.

4. Enflasyon hedeflemesiyle birlikte dalgalı döviz kuruna geçiş, yarattığı piyasa disiplini ile riske karşı korunma güdüsü, gelişmekte olan ülkelerde türev piyasalarının (options, forward, futures, döviz swapları gibi) hızla gelişmesine neden olmuştur. Türev piyasalarının gelişmesi, dış şokların etkisiyle birlikte döviz kurundaki oynaklığı ve aşırı reaksiyonları azaltmış ve döviz piyasalarında istikrarı sağlamıştır. Bu da enflasyon hedeflemesinde para politikasının etkinliğini arttırmıştır⁴¹⁸.

5. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde, seçilen fiyat endeksi, hedef aralığının genişliği, hedef horizonu, kaçınma şartları, hedef sapmalarının hesap verebilirliği, amaç bağımsızlığı ve politika uygulamalarının şeffaflık ve hesap verebilirliğine ilişkin düzenlemeler de önemli değişiklikler göstermektedir⁴¹⁹.

6. Gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesi deneyimleri, bu stratejiyi benimseyen ülkelerde enflasyonu düşürmede başarılı sonuçlar alındığını ortaya koymaktadır. Nitekim bu stratejiyi benimseyen ülkelerde, enflasyon oranlarının ciddi bir biçimde düştüğü, enflasyondaki ataletin ve oynaklığın azaldığı, bekleyişler üzerindeki etkisi nedeniyle risk primleri ve faiz oranlarının önemli ölçüde düştüğü, büyümenin olumlu etkilendiği ve makroekonomik şokların enflasyonist etkisinin azaldığı görülmüştür⁴²⁰. Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejiminin ekonomik performansı olumsuz etkilediğine dair herhangi bir kanıt da bulunamamıştır.

3.4. 2007 VE 2008 KÜRESEL KRİZ DÖNEMİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

2007 yılına gelindiğinde ise uluslararası piyasalarda artan emtia, gıda ve enerji fiyatları ile ekonomilerde kaydedilen yüksek büyüme oranları nedeniyle dünya genelinde enflasyonist baskı artmıştır. Özellikle petrol ihraç eden ülkelerin, petrol fiyatlarındaki yükselişler nedeniyle artan gelirlerine paralel olarak harcamalarını da

⁴¹⁸A.e., s. 84.

⁴¹⁹Mishkin and Schmidt-Hebbel, a.g.m., pp. 2-4 ve Bernanke et al, a.g.e., p. 297.

⁴²⁰TBB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para Ve Döviz Kuru Politikası," s. 9.

artırmaları, ekonomilerinin ısınmasına neden olmuş, bu durum da enflasyon riskini artırmıştır. Gelişmiş ekonomilerde ise, her ne kadar enflasyon kontrol altında tutulmuş olsa da 2007 yılı sonuna doğru artan enerji ve gıda fiyatları nedeniyle enflasyonist baskı kendisini hissettirmiştir. Bu çerçevede, Amerika, 1990 yılından itibaren en yüksek enflasyon oranı 2007 yılında yaşanmış ve yılsonu itibariyle enflasyon oranı %4,1 olarak gerçekleşmiştir. Avrupa Birliği'nde de yıllık enflasyon 2006 yılında %2,2 iken 2007 yılında %3,2 olarak gerçekleşmiştir⁴²¹.

Çin'de artan iç talep nedeniyle enflasyon oranlarında önemli sıçramalar yaşanmış, 2007 yılı başında yıllık tüketici enflasyonu %2,2 iken, yılsonunda %6,9'a çıkmıştır. Ayrıca, enflasyon oranı Rusya'da %9'dan %12'ye, Brezilya'da %2,9'dan %4,5'e Güney Kore'de ise %2,1'den %3,6'ya çıkmıştır. Avrupa Birliği içerisinde yer alan Bulgaristan, Romanya, Estonya, Litvanya ve Letonya gibi gelişmekte olan ülkelerde de enflasyon oranlarının arttığı görülmektedir. AB'de Aralık 2007 itibariyle yıllık enflasyon oranı %3,2 olmuştur. En düşük enflasyon oranı %1,6 ile Hollanda'da görülürken, en yüksek oran ise %14 ile Litvanya'da görülmüştür⁴²².

Orta doğuda ise durum, İthalat fiyatlarındaki yükselmeler, doların değer kaybetmesi ve kaynak kullanım oranlarının artması, bölge ekonomilerinde enflasyonist baskıların oluşmasına neden olmuştur. 2005 yılında %6,9, 2006 yılında %7,5 olan enflasyonun 2007 yılında %10,8'e civarında gerçekleşmesine neden olmuştur⁴²³.

IMF tarafından yayınlanan "Dünya Ekonomik Görünümü-Ekim 2007" – (World Economic Outlook – October 2007) adlı rapora göre gıda fiyatlarında meydana gelen artışların, genel enflasyona olan etkisi dünyada %36,4, gelişmiş ekonomilerde ise %18,4 olarak tahmin edilmektedir.

⁴²¹DTM, 2007 Yılı Ocak-Aralık Dönemi İhracatının Genel ve Sektörel Değerlendirilmesi, İhracat Genel Müdürlüğü Ar-Ge ve Değerlendirme Genel Dairesi, Şubat 2008, (Çevrimiçi) <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/IHR/2007yillik.doc> s. 3.

⁴²²DTM, a.g.r., ss. 3 ve 11.

⁴²³DTM, a.g.r., s. 18.

Yukarıda değinilen dünyadaki gelişmeler doğrultusunda 2007 yılında enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkeler içerisinde 2003 yılına kıyasla tablo 11'den de izlenebileceği gibi, özellikle İsveç, İsviçre, İzlanda, Yeni Zelanda, Norveç, Güney Afrika, İsrail, Çek Cumhuriyeti ve Tayland gibi ülkelerde enflasyon oranında %100'ün üzerinde artışların gerçekleştiği görülmektedir. Ayrıca, Tablo 25'den de izlenebileceği gibi, 2007 yılı için enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin neredeyse yarısı enflasyon hedeflerinden sapmıştır.

2008 yılına gelindiğinde ise durum daha da vahim bir hal almış ve ABD'de dünyanın dev yatırım bankalarının ve finans kuruluşlarının batması (Lehmann Brothers) ya da devletçe el konularak kurtarılması (Merril Lynch ve AIG) ile sonuçlanan ve serbest piyasa ekonomisinin uygulandığı hemen hemen bütün ülkeleri etkisi altına alan bir ekonomik krizin içine girilmesine neden olmuştur.

2007 yılının Ağustos ayında konut kredisi piyasasında yüksek riskli konut kredilerine ilişkin olumsuz gelişmelere bağlı olarak oluşan finansal krizin etkileri, 2008 yılının yaz aylarında ikinci el konut kredisi piyasasında faaliyet gösteren ve hükümetçe desteklenen FannieMae ve FreddieMac'in finansal yapılarına ilişkin endişeler nedeniyle tekrar yükselişe geçmiştir. Artan endişelerin küresel finansal piyasalarda yarattığı bozulma, önceki dalgalanmalardan görece olarak daha az etkilenen finansal olmayan sektörleri ve gelişmekte olan ülkeleri içine alacak şekilde genişlemeye başlamıştır⁴²⁴.

Alınan önlemlere rağmen söz konusu endişelerin giderilememesi sonucu, 7 Eylül 2008 tarihinde FannieMae ve FreddieMac'in yönetimini Federal Emlak Finansmanı Otoritesi (Federal Housing Finance Agency-FHFA)'nin devralmasıyla finansal kriz yeni bir boyuta ulaşmıştır. Nitekim 15 Eylül 2008 tarihinde finansal kuruluşlardan Lehman Brothers şirketi iflasını açıklamış, 16 Eylül 2008 tarihinde American International Group (AIG) adlı dünyanın en büyük sigorta şirketinin hisse senetleri yüzde 60 değer kaybetmiş ve ABD Merkez Bankası (Fed) tarafından yüksek

⁴²⁴TCMB, **Enflasyon Raporu 2008-IV**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr> s. 9.

miktarda mali destek sağlanmıştır. Bu gelişmelerin yanısıra, diğer büyük yatırım şirketlerinin de mevduat kuruluşlarına sağlanmakta olan Fed'in kısa dönemli likidite imkanlarından yararlanma istekleri risk algılamasını artırmış ve dünya genelinde bankalararası para piyasaları kilitlenerek fonlama maliyetleri yükselmiştir⁴²⁵.

Sonuç olarak, bu gelişmelerin etkilerinin ABD ekonomisiyle sınırlı kalmaması, finansal krizin küresel ölçekte bir krize dönüşebileceğini göstermiştir. Nitekim Avrupa'nın finansal kuruluşlarının da ABD'deki gibi kurtarılması gereği ortaya çıkmış ve buna bağlı olarak küresel piyasalarda sistemik risk artmıştır. Sistemik riskin artması sonucunda gözlenen küresel finansal sistemdeki bozulmanın reel sektöre yansımaları, artan fonlama maliyetleri ve daralan kredi imkanları kanalıyla ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede kredi piyasalarında arz yönlü daralmanın artarak devam etmesi, krizin finansal olmayan sektörleri ve gelişmekte olan ülkeleri daha fazla etkilemesi olasılığını artırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki kırılmalıklar bölgeden bölgeye farklılık göstermekle birlikte, küresel krizin olumsuz etkilerinin bankacılık sektörü ve bütçe yapısı sağlam olmayan, kısa vadeli sermaye girişlerinin ağırlıklı olduğu, döviz kurundaki değişimlere duyarlı ekonomilerde kendini daha fazla hissettirebileceği görülmektedir⁴²⁶.

⁴²⁵TCMB, A.g.r., s. 9.

⁴²⁶TCMB, A.g.r., ss. 9-10.

Tablo 25. 2007-2008 Döneminde Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Elde Ettiği Sonuçlar

Gelişmiş Ülkeler					
Ülke Adı	2007-2008 Hedefleri (%)	2007 Yılı Sonu Gerçekleşen Enflasyon Oranları (%)	Sonuç	2008 Yılı Sonu Enflasyon Tahminleri (%)	Sonuç
Avustralya	2-3	3.0	Başarılı	5	Başarısız
İngiltere	2 (+/-1)	3.2	Başarısız	4.5	Başarısız
İsveç	2 (+/-1)	3.5	Başarısız	4.5	Başarısız
İsviçre	< 2	2.0	Başarılı	2.9	Başarısız
İzlanda	2.5 (+/-1,5)	5.9	Başarısız	15.9	Başarısız
Kanada*	1-3	2.1	Başarılı	3.4	Başarısız
Norveç	2.5 (+/-1)	2.8	Başarılı	5.3	Başarısız
Yeni Zelanda	0-3,5	3.2	Başarılı	5.1	Başarısız
Gelişmekte Olan Ülkeler					
Brezilya	4.5 (+/-2)	4.5	Başarılı	6.4	Başarılı
Çek Cum.	3 (+/-1)	2.8	Başarılı	6.6	Başarısız
Filipinler	4.5-5.5	2.8	Başarılı	11.2	Başarısız
Güney Afrika	3-6	7.1	Başarısız	13.1	Başarısız
İsrail	1-3	3.4	Başarısız	11.4	Başarısız
Kolombiya	3.5-4.5	5.7	Başarısız	7.9	Başarısız
Güney Kore	3 (+/-0.5)	2.5	Başarılı	5.7	Başarısız
Macaristan	3 (+/-1)	8.0	Başarısız	11.5	Başarısız
Meksika	3 (+/-1)	3.8	Başarılı	5.8	Başarısız
Peru	1-3	3.9	Başarısız	6.5	Başarısız
Polonya	2.5 (+/-1)	2.5	Başarılı	4.3	Başarısız
Şili**	2-4	7.8	Başarısız	9.9	Başarısız
Tayland	0-3.5	2.3	Başarılı	3.9	Başarısız
Romanya	4 (+/-1)	6.6	Başarısız	8.3	Başarısız
Türkiye	4 (+/-2)	8.4	Başarısız	10.8	Başarısız

*Kanada MB'sı % 1-3 aralığının orta noktası %2'yi hedeflemektedir.

**Şili MB'sı 2001 yılından sonra %2-4 aralığının orta noktası olan %3'ü operasyonel hedef olarak kullanmaktadır.

Kaynak: NBR, **Quarterly Inflation Report (February-2008)**, (Çevrimiçi) http://www.bnr.ro/def_en.htm; NBP, **Inflation Report (October-2008)**, (Çevrimiçi) http://www.nbp.pl/en/publikacje/raport_inflacja/iraport_october2008.pdf ve Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin merkez bankalarının internet sitelerinde yer alan açıklamalar doğrultusunda düzenlenmiştir.

Nitekim 2008 yılı sonu itibariyle Küresel finans piyasalarındaki sorunların derinleşmesinden kaynaklanan belirsizlikler özellikle ABD doları likiditesine olan talebin olağanüstü düzeylere yükselmesine neden olmuş ve yakın dönemde Türkiye de dahil olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerin paralarında belirgin değer kayıplarına yol açmıştır. Dolayısıyla, içinde bulunduğumuz dönemde döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişkinin varlığı ve uluslararası emtia fiyatlarının yüksek seyri bütün dünyada enflasyon üzerinde baskı oluşturmaya devam etmiştir. Tablo 25'den de

izlenebileceği gibi, 2008 yılı için enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin Brezilya hariç hepsinde enflasyon hedefleri belirgin olarak aşılmıştır.

Bununla birlikte, IMF tarafından yayınlanan “Dünya Ekonomik Görünümü-Nisan 2008” – (World Economic Outlook – April 2008) adlı rapora göre IMF’nin Ekim ayı başında %3 olarak açıkladığı 2009 yılı büyüme hızı tahminini yaklaşık bir ay içinde -daha evvel örneği görülmemiş bir şekilde- %2,2’ye revize etmesi de tahminlerin ötesinde daha derin ve daha uzun sürecek bir krize işaret ettiğinin göstergesi sayılabilir. IMF, artık 2009’da neredeyse bütün gelişmiş ülkelerde negatif büyüme bekliyor. Buda kaçınılmaz olarak işsizlik oranlarında artışı beraberinde getirecektir.

Tablo 26. IMF’nin 2008-2009 Büyüme Tahminleri

Büyüme Hızları (%)	2008 Yılı Tahminleri			2009 Yılı Tahminleri		
	Kasım '08	Ekim '08	Fark	Kasım '08	Ekim '08	Fark
Dünya	3.7	3.9	-0.2	2.2	3.0	-0.8
ABD	1.4	1.6	-0.1	-0.7	0.1	-0.8
Euro Bölgesi	1.2	1.3	-0.1	-0.5	0.2	-0.7
Japonya	0.5	0.7	-0.2	-0.2	0.5	-0.7
Gelişmekte Olan Piyasalar	6.6	6.9	-0.3	5.1	6.1	-1.0
Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri	4.2	4.5	-0.3	2.5	3.4	-0.9

Kaynak: IMF, **World Economic Outlook – April 2008**, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/text.pdf>

Sonuç olarak, Önümüzdeki döneme ilişkin riskler arasında, dünya ekonomisindeki belirsizlikler, ekonomideki ve kredi olanaklarındaki olası daralmalar ile petrol ve gıda fiyatlarındaki yükselişlerin yaratacağı enflasyonist baskılar öne çıkmaktadır⁴²⁷. Önümüzdeki bütün bu olumsuz tabloya rağmen, Asya krizi gibi bir krizle test edilmiş olan enflasyon hedeflemesinin, 2008 küresel kriz dönemini

⁴²⁷DTM, “2007 Yılı Ocak-Aralık Dönemi İhracatının Genel ve Sektörel Değerlendirilmesi,” s. 18.

başarıyla atlatabilmesi, ilerleyen yıllarda enflasyon hedeflemesinin başarısının daha sağlıklı bir şekilde değerlendirilebilmesi açısından önem teşkil etmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

Enflasyon hedeflemesinin, parasal büyüklük, faiz oranı, Nominal GSMH ve döviz kuru hedeflemesi stratejileri ile karşılaştırıldığında, güvenilir bir para politikası çerçevesinin tüm niteliklerine sahip ve daha etkili bir strateji olduğu çalışmanın birinci ve ikinci bölümlerinde yer verilen tartışmalarda ortaya çıkmıştır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin başarısı da bu ülkelerde enflasyon hedeflemesinin ekonomik performansına bakılarak üçüncü bölümde yer verilen tartışmalar neticesinde ortaya konmuştur. Bu noktada, enflasyon hedeflemesi rejiminin, önkoşulların sağlanması halinde gelişmekte olan ülkelerde, alternatif para politikası stratejileri arasında en etkili strateji olduğu tezinin, Türkiye ekonomisi için de geçerli olup olmadığının veya nasıl geçerli olabileceğinin tartışılması gerekmektedir. Bu çerçevede, önce Türkiye’de 1980 yılından günümüze kadar uygulanan para politikalarına yer verilecek, daha sonra da 2006 yılında, enflasyon hedeflemesi rejimine önkoşulların büyük ölçüde sağlandığını düşünerek uygulamaya geçen Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının, bu stratejiye geçişte optimal zamanlamanın tercihinde önkoşulların ne oranda gerçekleştiği ve uygulama çerçevesinin düzenlenmesi ve işleyişine ilişkin meseleler Türkiye ekonomisi bağlamında tartışılacaktır. Son olarak da, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin ekonomik performansına bakılarak çalışma tamamlanacaktır.

4.1. TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI VE ENFLASYONUN ÖNLENEMEYEN YÜKSELİŞİ

Türkiye’nin enflasyonla mücadele politikası 1970’lere kadar uzanmakla birlikte, 1990’lı yıllar bu açıdan önemli gelişmelerin yaşandığı bir dönem olarak karşımıza çıkmaktadır. 1980’lerin sonunda etkin para politikası uygulamaları için gerekli olan altyapının hazırlanmasına rağmen; mali disiplinin henüz sağlanamaması, siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar ve beraberinde gelen yüksek faiz uygulamaları, bankacılık sisteminin kırılgan yapıdan kurtulamaması ve yapısal reformların gerçekleştirilememesi gibi nedenler, 1990’lı yıllara gelindiğinde, finansal piyasalardaki istikrara önem veren politikalara öncelik tanınmasını sağlarken, para politikasında da değişimleri beraberinde getirmiştir.

Türkiye’de 1970’lerde başlayan ve otuz yıla varan kronik enflasyonist süreçte uygulanan çeşitli istikrar politikaları sadece geçici çareler olmuş ve enflasyon ekonomi için öncelikli sorun olmaya devam etmiştir. Türkiye’de 1970’lerin sonundan, yakın dönemlere kadar devam eden yüksek enflasyon oranlarının nedenlerini şöyle sıralayabiliriz⁴²⁸:

1. Kamu sektörünün yüksek seviyedeki bütçe açıkları,
2. Kamu sektörünün bütçe açıklarının monetizasyonu,
3. Güneydoğu Anadolu Projesi gibi çeşitli hükümet yatırımları için gerekli altyapını yüksek seviyelerde olması,
4. Jeopolitik nedenlerle birlikte askeri harcamaların yüksek olması,
5. Her genel seçim öncesi uygulanan popülist politikalardan dolayı enflasyonist baskıya neden olan politik istikrarsızlık,
6. Ekonomik ajanların sürekli enflasyonist beklentilerin içerisinde olması,
7. İthalat girdilerinin fiyatlarındaki artış yoluyla döviz kurlarındaki değişikliklerin enflasyonist etkileri,

⁴²⁸Aykut Kibritçioğlu, “Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation,” **University of Illinois Working Paper Series**, No. 01-0115, October 2001, pp. 43-44.

8. Özellikle ham petrol gibi önemli ithalat girdilerinin dünya fiyatlarındaki artışlar,
9. Ülkedeki özel sektör tarafından girdi olarak kullanılan kamu sektörü üretimlerinin düzenlenmiş fiyatlarındaki artışlar,
10. Faiz oranlarındaki artış sonucu ortaya çıkan dışlama etkisi ve kamu sektörünün yurtiçi sermaye piyasalarından borçlanmaya başlaması

4.1.1. 1980 – 1985 Dönemi

1979-1983 yıllarını kapsayan dördüncü plan döneminin ilk iki yılında enflasyon kontrolden çıkmış, 24 Ocak 1980’de yürürlüğe konan istikrar tedbirlerine rağmen ekonomi tarihimizde ilk kez 1946’da %104 olan üç rakamlı enflasyon 1980’de %107 olmuştur. 1980-1983 yılları arasında yürürlüğe konan ve IMF ile imzalanan stand-by anlaşması çerçevesinde belirlenen önlemlerin başlıcaları şöyledir⁴²⁹:

1. Para arzının kısılması ve ‘serbest faize’ geçilmesi,
2. Türk Lirasının yüksek oranda devalüe edilmesi,
3. Kamu harcamalarının kısılması, bütçe açığının küçültülmesi,
4. KİT ürünlerine açıklarını kapatmaları için zam yapma yetkisinin verilmesi,
5. Sübvansiyonların asgariye indirilmesi ve fiyat kontrollerinin azaltılması,
6. Esnek kur, günlük döviz kuru uygulamasına geçilmesi,
7. Yabancı sermaye girişini hızlandıracak önlemlerin alınması,
8. İhracata dayalı sanayileşmeyi özendirirken, ihracata (vergi, ucuz kredi ve döviz kullanım kolaylıkları) sürekli destek verilmesi.

Temmuz 1980’de mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır. Konjonktürü izleyen bir kur politikasıyla birlikte uygulanacak olan pozitif reel faiz politikasının,

⁴²⁹Erdoğan Tokgöz, **Türkiye’nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914 - 1999)**, Ankara, İmaj Yayınevi, 1999, ss. 174-175.

bir yandan para talebini yükselterek fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olması, diğer yandan da kaynak dağılımındaki düzensizlikleri gidererek ekonomik büyümeye katkıda bulunması düşünülmüştür. Reel faiz oranları 1981’de pozitif düzeye çıkarken, büyük bankaların faiz oranlarını reel pozitif alanda tutma konusundaki isteksiz davranışlarından dolayı mevduat faiz oranlarını belirleme yetkisi TCMB’ye verilmiştir⁴³⁰.

24 Ocak 1980 kararlarına kadar, kontrollü ve katlı kur politikası uygulayan Türkiye, bu tarihte aldığı kararlar çerçevesinde, ‘daha gerçekçi ve esnek’ bir kur rejimine geçmeye karar vermiştir. Bu kapsamda, TL, yabancı paralar karşısında yaklaşık olarak %50 civarında devalüe edilmiş ve kimyasal gübre ithalatı dışında katlı kur uygulamaları kaldırılmıştır. Ayrıca, ihracatçılara tanınan döviz tahsisi uygulaması hammadde ve ara malı ithalatçılarına da tanınmıştır. 1984 yılında kur rejiminde çok önemli bir değişiklik yapılarak yerleşiklere, ticari faaliyetler karşılığında edinilmiş dövizlerin bankalarda mevduat olarak tutulması imkanı getirilmiştir⁴³¹.

1980-1982 yıllarında, kamu kesimi finansman ihtiyacının istikrar programında öngörüldüğü şekilde azaltılmasına bağlı olarak, rezerv para artışı hedeflenen düzeylerde tutulabilmiştir. Bu yıllarda parasal genişlemenin kontrol edilmesi ve para talebinin artırılması şeklinde uygulanan para politikası fiyat artışlarının yavaşlamasına katkıda bulunmuştur. 1983 de ise, para ve maliye politikalarının gevşetilmesine bağlı olarak enflasyon hızının gerileme eğilimi tersine dönmüştür. 1984’te ödemeler dengesini iyileştirmek ve enflasyon hızını yavaşlatmak amacıyla yürürlüğe konulan ekonomik program uyarınca sıkı para politikası uygulamaya çalışılmış ve nominal faiz oranları önemli ölçüde yükselmiştir. Yine 1984 yılında para arzının hızını yavaşlatmak üzere, Merkez Bankasının verdiği reeskont kredileri durdurulmuş, disponibilitate oranı %10’dan %15’e yükseltilmiş,

⁴³⁰Mehtap Kesriyeli, “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri,” **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları**, Ankara, Araştırma Genel Müdürlüğü, No. 97/4, Mart 1997, ss. 4-5.

⁴³¹E. Alpan İnan, “Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye,” **Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu Yayınları**, Şubat 2002, s. 3.

zorunlu karşılıkların yatırılmayan kısmına uygulanan cezai faiz oranları artırılmıştır. 1985'te Merkez bankasının para arzını kontrolü, doğrudan rezerv paranın, dolaylı olarak da rezerv para çarpanının etkilenmesine dayanmaktadır⁴³².

4.1.2. 1986 – 1990 Dönemi

Para politikalarının uygulanması açısından 1986 yılı önemli bir dönemin başlangıcı olmuştur. 1986 yılı öncesinde para politikası; özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapılarına doğrudan müdahale yapılarak, özel sektörün kredi taleplerini ve devletin borçlanma taleplerini kontrol etmeye yönelik olarak uygulanmaktaydı. Bunun yanında kamu finansman gereğinin merkez bankası kaynaklarından karşılanması, para politikasını bütçe politikasına bağımlı kılmaktaydı. Özel kesimin kredi talepleri ticari bankalarca karşılanmaktaydı, faizler esnek değildi ve öncelikli kredi talepleri de otomatik reeskont sistemiyle karşılanmaktaydı ve bu yapıda para arzının artışı büyük ölçüde toplam kredi talebine bağlı kalmaktaydı.

1986'dan sonra merkez bankası hem para arzının kontrolüne hem de faiz politikasının etkinliğini arttırmak amacıyla bankaların toplam rezervlerinin kontrolüne yönelmiştir. Merkez bankası bünyesinde bankalararası piyasaların kurulmasıyla beraber birçok kurumsal düzenleme yapılmıştır. Merkez bankası bilançosu büyüklüğünün parasal gelişmeler üzerindeki etkisi dikkate alınarak para politikası uygulaması, bu büyüklüğün kontrol altına alınmasına yönelik olarak şekillenmiştir. Kamu finansman açıklarının otomatik olarak merkez bankasına yansımaması için ilk adım olarak Mayıs 1985'te Hazinesinin ihaleli bono ve tahvil satışı sistemine geçilmiştir. Ayrıca ticari bankaların munzam karşılık ve disponibiliteler yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri için 1986 yılında ek düzenlemeler getirilmiştir. Bu bağlamda yapılan ek düzenlemeler şu şekildedir⁴³³:

⁴³² Kesriyeli, **a.g.m.**, ss. 7-8.

⁴³³ **A.e.**, ss. 9-10.

1. Nisan 1985'ten itibaren aylık yerine haftalık karşılık uygulamasına geçilmiş ve tesis etme süreci dört haftadan iki haftaya indirilmiştir,
2. 1 Ocak 1986'da yürürlüğe giren tebliğ ile mevduat bankalarının Merkez Bankasında buldukları munzam karşılıklara faiz verilmesi durdurulmuştur,
3. 1 Mart 1986 tarihli tebliğ ile munzam karşılık oranı %15'e düşürülmüş ve böylece Merkez Bankası bilançosundaki hareketler yoluyla para arzının kontrolü daha da kolaylaşmıştır.
4. Nakit ve benzeri varlıklarla ilgili olarak, 1 Ocak 1986 yılında yürürlüğe giren ve disponibl değerlerin aylık bazda yönetimini düzenleyen tebliğ, 6 Eylül 1986 yılında yürürlüğe giren tebliğ ile bu düzenlemeyi haftalık bazda olacak şekilde değiştirmiştir.

Yukarıda sayılan önlemlerle mevduat bankaları rezervlerinin yakından izlenmeleri sağlanmış, böylelikle bu rezervlerin açık piyasa işlemleri ile yönetilmesi için ilk adım atılmıştır. Öte yandan Merkez Bankası reeskont politikasını orta vadeli reeskont kredileri ile sınırlandırarak otomatik rezerv sağlama olanağını ortadan kaldırmıştır. Nisan 1986'dan itibaren de İnterbank (Bankalararası para piyasası) uygulamaya konulmuştur⁴³⁴.

Yıllık programdaki hedefler ve yeni para politikası çerçevesinde para arzı ve diğer parasal büyüklüklerin 1986 yılı içerisindeki gelişimini tahmin etmek amacıyla bir parasal program hazırlanmıştır. Bu parasal program altında, yıllık programın öngördüğü enflasyon ve büyüme hedefleri ile tutarlı olan M_2 para arzı artışı belirlenmiş ve bu artış ile reel faiz, reel kur gibi bir dizi makroekonomik değişkenle ilişkilendirilmiştir. Programlanan M_2 ve diğer parasal büyüklüklerdeki gelişmelere uyumlu rezerv para artışı Merkez Bankası bilançosunun aktif kalemleri olan kamu kesimine krediler, bankacılık kesimine krediler ve net dış varlıklardaki artışlar arasında paylaştırılmıştır. Bu paylaşım sırasında bankacılık kesimine verilecek krediler ve net dış varlıklardaki olası gelişmeler planlanmış ve geriye kalan bölüm

⁴³⁴Kesriyeli, a.g.m., s. 10.

kamu kesimine verilecek kredilerin üst sınırı olarak belirlenmiştir. Kısaca, 1986 yılı parasal programı belli bir M2 artışı hedef olarak alındığında bunu gerçekleştirecek rezerv para artışının ve dolayısıyla da Merkez Bankası iç ve dış varlıklarının programlanmasına dayanmıştır.

1986'da mali piyasalarda görülen önemli gelişmeler ise şöyledir:

1. 2 Nisan 1986'da bankalararası para piyasası kurulması,
2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) açılması,
3. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın izniyle piyasaya kazandırılan kısa vadeli araçlarla mali araçların çeşitlendirilmesi.

Bankalararası para piyasasının kurulması Merkez Bankasına parasal gelişmeleri yakından izleme olanağı sağlamıştır. İMKB'nin açılmasının da etkisiyle ikincil piyasalarda işlem hacmi belirgin bir artış göstermiştir. Bankalararası piyasaların kurulması, mali araçların çeşitlenmesi ve ikincil piyasaların genişlemesi Merkez Bankasının açık piyasa işlemlerine geçebilmesine ve para politikasının daha etkin yürütülmesine yardımcı olacak gelişmelerdir⁴³⁵. 1987 yılı, Merkez Bankasının klasik anlamda merkez bankacılığı işlemini yerine getirebilmesini sağlamak ve banka sistemlerinin toplam rezervlerinin kontrolüne dayalı para politikası uygulamasına geçişi hızlandırmak amacıyla kurumsal düzenlemelere hız verildiği yıl olmuştur.

Hemen belirtelim ki, 1987 yılına girilirken mevduat faizleri azaltılmıştır. Aynı yılın seçim yılı olması, kamu açıklarının 1985-1986 yılında ulaşılan makul düzeylerinin çok üstüne çıkması ve nihayet kamu borçlanma senetlerinin faiz oranlarının düşürülmesinin de etkisiyle yılsonunda finansal piyasalar spekülâtif bir dalganın altında kalmış ve Şubat 1988 kararlarına gelinmiştir. Şubat 1988 kararlarının iki ana ögesi vardır. Birincisi mevduat faizleri, munzam karşılık ve disonibilite oranlarının yükseltilmesidir. Paralel bir gelişme de kamu borçlanma senetlerinin faizlerinin yükseltilmesidir. Diğeri ise, özellikle vergi iadesinden yararlanan

⁴³⁵ A.e., ss. 12-13.

ihracatçıların kazandırdıkları dövizleri bankalara satma sürelerini kısaltmaya yönelik tedbirlerdir. Kısaca Şubat kararları para ikamesini tersine çevirerek merkez bankasına döviz akışını hızlandırmaya yöneliktir. Bu kararların sonucu olarak merkez bankasının likit döviz varlıkları artmaya başlamıştır⁴³⁶.

1988 yılına gelindiğinde ise gerekli seçici yatırımları sağlayamayan ve iç talebi kısalmaya yönelik olan uygulamalar ülkeyi resesyona sürüklemiş ancak enflasyonu düşürememiştir⁴³⁷. Eylül 1988'den itibaren finansal piyasalarda yeni bir spekülasyon dalgası başlamıştır. Merkez Bankasının müdahalesiyle Türkiye'de sekiz yıllık reel devalüasyon trendi iki yıllık bir süre için tersine çevrilmiştir. Bu gelişmeler iki açıdan farklıdır. Birincisi merkez bankası nezdinde kurulan bankalararası döviz piyasası çalışır durumdadır. Dolayısıyla merkez bankasının piyasaya doğrudan müdahale yapabilmesi kurumsal olarak olanaklıdır ve biriken likit döviz varlıkları nedeniyle de müdahale edebilecek durumdadır. İkinci olarak ise, müdahale gününden birkaç gün önce mevduat faizleri serbest bırakılmış bir hafta içinde bütün vadelerde ortalama 20 puan artmıştır⁴³⁸.

1989 yılındaki en önemli gelişme TL'nin konvertibl hale gelmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Bu yolla Türkiye'ye büyük oranlarda sermaye girişi olmuş ve TCMB rezervlerinde artışlar yaratmıştır. Ancak sermaye girişleri TCMB'nin faizler ve kur üzerindeki kontrolünü zayıflatmış ve TL değerlenmeye başlamıştır⁴³⁹. 1989 yılı sonlarına kadar merkez bankası kredileri bir para politikası aracı olarak değil, kalkınmanın finansmanı amacıyla selektif kredi politikasının bir aracı olarak kullanılmıştır. 1989 Ekim'de alınan bir kararla merkez bankasının orta ve uzun vadeli kredi açma uygulamasına son verilmiştir. Buna göre merkez bankası reeskont olanakları, bankacılık kesiminin likiditesini ayarlamak amacıyla açılan kısa vadeli kredilerle sınırlandırılmıştır. Bu nedenle reeskont kredileri selektif kredi politikası aracı olmaktan çıkartılarak sadece para politikasının yürütülmesi amacıyla

⁴³⁶İzzettin Önder, Oktar Türel, Nazım Ekinci ve Cem Somel, **Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, İstanbul, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1993, s. 194.

⁴³⁷Bülent Usta, **Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği**, Ankara, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezleri, Mayıs 2003, s. 44.

⁴³⁸Önder, Türel Ekinci ve Somel, **a.g.e.**, s. 194.

⁴³⁹Usta, **a.g.e.**, s. 45.

kullanılacak bir araç haline gelmiştir.

Son olarak, 11 Ağustos 1989'da "Türk Parası Kıymetini Koruma hakkındaki 32 Sayılı Karar" resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu karar 1980'li yılların başından itibaren yürütülen kambiyo rejimini liberalleştirme çalışmalarının önemli bir adımını oluşturmaktadır. Türk Lirası'nın konvertibl bir para durumuna getirmeyi amaçlayan 32 sayılı karar kambiyo düzenlemelerinin içerdiği kısıtlamaları büyük ölçüde yumuşatmıştır⁴⁴⁰.

4.1.3. 1990 – 1995 Dönemi

TCMB, 1990 yılında bilanço büyüklüklerinin hedeflemesine yönelik bir para programı hazırlamış, hükümetin etkin maliye politikalarının etkisiyle enflasyon oranı %63,6'ya kadar gerilemiştir. 1991 yılında Körfez Savaşı'nın etkisi ile bir para programı uygulamaya konulamamış, fiyat istikrarından ziyade finansal piyasalarda istikrar sağlanılmasına çalışılmıştır. 1992 yılında bir para programı açıklanmasına rağmen, bütçe açıklarının kontrol edilememesi ve bu açıkların önemli bir kısmının TCMB'den kısa vadeli avans imkanı ile finansmanı sonucunda kamu sektörü kredilerindeki artışlardan ötürü program uygulanamamıştır. 1993 yılında Körfez Savaşı'nın etkileri ve kamu borçlanma gereğinin sürmesi nedeni ile yine bir para politikası ilan edilememiştir. Özellikle 1989-1993 döneminde bütçe açıklarının kontrol altına alınamaması ve bu açıkların yoğun iç borçlanma ile finansmanı sonucunda faizler yüksek seyretmiş bu da ülkeye yoğun sıcak para girişlerine neden olmuş bu da TL'nin aşırı değerlenmesine yol açmıştır. Bir anlamda spekülasyon nitelikli kazançların önceliğine dayalı büyüme süreci 1993'ün sonunda başlayan güven bunalımı ile ülkeyi bir krize taşımıştır⁴⁴¹.

Merkez bankası 16 Ocak 1990'da parasal programını açıklamış ve kontrol edeceği büyüklüklerle ilgili olarak orta vadeli hedefler belirlemiştir. 1990 yılı

⁴⁴⁰Kesriyeli, **a.g.m.**, s. 20.

⁴⁴¹Usta, **a.g.e.**, s. 46.

programında merkez bankası para politikası M_1 , M_2 ve daha geniş tabanlı parasal büyüklüklerini değil, merkez bankası bilanço büyüklüğünün toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlık ve merkez bankası parası üzerine hedefler koyarak bunları denetim altına almak istemiştir. Merkez bankası 1990 yılı içinde yurtiçine olan döviz yükümlülüklerinin bir kısmını TL yükümlülüklerine dönüştürmek istemiştir.

1990 yılı parasal programı gerçekleştirmelerine bakıldığında merkez bankasının toplam iç varlıkları ve toplam iç yükümlülüklerinin hedefler içinde kaldığı, bilanço büyüklüğünün üst sınırı aştığı ve merkez bankası parasının ise hedef koridorunun alt sınırında kaldığı görülmektedir. Sonuçta parasal program hedeflerinin büyük ölçüde tutturulduğu buna bağlı olarak para piyasalarında istikrarın sağlandığı söylenebilir.

1991'de ortaya çıkan körfez krizi ve erken seçim kararının yarattığı belirsizlikler nedeniyle para politikasını uygulama açısından zor bir yıl olmuştur. Durum böyle olunca Merkez Bankası, parasal program ilan etmek yerine TL ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaç edinmiştir. Hem Türk Lirası hem de döviz mevduatlarından büyük çekilişler olmuştur. Bu mevduat çekilişleri kurları ve faizleri yükseltmiş, rezervleri azaltmıştır. Savaşın etkisiyle oluşan politik belirsizlik piyasaları olumsuz etkilemiş, bu da kurlar üzerinde büyük baskılar yaratmış bunun sonucunda döviz kurları enflasyondan daha hızlı artmış ve TL değer kaybetmiştir. Ayrıca kamu finansman açığının denetim altına alınamaması da parasal büyüklüklerin kontrolünü güçleştirmiş ve parasal programın açıklanmasını olanaksız kılmıştır⁴⁴².

1992'de Merkez Bankası orta vadeli hedefleri çerçevesinde yeni bir parasal program ilan etmiştir. Ancak, kamu açıklarının kontrol edilememesi, Hazinesin yılın ilk aylarında kısa vadeli avans limitinin sınıra gelmesi ve bu gelişmelere paralel olarak kamu sektörüne verilen kredilerin hızla artması sonucunda Merkez Bankasının

⁴⁴²Kesriyeli, a.g.m., s. 23.

para programı hedeflerine uyması olanaksız hale gelmiş, bunun yerine döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaların giderilmesine çalışılmıştır⁴⁴³.

Artan likiditenin döviz piyasasına baskı yaratmasını engellemek için Merkez Bankası bir yandan açık piyasa işlemleri yoluyla aşırı likiditeyi çekerken diğer taraftan da döviz satarak döviz piyasasına müdahalede bulunmuştur. Bu nedenle açık piyasa işlemlerinden dolayı yükümlülükleri artmış ve para programı hedef değişkenleri arasında yer alan Merkez Bankası parası program hedefinin çok üzerinde olmuştur. Kamu açıklarının denetim altına alınmamasının parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması nedeni ile Merkez Bankası 1993'te parasal program açıklamamıştır. Bunu yerine Merkez Bankası finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasını ön planda tutmuş, kur ve faizlerin istikrarlı hareketini amaçlamıştır. Böylece artan likiditenin kurlar üzerindeki baskısı rezerv kaybına yol açmadan kontrol edilmeye çalışılmıştır⁴⁴⁴.

Nitekim bütçe açıklarının ve dış ticaret açığının büyümesi ve bütçe açıkları ile yüksek reel faizler dolayısıyla kamu borçlarının, özellikle iç borcun katlanarak artması, 1994 yılında Türkiye'yi krize sürüklemiştir. Ülkede bulunan sıcak paranın kısa sürede çıkması ile gecelik borçlanma oranları %1000'in üzerine çıkmıştır. TL'nin 27 Ocak 1994 tarihinde %13,6 oranında devalüe edilmesinden sonra bile TCMB rezervleri 4 milyar dolar azalmıştır. TL'nin aşırı değer kaybı, TÜFE enflasyonunu 1994 yılı sonunda %110,7'ye fırlamasına neden olmuştur⁴⁴⁵.

Bu krizin hemen ardından kamu borçlanmasını azaltmayı ve ihracatı arttırmayı hedefleyen daraltıcı bir ekonomik program yürürlüğe konulmuştur. 1994'te hazırlanan 5 Nisan İstikrar Paketi kısa vadede enflasyonu düşürüp mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vade de ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı ve köklü çözümler getirerek uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sağlamayı amaçlamıştır.

⁴⁴³A.e., ss. 23-24.

⁴⁴⁴A.e., s. 24.

⁴⁴⁵Usta, a.g.e., s. 47.

Parasal büyüklüklere bakıldığı zaman merkez bankasının sıkı para politikası izlediği söylenebilir.

Bu programın finansmanını sağlamak için hükümet 1995 yılı içerisinde IMF ile yeni bir stand-by anlaşması yapmıştır. Ancak, Eylül 1995’de gerçekleşen erken genel seçimler nedeniyle anlaşma bozulmuştur. Genel olarak bakıldığında 1994 sonrası kalıcı bir istikrar programı uygulanamamıştır. Özellikle finans piyasalarında oluşan güvensizlik ortamında, büyüme kaynağı olarak yüksek faizli kısa vadeli yabancı para girişleri kalmıştır. Fakat 1995 yılından sonra sıcak para girişleri bile çok yüksek reel faiz oranları ile sağlanabilmiştir⁴⁴⁶.

1994 yılının ikinci döneminden itibaren merkez bankası enflasyon ile mücadelede döviz kurları nominal bir çapa olarak kullanmaya başlamış ve kur politikasının güvenilirliğini arttırmak için dış varlık artışına önem vermeye başlamıştır. Bunun yanı sıra dış varlık artışının parasal büyüklüklerde ortaya çıkardığı baskıyı azaltmak için iç varlık artışına sınırlama getirilmiş ve 1995 yılının son çeyreğinde seçim atmosferine girilmesi ve yürürlüğe giren Ek Bütçe ile birlikte hükümet harcamalarındaki artışlar para politikası hedeflerinde değişiklikler yapılmasını gerektirmiştir. Merkez Bankası döviz satarak piyasaya müdahalede bulunmuş ve bunun sonucu dış varlıklar azalırken iç varlıklarda artış ortaya çıkmıştır.

4.1.4. 1996 – 2001 Dönemi

1995’te erken genel seçimin olması, gümrük birliğine girilmesi, yıl içinde yaşanan hükümet değişiklikleri ve IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının sona erdirilmesi gibi nedenler ekonomideki belirsizlikleri arttırmıştır. Bu yüzden 1996’da izlenen para politikasının temelini finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve korunmasına yönelik uygulamalar oluşturmuştur. Merkez bankası para programı,

⁴⁴⁶A.e., ss. 47-48.

rezerv paranın kontrol edilmesi ve döviz kurlarındaki hareketlerin gözetimini amaçlamıştır⁴⁴⁷.

Merkez Bankası 1996 ve 1997 yıllarında ayrıntıları kamuoyuna açıklanmayan yeni bir program uygulamaya sokmuştur. Temelde mali piyasalardaki istikrar hedef alınmıştır. Merkez Bankasının istikrar hedefinin unsurları⁴⁴⁸:

1. Piyasalarda ortaya çıkabilecek kısa süreli ve hızlı fiyat değişikliklerinin önlenmesi,
2. Piyasalardaki belirsizliklerin azaltılmasıdır.

Merkez bankası, gerek döviz gerek TL piyasalarındaki fiyatların, ekonominin genel dengeleri ile uyum içinde gerçekleşmesini gözeterek, kısa dönemde oluşabilecek hızlı fiyat hareketlerinin önüne geçmeye çalışmıştır. Dönem boyunca döviz kurlarının enflasyon beklentileri paralelinde hareketi ve bankalararası para piyasasındaki faiz oranlarının hareketlerinin azaltılarak, bu faizlerin referans faiz olarak piyasalarca kabulünün sağlanması, istikrar hedefinin uygulamadaki yansımaları olmuştur⁴⁴⁹.

1998 yılına girildiğinde, yüksek enflasyonun ortaya çıkardığı maliyetlerin giderek toplumun bütün kesimleri tarafından hissedilmeye başlanması, para politikasının belirlenmesinde istikrar hedefi ile birlikte enflasyonun kontrol altına alınarak bir program halinde düşürülmesini de önemli bir amaç haline getirmiştir. 1998 yılını diğer yıllardan ayıran temel özellik, para politikası uygulamalarının farklılaşmasından ziyade maliye politikası uygulamalarında değişikliğe gidilmesidir. 1998 yılı para politikası uygulaması finansal program mantığına dayandırılmıştır. Ödemeler dengesi ve bütçe büyüklükleri merkez bankasının temel parasal değişkenleri olmuştur.

⁴⁴⁷Kesriyeli, **a.g.m.**, s. 28.

⁴⁴⁸TCMB, **1998 Yılı Para Politikası Uygulaması**. (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1998/k1.html>, s. 3.

⁴⁴⁹TCMB, **a.g.r.**, s. 3.

1997 ve 1998 yıllarında ortaya çıkan Asya ve Rusya krizleri ekonomik durumu daha da kötüleştirmiştir. 1998 sonrası yurtiçi talebin daralmaya devam etmesi, Rusya kaynaklı ihracat talebinin azalması, artan güvensizlik ortamı nedeni ile sıcak para giriş miktarlarının yüksek reel faiz oranlarına rağmen düşmesi ve siyasi ortamdaki belirsizlikler ülkeyi yeni bir finansal krize sürüklemiştir⁴⁵⁰.

Merkez Bankası 1999 yılında uyguladığı para politikasını, 1998 yılında olduğu gibi enflasyonun kontrol altında tutulmasına katkıda bulunma ve mali piyasalarda istikrarı sağlama hedefleri doğrultusunda belirlemiştir. Para politikasının belirlenmesinde 1999 yılını 1998 yılından ayıran temel özellik, ekonomik ve siyasi belirsizliklerin ortaya çıkmasıdır. Gözlenen ekonomik belirsizliklerin temelinde 1998 yılı Ağustos ayında Rusya’da yaşanan ekonomik krizin Türkiye’ye yansması vardır. Bu krizle beraber yaşanan sermaye çıkışı ve daha sonrasında sermaye girişinin yeterli olmaması, Hazinesin borçlanma imkanlarının yurtiçi kaynaklarla sınırlı kalmasına neden olmuştur. Hazinesin yurtiçi kaynaklara yönelmesi zaten yüksek olan nominal ve reel faizlerin artmasına yol açarak, bütçe finansmanı üzerinde yarattığı ek baskı sonucu ekonomideki belirsizlikleri daha da artırmıştır.

1998 yılında olduğu gibi 1999 yılında da hükümetin ekonomi politikasının maliye, gelir, para ve kur politikalarının istikrarlı bir şekilde uygulanması ve enflasyonda 1998 yılında sağlanan düşüşün kalıcı hale getirilmesi oluşturmuştur. 1999 yılında Toptan Eşya Fiyatları Endeksi’nin 12 aylık artış hızının %35, yıllık ortalama artış hızının ise %44,4 seviyesinde olması hedeflenmiştir. 17 Ağustos 1999 ve 12 Kasım 1999 tarihlerinde yaşanan deprem felaketinin olumsuz etkileri, kamu açıklarındaki genişleme ve özellikle Aralık ayında kamu malları fiyatlarında meydana gelen artışa bağlı olarak enflasyondaki artış hızlanmıştır. 1988 yılında %54,3 olan TEFE fiyatları artış hızı 1999 yılında belirlenen hedeflerin üzerine çıkarak %62,9 olarak gerçekleşmiştir. 12 aylık ortalamalara göre ise 1998 yılında %71,8 olan TEFE artış hızı 1999 yılında %53,1’e gerilemiştir. Tüketici fiyatlarında 1998 yılında %69,7 olan artış hızı 1999 yılında 0,9 puan düşerek %68,8 olmuştur. 12

⁴⁵⁰Usta, a.g.e., s. 48.

aylık ortalamalara göre ise 1998 yılında %84,6 olan tüketici fiyatları artış hızı 1999 yılında 19,7 puan düşerek %64,9'a gerilemiştir⁴⁵¹.

Merkez Bankasının 2000 yılında uyguladığı para politikası enflasyonla mücadeleye yönelik bir biçimde belirlenmiştir. Para programı ile 2000 yılı sonuna kadar 1 ABD doları ve 0,77 eurodan oluşan kur sepetinin TL karşısındaki değerini %20'lik Toptan Eşya Fiyat Endeksi yılsonu hedefi doğrultusunda ileriye dönük bir biçimde önceden açıklamıştır⁴⁵².

Sürmekte olan kronik ve yüksek enflasyonu üç yıllık bir sürenin sonunda tek haneli rakamlara indirmek, 2000 yılı başında uygulamaya konulan makroekonomik istikrar programının temel amacı olarak açıklanmıştır. 2000 yılı sonunda programda öngörülen hedefler TÜFE'de 14 puan, TEFE'de ise 12,7 puan aşılmakla birlikte, enflasyonla mücadelede önemli bir aşama kaydedilmiş ve enflasyon oranları son 14 yılın en düşük seviyesine inmiştir. Toptan eşya fiyatları artış hızı %32,7 ve tüketici fiyatları artış hızı %39 düzeyinde gerçekleşmiştir⁴⁵³.

Tablo 27. 1996-2000 Arası Dönemde Temel Ekonomik Göstergeler

	1996	1997	1998	1999	2000
Büyüme Oranı* (%)	7.1	8.3	3.9	-6.1	6.3
İşsizlik Oranı (%)	6.3	7.2	6.7	7.4	6.5
Enflasyon Oranı** (%)	79.8	99.1	69.7	68.8	39.0

*Büyüme Oranı: GSMH'deki değişim baz alınmıştır.

** Enflasyon Oranı: Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) baz alınmıştır.

Kaynak: TCMB tarafından yayınlanan "Yıllık Raporlar" ve Devlet İstatistik Enstitüsü tarafından yayınlanan "İşgücü İstatistikleri" doğrultusunda düzenlenmiştir

2000 yılı Kasım ayında yaşanan kriz sonrasında, IMF'den sağlanan ek destekle birlikte, faiz oranlarında gerileme ve sermaye girişlerinde nispi bir canlanma gözlenmesine karşın, başta kamu bankaları olmak üzere bankacılık sisteminin mali

⁴⁵¹TOBB, **1999 Yılı Ekonomik Raporu: 55. Genel Kurul**, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Ankara, Mayıs 2000, ss. 59-62.

⁴⁵²TCMB, **Yıllık Rapor 2000**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, s.71.

⁴⁵³TOBB, **2001 Yılı Ekonomik Raporu: 57. Genel Kurul**, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Ankara, Mayıs 2002, s. 66.

yapısında kırılmalık artmış, iç ve dış piyasalardan sağlanan fonların vadeleri de gittikçe kısalmıştır. 2001 Şubat ayı sonlarında, Hazine ihalesi öncesi meydana gelen olaylar, sürekli tedirginlik içinde olan piyasalarda panik ortamı yaratmış ve 19 Şubat tarihinde TL ciddi bir atakla karşı karşıya kalmıştır. 22 Şubat 2001'de mevcut döviz kuru sisteminin sürdürülebilirliğine ilişkin güvenin azalmasının ekonomiye getireceği zararlar göz önüne alınarak TL yabancı para birimleri karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır.

IMF'ye 18 Aralık 2000 tarihinde verilen ek niyet mektubunda 2001 yılı politikalarının iki ana hedefinden birisinin, enflasyon hedefine ulaşılmasını temin etmek olduğu belirtilmiştir 31 Temmuz 2001 tarihli niyet mektubunda ise, 2001 yılının son çeyreğinden itibaren resmi olarak enflasyon hedeflemesine geçileceği belirtilmiştir. Ancak 11 Eylül olaylarına bağlı olarak ortaya çıkan döviz kuru zayıflığının iç fiyatlara yansımalarının enflasyon hedeflemesinin uygulanması yönünden ciddi sıkıntılara neden olabileceği düşüncesiyle, enflasyon hedeflemesinin uygulamaya konulması 20 Kasım 2001 tarihli niyet mektubu ile 2002 yılına ertelenmiştir⁴⁵⁴.

Krizi takip eden dönemde, Merkez Bankası, para politikasını, ödemeler sistemindeki aksaklıkları gidermek ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamak amacıyla yönelik olarak oluşturmuştur. Bu çerçevede, Merkez Bankası gerekli likiditeyi kotasyon ve doğrudan alım şeklindeki Açık Piyasa İşlemleri ve bankalararası para piyasasında TL sağlamak yoluyla karşılamıştır. Bankacılık sistemine işlerlik kazandırmak ve ödemeler sistemindeki tıkanıklıkları gidermek için, Merkez Bankası piyasalara aktif olarak müdahale etmiş, kısa vadeli faizlerin aşağı çekilmesini sağlamış ve sistem içindeki likiditenin etkin bir şekilde dağılımını sağlayıcı uygulamalar yapmıştır. Ayrıca bankalara, döviz yükümlülüklerini yerine getirmelerini sağlamak amacıyla döviz depoları verilmiştir⁴⁵⁵.

⁴⁵⁴TOBB, a.g.r., s. 66.

⁴⁵⁵TCMB, **2001 Yılı Para Politikası Raporu**, Kasım 2001, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, s. 20.

Merkez Bankası 15 Mayıs ta açıkladığı 2001 yılı para programında, enflasyon ile mücadelede para tabanı büyüklüğünün nominal çapa olarak kullanılacağını açıklamıştır. Bu programın ana hatlarını⁴⁵⁶:

1. Kamu ve fon bankalarının mali yapılarını iyileştirme operasyonlarının Merkez Bankası bilanço kalemlerinden Net İç Varlıklar üzerine getirdiği sınırlandırmalar,
2. IMF ve Dünya Bankası'ndan sağlanan dış finansmanın miktarı, zamanlaması ve Merkez Bankası rezervleri ile bütçe finansmanı arasındaki dağılımı belirlemiştir.

Dalgalı döviz kuru rejimine geçişi takip eden dönemde, Merkez Bankası döviz piyasasında kısa dönemdeki aşırı dalgalanmaları engellemek amacıyla düzenli döviz satış ihaleleri gerçekleştirmiştir. Şubat 2001 krizi sonrasında para politikası araçlarından birisi olarak kısa vadeli faiz oranı Merkez Bankası tarafından fiyat istikrarını sağlama amacına yönelik olarak, iç ve dış gelişmeler ışığında belirlenmiştir⁴⁵⁷.

Sonuç olarak, 2001 yılı Şubat ayında finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler 2000 yılı başından beri uygulanmakta olan döviz kuruna dayalı istikrar programının devam ettirilmesini olanaksız kılmış, döviz kuru nominal çapa olma özelliğini yitirmiştir. 22 Şubat tarihinde Türk Lirası'nın dalgalanmaya bırakılmasından sonra merkez bankasının kısa vadedeki önceliği, ödemeler sistemindeki tıkanıkları gidermek, sisteme yeniden işlerlik kazandırmak ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamak olmuştur. Kriz sonrası uygulanan programın temel amaçlarından birisini, orta vadede sağlıklı bir bankacılık sistemine ulaşılmasını sağlamak için kamu kesiminin bankacılık sektörü içindeki fonksiyonun yeniden belirlenmesi ve bu bankaların kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılması oluşturmuştur. Kamu bankalarının yeniden yapılandırılmaları ile kamu ve fon bankalarının kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılmasına yönelik bankacılık operasyonunda, merkez bankası

⁴⁵⁶TCMB, a.g.r., s. 21.

⁴⁵⁷TCMB, a.g.r., ss. 25-26.

kilit bir rol oynamış ve operasyonun merkez bankası bilançosu üzerinde önemli etkileri olmuştur. Söz konusu operasyonun ekonomide enflasyonist bir sürece yol açmaması için merkez bankası bilanço büyüklüklerine sınırlar getiren parasal hedefleme uygulaması ile para tabanını kontrol etmiş ve enflasyonist etkilerin sınırlandırılmasını sağlamıştır. 5 Mayıs 2001’de merkez bankasının temel amacını fiyat istikrarı olarak belirleyen, araç bağımsızlığını sağlayan ve Para Politikası Kurulu’nu oluşturan yeni Merkez Bankası Kanunu⁴⁵⁸ resmi gazetede yayımlanmıştır⁴⁵⁹.

4.1.5. 2001 – 2005 Dönemi: Örtülü Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

2001 yılında para politikası, enflasyon hedeflemesine geçilmesinin önkoşulları sağlanıncaya kadar, para tabanının nominal çapa olarak belirlendiği bir parasal hedefleme çerçevesinde yürütülmüştür. Kriz yönetiminin zorluklarına rağmen, öngörülen hedefler tutturulmuştur. Para programında nominal çapa olarak belirlenen para tabanının, 2002 yılında enflasyon hedefi ve büyüme tahmini ile tutarlı olarak %40 oranında artması öngörülmüştür. Böylece ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin etkilenmesi amaçlanmıştır. Bilindiği gibi, para ikamesinin güçlü ve finansal yeniliklerin yaygın olduğu bir ortamda paranın dolaşım hızı istikrarlı olamamakta, dolayısıyla para tabanı tahmini güçleşmektedir⁴⁶⁰.

2001 Ekim ayının ortalarından itibaren olumluya dönüşen beklentiler, 2002 ile birlikte ivme kazanmıştır. 2001 programında belirlenen para ve maliye politikası hedeflerinin tutturulması ve 2002 yılı bütçesinde GSMH’nin %6,5 oranında faiz dışı fazlanın hedeflenmesi, IMF’den ek dış finansman sağlanması ve Türkiye’nin kredi notunun durağandan olumluya çevrilmesi bu ivmeyi daha da hızlandırmıştır. 2002

⁴⁵⁸TCMB, **TCMB Kanunu’nda Değişiklik Yapılmasına Dair 25.04.2001 Tarihli ve 4651 Sayılı Kanunla Getirilen Yenilikler**, Haziran 2001.

⁴⁵⁹TCMB, **Yıllık Rapor 2001**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, ss. 75-89.

⁴⁶⁰TCMB, **2002 Yılı Para Politikası Raporu**, Nisan 2002, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, ss. 18-19.

yılı Ocak-Mart dönemindeki enflasyondaki düşüşle birlikte olumlu beklentiler iyice güçlenmiştir⁴⁶¹.

2001 Şubat ayında yaşanan krizi takip eden dönemde, kurlarda yüksek hareketlilik gözlenmiş; Ağustos ayından itibaren ise söz konusu hareketlilik azalmıştır. 11 Eylül olayları sonrasında kurlarda geçici nitelikte bir hareketlilik yaşanmış; 2001 yılının son çeyreğinde ve 2002 yılının ilk aylarında ise hareketlilik büyük ölçüde azalmıştır. 2001 yılı Ekim ayının ortalarından itibaren olumluya dönen beklentiler, kur üzerindeki baskıyı büyük ölçüde hafifleterek, kurda belirgin bir azalışa yol açmıştır. Ancak, 2002 yılı Şubat ayı başında açıklanan Ocak ayı enflasyon rakamlarının beklenilenden yüksek çıkmış olması ve Irak'a yönelik olası bir operasyonun yarattığı tedirginlik sonucu kurlar üzerinde yukarıya doğru bir baskı oluşmuştur. 2002 Şubat ayı ortalarından itibaren söz konusu olumsuz gelişmelerin etkisi hafiflemiştir. Ayrıca, bu dönemde IMF'den sağlanan dış finansman kaynağı döviz piyasalarında rahatlatma sağlamıştır. 2002 yılı başından itibaren döviz piyasalarını etkileyen bir diğer gelişme ise Avrupa Birliği para birimi Euro'nun fiziksel olarak tedavüle çıkmasıdır⁴⁶².

2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat aylarında yaşanan mali krizlerin ardından "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulamaya konulmuştur. Programın temel amaçları, bankacılık sektörüne ilişkin tedbirlerin süratle alınarak mali piyasalardaki belirsizliğin azaltılması, buna bağlı olarak faiz oranları ile döviz kurlarında istikrarın sağlanması, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi, makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanılması, sürdürülebilir büyüme ortamının temin edilmesi olarak belirtilmiştir. Bu çerçevede, kamu kesiminin artan borç yükünün sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması amacıyla maliye politikası daha da sıkılaştırılmış, para politikasında merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi artırılmış ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir⁴⁶³.

⁴⁶¹TCMB, a.g.r., s. 19.

⁴⁶²TCMB, a.g.r., s. 23.

⁴⁶³TCMB, **Yıllık Rapor 2002**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, s. 13.

2002 yılında makroekonomik hedeflerle uyumlu bir parasal genişlemenin ötesine geçmemek ve geçilmeyeceğine ekonomik birimleri ikna etmek amacıyla parasal hedefleme politikası uygulanmıştır. Diğer bir deyişle, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve beklentileri şekillendirmek amacıyla merkez bankası bilanço kalemi olan para tabanının artışı hedef değişken olarak belirlenmiş ve programın nominal çapası olmuştur. 2002 yılı sonunda bu büyüklüğün yılsonu enflasyon hedefi ve büyüme hızı öngörüsü paralelinde artacağı taahhüt edilmiş ve performans kriteri olarak kabul edilmiştir. Parasal hedeflemeye ek olarak, merkez bankası nihai hedefi olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir enflasyon hedeflemesine resmi olarak geçmeden örtük enflasyon hedeflemesi politikası izleyeceğini, gelecekte enflasyonun alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidebileceğini belirtmiştir⁴⁶⁴.

2002 yılı sonunda tüketici fiyatları enflasyonu %29,7, toptan eşya fiyatları enflasyonu ise %30,8 oranında gerçekleşmiştir. Bu gerçekleştirmeler, TÜFE için son 20 yılın, TEFE için ise son 16 yılın en düşük rakamlarıdır. Uygulanan makroekonomik politikalar ve gerçekleştirilen yapısal reformlar programın inandırıcılığını artırmış, enflasyon beklentilerini düşürerek enflasyonla mücadeledeki kazanımda belirleyici olmuştur. Bunun yanı sıra, iç talep enflasyonu etkileyemeyecek bir düzeyde kalmıştır. Diğer taraftan dalgalı kur rejimi uygulanmasının ve iç talep yetersizliğinin kur hareketlerinin fiyatlara yansımalarının boyut ve hızını azalttığı gözlenmiştir⁴⁶⁵.

Tablo 28. Örtülü Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Temel Ekonomik Göstergeler

	2001	2002	2003	2004	2005
Büyüme Oranı* (%)	-9.5	7.9	5.9	9.9	7.6
İşsizlik Oranı (%)	8.4	10.3	10.5	10.3	10.3
Enflasyon Oranı** (%)	68.5	29.7	18.4	9.3	7.7

*Büyüme Oranı: GSMH'daki değişim baz alınmıştır.

** Enflasyon Oranı: Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) baz alınmıştır.

Kaynak: TCMB tarafından yayınlanan "Yıllık Raporlar" ve Devlet İstatistik Enstitüsü tarafından yayınlanan "İşgücü İstatistikleri" doğrultusunda düzenlenmiştir.

⁴⁶⁴TCMB, a.g.r., ss. 14-15.

⁴⁶⁵TCMB, a.g.r., ss. 17-18.

2001 yılındaki ekonomik daralmanın ardından Türkiye ekonomisi, 2002 yılında yeniden büyüme sürecine girmiştir. 2002 yılının ikinci yarısında yaşanan siyasi belirsizlikler ve Kasım ayında gerçekleşen erken seçime rağmen, büyüme hızı beklentilerin oldukça üstüne çıkarak %7,9'e ulaşmış, tüketici fiyatları artış hızı ise yılsonu hedefinin altında gerçekleşerek %29,7'ye gerilemiştir. 2003 yılı ekonomik programının temel amaçları enflasyonla mücadele, borç yükünün azaltılması ve sürdürülebilir hızlı büyüme olarak belirlenmiştir⁴⁶⁶.

Nitekim 2002 yılı başında uygulamaya konulan istikrar programı ile TEFE ve TÜFE enflasyonunun üç yıllık bir sürede %12 düzeyine ve daha sonrada tek haneli düzeylere indirilmesi hedeflenmiştir. Uygulanan para politikası, maliye politikası ve yapısal reformların etkisiyle 2002 ve 2003 yıllarında enflasyonla mücadelede istenilenden daha yüksek başarılar elde edilmiş, enflasyon oranları hedeflenen düzeylerin de altında gerçekleşmiştir. İstikrar programı çerçevesinde 2004 yılında TEFE ve TÜFE enflasyonunun %12 olması öngörülmüştür. Yıl içinde para ve maliye politikalarının kararlılıkla uygulanmaya devam edilmesi, gerçekleştirilen yasal düzenlemeler, fiyat istikrarının gerçekleştirileceğine ilişkin artan güven ortamı, iç talepte fiyatları zorlayacak bir baskı oluşmaması, verimlilik ve yatırımlarda meydana gelen artışların ekonominin üretim düzeyini yükseltmesi, izlenmekte olan dalgalı döviz kuruna bağlı olarak kur geçişkenliğinin azalması, Türk Lirası'nın istikrar kazanması, enerji fiyatları ve birim ücretler gibi maliyet koşullarındaki olumlu gelişme, fiyatlama politikasının hedeflenen enflasyona göre belirlenmesi ve bazı sektör ve tüketim grubu fiyat artışlarının önemli miktarda gerilemesi enflasyonun düşürülmesine olumlu katkı sağlamıştır. 2002 yılında enflasyonda başlayan düşme, 2003 yılının ardından 2004 yılında da devam etmiştir. Yıllık bazda fiyat artışları TEFE'de Şubat ayında %9,1 ile 1970 yılından bu yana, TÜFE'de ise Mayıs ayında %8,9 ile 1983 yılından bu yana ilk kez tek haneli seviyeye inmiştir⁴⁶⁷.

⁴⁶⁶TCMB, **Yıllık Rapor 2003**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, s. 15.

⁴⁶⁷TOBB, **2004 Yılı Ekonomik Raporu: 60. Genel Kurul**, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Ankara, Mayıs 2005, s. 60.

2004 yılında örtük enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılan gelecek dönem enflasyonuna odaklanan para stratejisi başarıyla yürütülürken, resmi enflasyon hedeflemesinin nihai olarak yürürlüğe konulması yönündeki hazırlıklarda önemli mesafe kaydedilmiştir. Para politikası stratejisi enflasyon hedeflemesine iyice yakınsamıştır. 20 Aralık 2004 tarihinde açıklanan 2005 yılı para ve kur politikasında, 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi sistemine geçileceği bildirilmiştir. Kısa vadeli faiz oranları 2004 yılında da enflasyonla mücadelede Merkez Bankasının para politikası uygulamalarında temel araç olmaya devam etmiş, diğer taraftan da IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde, parasal performans kriterleriyle gösterge niteliğindeki hedefleri yakından takip etmiştir. Uygulanan ekonomik program çerçevesinde Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarını, 2004 yılı içinde 5 Şubat, 17 Mart, 8 Eylül ve 20 Aralık tarihlerinde olmak üzere 4 defa indirmiştir. Bu indirimler sonucu 2003 yılı sonunda %26 olan gecelik borçlanma faiz oranı ile %31 olan borç verme faiz oranı, sırasıyla %18 ve %22'ye düşürülmüştür. Faiz kararları alınırken toplam arz-talep dengesi, maliye politikasına ilişkin göstergeler, ücret-istihdam-birim maliyet ve verimlilik gelişmeleri, kamu ve özel sektör fiyatlama davranışları, enflasyon beklentileri, döviz kurları ve onu etkileyebilecek faktörlerdeki gelişmeler, olası dış şoklar ve enflasyon tahminleri göz önüne alınmıştır⁴⁶⁸.

2002 yılında başlayan enflasyondaki düşüş eğilimi, 2004 yılında hızlanarak devam etmiş böylelikle üst üste üçüncü kez yılsonu enflasyon hedefine ulaşılmıştır. 2004 yılı Aralık ayında, TÜFE enflasyonu %9,3'e gerileyerek, yılsonu için belirlenen %12'lik enflasyon hedefinin altında kalmıştır. TEFE⁴⁶⁹ yıllık fiyat artış hızı ise %13,8 oranında gerçekleşmiştir. Dalgalı kur rejimi sonucunda, kurlarda görülen yukarı-aşağı yönlü hareketler, kur hareketlerinin kısa sürede fiyatlara endekslendiği mekanizmayı zayıflatmıştır. Sonuç olarak 2004 yılında ekonomik programın kararlılıkla uygulanmasına karşın, uluslararası emtia piyasalarında gözlenen

⁴⁶⁸TOBB, "2004 Yılı Ekonomik Raporu: 60. Genel Kurul," ss. 66-67.

⁴⁶⁹2005 yılı Ocak ayı itibariyle "Toptan Eşya Fiyatları Endeksi" (TEFE) yerine "Üretici Fiyatları Endeksi" (ÜFE) olarak değiştirilmiştir. Bununla birlikte yeni sepet kapsamında ÜFE hesaplamasında sektörlerin ağırlıklarında değişmiştir.

dalgalanmaların etkisiyle enflasyonda artış gözlenmiş ve toptan eşya enflasyonunun dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur⁴⁷⁰.

Enflasyondaki düşüş, 2005 yılında geçtiğimiz dört yıla kıyasla yavaşlamakla birlikte devam etmiştir. Söz konusu yavaşlamaya rağmen; para politikasının ihtiyatlı duruşu, bütçe disiplininin sürmesi ve gerçekleşen enflasyonun hedefle uyumlu olması sonucu enflasyon beklentileri olumlu seyrini korumuştur. Bunun yanında yapısal reformlardaki ilerlemeler, bütçede üç yıllık planlamaya geçilmesi, orta vadeli programın kararlılıkla sürdürülmesi, Avrupa Birliğine tam üyeliğe yönelik müzakerelerinin başlaması, gerçekleştirilen para reformu ve finansal istikrarın güçlenmesi gibi gelişmeler risk primini düşürerek Yeni Türk lirası⁴⁷¹ yatırım araçlarına olan talebi artırmıştır. Bu gelişmeler sonrasında ekonomi genelinde vadeler uzamaya başlamış, orta ve uzun vadeli reel faizlerdeki kademeli düşüş devam etmiş ve Yeni Türk lirasının güçlü konumu sürmüştür. Diğer yandan mali disiplinin sürmesi ve faizlerin düşmesi Hazinesinin borçlanma ihtiyacını azaltmış, bu da kredi arzını destekleyen bir unsur olmuştur⁴⁷².

Bütün bu gelişmeler, Merkez Bankasının politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını 2005 yılının ilk yarısında kademeli olarak indirebilmesine olanak tanımıştır. Bununla birlikte, 2005 yılının ikinci yarısından itibaren 2006 yılsonu enflasyonuna odaklanmaya başlayan Merkez Bankası, enflasyondaki düşüş sürecini yavaşlatan faktörlere dikkat çekerek temkin düzeyini artırmıştır. 2005 yılsonu itibariyle TÜFE enflasyonu %7,7'ye ulaşarak, 2005 yılı için belirlenen %8 oranındaki hedefin altında kalmıştır⁴⁷³.

Sonuç olarak son otuz yıllık uzun dönem boyunca, fiyat istikrarının temel amaç olarak benimsenmeyerek gündelik politikalara bırakıldığı ve fiyat istikrarının sağlanabilmesi için gerekli yapısal düzenlemelerin de göz ardı edildiği bir gerçektir.

⁴⁷⁰TCMB, **Yıllık Rapor 2004**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, ss. 63 ve 73.

⁴⁷¹1 Ocak 2005 tarihinde "Türk Lirası"ndan (TL) altı sıfır atılarak "Yeni Türk Lirası"na (YTL) geçilmiştir.

⁴⁷²TCMB, **Enflasyon Raporu 2006-I**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, s. 1.

⁴⁷³TCMB, **a.g.r.**, ss. 2-5.

Yaşanan bu kronik enflasyon döneminde, gerek Merkez Bankasının bağımsızlığı gerekse yapısal düzenlemelerin gerçekleştirilememiş olması birçok sorunu da beraberinde getirmiştir. Söz konusu dönemlerde, kısa vadede getirisi olan ancak fiyat istikrarı ile çelişen ve dolayısıyla uzun vadede nihai amaç olan ekonomik istikrara zarar veren uygulamalar, Merkez Bankasından farklı öncelikleri gözetmesinin istenmesi, enflasyondaki tırmanışın ve sürekliliğin yolunu açmıştır.

4.1.6. 2006 ve Sonrası: Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

Yukarıda da belirtildiği üzere, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2002-2005 döneminde kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamıştır. Enflasyonla mücadelede elde edilen başarının ardından kademeli olarak karar süreçleri daha şeffaf ve öngörülebilir hale getirilmiş ve nihayet 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiği ilan edilmiştir. Bu çerçevede, tezin geriye kalan kısmında, enflasyon hedeflemesi rejimi Türkiye açısından ayrıntılı bir şekilde irdeleneceğinden dolayı tekrardan kaçınmak amacıyla bu başlık altında bu konuya daha fazla değinilmeyecektir.

4.2. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN ÖNKOŞULLARI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

Görüldüğü üzere, 1990-1992 ve 1998 yıllarında uygulanan parasal büyüklük hedeflemesi ve 2000 yılında uygulanan döviz kuru hedeflemesi stratejilerinin başarısız sonuçları Türkiye’yi yeni bir strateji arayışı içine sokmuştur. Bu arayışlar çerçevesinde, 2001 yılında bağımsızlığını kazanan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2006 Ocak ayı itibarıyla Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiğini duyurmuştur. Ancak, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden önce önkoşulların ne oranda sağlanabildiği, bu rejiminin de başarısızlıkla sonuçlanmaması açısından önem teşkil etmektedir. Ayrıca, bu stratejiye geçişte

optimal zamanlamanın tercihinde de önkoşulların önemi büyüktür. Bu çerçevede, öncelikle merkez bankasının bağımsızlığına ilişkin kurumsal çerçeve ele alınacak; daha sonra merkez bankasının bağımsızlığının fonksiyonel hale gelebilmesi için gerekli olan mali baskınlığın olmaması ve güçlü bir finansal sistemin varlığı koşulları değerlendirilecek ve nihayet diğer parasal değişkenlere ilişkin katı bir taahhüdün söz konusu olup olmadığına bakılacaktır.

4.2.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı Önkoşulu

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için aranan birinci önkoşul, merkez bankası kanununda bankanın öncelikli görevinin fiyat istikrarının sağlanması olduğunun belirtilmesi ve bankaya para politikası enstrümanlarının kullanımında tam yetki verilmesidir. Daha önce de belirtildiği gibi enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için araç bağımsızlığının sağlanması yeterlidir ve amaç bağımsızlığı zorunlu bir koşul olarak görülmemektedir. Ancak, araç bağımsızlığının bir anlam ifade edebilmesi için merkez bankası kanununda, bankanın ekonomik ve politik bağımsızlığını teminat altına alacak düzenlemelere de yer verilmesi gereklidir.

25 Nisan 2001 tarihinde kabul edilen 4651 sayılı “TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile bu konuda önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Şöyle ki, söz konusu kanun ile 1211 sayılı TCMB kanununun dördüncü maddesinde,

“Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. ... Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler⁴⁷⁴.”

şeklinde bir değişiklik yapılarak, fiyat istikrarının sağlanması TCMB’nin öncelikli amacı haline getirilmiştir. Yine aynı maddede, TCMB’nin yetkilerine ilişkin yapılan şu değişikle de,

⁴⁷⁴TCMB, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu,” Madde 4 (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli.)

“Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. ... 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 kendine verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır⁴⁷⁵.”

bankaya araç bağımsızlığı verilmiştir.

Ayrıca, 1211 sayılı TCMB Kanunu’nun 52 ve 56’ncı maddelerinde yapılan şu değişikliklerle;

“...Açık piyasa işlemleri, yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazineye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi amacıyla yapılamaz⁴⁷⁶.”

“Banka, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz. Banka, bu Kanunda yetki verilen işlemler dışında avans veremez ve kredi açamaz, vereceği avans ve açacağı kredi teminatsız veya karşılıksız olamaz, her ne şekilde olursa olsun kefil olamaz ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremez⁴⁷⁷.”

bankanın ekonomik bağımsızlığı da güçlendirilmiştir.

Dolayısıyla, TCMB Kanunu’nda yapılan yeni değişikliklerle, enflasyon hedeflemesinin birinci önkoşulunun yerine getirilmiş olduğu söylenebilir.

4.2.2. Mali Baskınlığın Olmaması Önkoşulu

Enflasyon hedeflemesi rejiminin önkoşullarını incelerken belirtildiği gibi, merkez bankasının bağımsızlığını kazanması enflasyon hedeflemesi için gerekli, ancak tek başına yeterli bir önkoşul değildir. Çünkü merkez bankasının bağımsızlığı koşulu örtük olarak mali baskınlığın bulunmaması (maliye politikasının disipline edilmesi) ve güçlü bir finansal sistemin varlığını içermektedir. Aksi takdirde merkez

⁴⁷⁵ A.e., Madde 4 (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli.)

⁴⁷⁶ A.e., Madde 52 (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli.)

⁴⁷⁷ A.e., Madde 56 (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli.)

bankasının bağımsızlığının fonksiyonel hale gelmesi mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla, esasen para politikasının diğer politikalardan, özellikle de maliye politikasından, bağımsız olarak düzenlenebilmesine ilişkin bir önkoşul olan, merkez bankasının bağımsızlığını fonksiyonel hale getirebilmek için maliye politikalarının disiplin altına alınması gerekmektedir.

Mali baskınlık; yüksek düzeydeki kamu borcunun, merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak aktarım mekanizmasının (Şekil 1) istenildiği gibi çalışmasını engellemesi ve böylece para politikasının etkinliğini azaltması anlamına gelmektedir. Hükümetler, bütçe açıklarını; yani harcamalarının gelirlerini aşan kısmını finansal piyasalardan borçlanarak karşılamaya çalışırlar. Ancak kamu borcunun çok yüksek olduğu ülkelerde bu durum, finans piyasalarındaki borç verilebilir kaynakların çoğunun kamuya aktarılmasına ve özel sektöre verilebilecek kredi miktarının önemli ölçüde azalmasına neden olur. Böyle bir durumda aktarım mekanizmasının faizler genel düzeyi ve kredi piyasası kanalları doğrudan, beklentiler kanalı ise dolaylı olarak etkinliklerini kaybettikleri için para politikası, talep ve enflasyon üzerinde yeterince etkili olamaz. Bu nedenle mali disiplinin sağlanması ve mali baskınlığın düşük olması enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için bir önkoşuldur⁴⁷⁸. Başka bir ifadeyle, kamu kesimi borç ve açıklarının ve bunların finansman yöntemlerinin monetizasyon olasılığı yaratmayacak biçimde olması, devletin senyoraaj geliri bazının çok büyük olmaması, finansal piyasaların devlet borçlarının karşılanması için yeterli derecede derinliğe sahip olması gerekmektedir⁴⁷⁹.

Mali baskınlık kavramı ele alınırken, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren üzerinde önemli tartışmaların yapıldığı ekonomik bir yorum ya da yaklaşımın göz önüne alınması gerekmektedir. “fiyat seviyesinin maliye teorisi: fiscal theory of the price level (FTPL)” veya kısaca “maliyeci-fiscalist yaklaşım” olarak da adlandırılan bu yaklaşım, Milton Friedman’ın “enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur” şeklindeki yaklaşımının karşıtı bir görüş ortaya koymaktadır. Yaklaşım, özetle,

⁴⁷⁸TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi,” s. 9.

⁴⁷⁹Masson, Savastano and Saharma, **a.g.m.**, p. 8.

Ricardian olmayan bir dünyada enflasyonun sadece merkez bankası politikaları tarafından etkilenmediğini; fakat maliye otoritesi tarafından da etkilenebildiğini savunmaktadır. Dahası, fiyatların belirlenmesinde paranın hemen hemen hiçbir rolü yoktur. Diğer bir ifade ile uzun dönemde enflasyonu belirleyen para arzı değil, bütçe açıkları ve bütçe açıklarının neden olduğu kamunun borç stokudur. Bu yaklaşımın iki alternatif yorumu vardır. Birinci yorum olan “zayıf biçimli FTPL: weak-form FTPL”e göre enflasyon parasal bir olgu ise de, gerçekte parasal büyüme maliye otoritesi tarafından etkilenmektedir. İkinci yorum olan “güçlü biçimli FTPL: strong-form FTPL”e göre ise; parasal büyüme olmasa bile, maliye politikası bağımsız olarak fiyat seviyesi ve enflasyon oranını etkileyecektir. FTPL yaklaşımı dikkate alındığında; diğer bir ifade ile enflasyonun maliye politikası güdümlü hale gelmesi durumunda, enflasyon hedeflemesi yaklaşımının uygulanamayacağı ortadadır. Çünkü böyle bir ortamda merkez bankasının enflasyon hedefini ilan etmesinin bir anlamı olmayacaktır. Kaldı ki, ilan edilmiş olan hedefin de kontrol edilmesi mümkün olamayacaktır⁴⁸⁰.

Mali baskınlık ve derinliğin düzeyi, çeşitli rasyolarla ifade edilebilmektedir. Örneğin mali baskınlığın derecesini ölçmek için Konsolide Bütçe Açığı/GSYİH, KKBG/GSYİH, KKBG/GSMH veya KKBG/M (M, geniş tanımlı para arzını temsil etmektedir) gibi oranlara bakılmaktadır. Bu oranların yükselmesi mali baskının artması, düşmesi de mali baskının azalması anlamına gelmektedir. Mali derinliğin ölçülmesinde ise temel olarak $M_2/GSYİH$ veya $M_2Y/GSYİH$ oranları kullanılmaktadır. Burada da oranların yükselmesi mali derinliğin artmasını, düşmesi de mali derinliğin düşük olmasını; yani “mali sistemin sığ olması”nı ifade etmektedir.

Mali disiplinin sağlanması ile ilgili olarak Türkiye’ye örnek teşkil edecek birçok uygulama söz konusudur. Örneğin, Maastricht Antlaşması’na göre, Avrupa Birliği üyesi ülkeler aşırı kamu kesimi açıklarından kaçınmak zorundadır. Burada mali disiplin, özellikle iki kriter aracılığıyla sağlanmaya çalışılır. Buna göre,

⁴⁸⁰Akyazı, a.g.e., s. 221.

planlanan veya gerçekleşen kamu kesimi açıklarının GSYİH'ya oranı maksimum %3, toplam borçların GSYİH'ya oranı ise maksimum %60 olarak belirlenmiştir⁴⁸¹.

AB dışında ABD, Kanada, Hollanda, İsveç, İngiltere, Avustralya, Yeni Zelanda, Arjantin, Brezilya ve Peru gibi birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke de çıkardıkları yasalarla mali disiplini sağlamaya çalışmaktadır⁴⁸². Bu da mali disiplini sağlamadan para politikasının başarılı olmasının imkan dahilinde görülüyor olmasının sonucu olarak değerlendirilebilir.

Türkiye'de para politikasının başarısı için kamu maliyesinin disipline edilmesi çabalarında önemli mesafelerin kat edildiği söylenebilir. Bu anlamda "Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun" ile "Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu" önemli kazanımlardır. Yasa yapıcının amacı, borç yönetiminin maliye ve para politikaları ile koordineli bir şekilde yürütülmesini sağlamaktır.

Nitekim 28 Mart 2002 tarihinde kabul edilen 4749 sayılı "Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun" ile mali yıl içindeki borçlanma miktarına bir limit getirilmiştir. Şöyle ki, söz konusu kanun ile,

"..., yılı bütçe kanununda belirtilen başlangıç ödenekleri ile tahmin edilen gelir arasındaki fark miktarı kadar net borç kullanımı yapılabilir⁴⁸³."

kamu kesimine otomatik bir disiplin ve şeffaflık getirilerek, uygulanan para politikasının maliye politikasınca desteklenmesine önemli bir katkı sağlanmıştır. Ayrıca, aynı maddeye eklenen şu fıkra ile de,

"Borçlanma limiti değiştirilemez. Ancak borç yönetiminin ihtiyaçları ve gelişimi dikkate alınarak, bu limit yıl içinde en fazla yüzde beş oranında artırılabilir. Bu miktarın da yeterli olmadığı durumlarda, ilave yüzde beş"

⁴⁸¹ Andrew Britton and David Mayes, **Achieving Monetary Union in Europe**, London, SAGE Publications Ltd., 1992, 24-25.

⁴⁸² IMF, **World Economic Outlook – May 2001**. (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2001/01/index.htm>, ss. 101-102.

⁴⁸³ **Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun**, Kanun No. 4749, Üçüncü Bölüm, Madde. 5. (Çevrimiçi) <http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/1176.html>

oranında bir tutar, ancak Müsteşarlığın görüşü ve Bakanın teklifi üzerine Bakanlar Kurulu kararı ile artırılabilir. Bütçenin denk olması durumunda da borçlanma, anapara ödemesinin en fazla yüzde beşine kadar artırılabilir⁴⁸⁴.”

bütçe tahminleri ile gerçekleştirmeler arasında ciddi farkların oluşmasına da engel olunmaktadır.

Ayrıca, 10 Aralık 2003 tarihinde kabul edilen 5018 sayılı “Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu” ile de ödeneklerin etkin kullanımını belirlemek üzere “verimlilik denetimi” getirilmektedir. Buna göre, ödeneklerin kullanımının etkinliği Sayıştay tarafından denetlenmekte ve ön denetimin yerini harcama sonrası denetim olarak, düzenleyici ve denetleyici kurumların performansa dayalı “üç yıllık bütçe” hazırlamaları söz konusu olmaktadır⁴⁸⁵. Bu hükümlerin genişlemeci bir maliye politikasının önüne konulmuş otomatik sınırlandırıcılar olduğu söylenebilir. 2003’ten itibaren yürürlüğe giren bu hükümler AB ve diğer ülkelerdeki mali disiplinin sağlanmasına yönelik düzenlemelerin bir benzeridir.

Tablo 29. Kamu Kesimi Açık ve Borçlarına İlişkin Göstergeler (%)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Toplam Borç Stoku/GSMH	107.30	93.38	83.24	77.34	71.64	63.32
İç Borç Stoku/GSMH	71.09	56.28	56.44	54.52	52.95	46.42
Dış Borç Stoku/GSMH	36.21	37.09	26.80	22.82	18.69	16.90
İç Borç Stoku/M ₂ Y	117.39	112.28	129.69	121.09	106.62	87.78
İç Borç Stoku/M ₂	260,00	244.93	240.30	205.21	159.79	135.87
Dış Ticaret Açığı/GSMH	49.9	48.4	48.8	53.7	52.8	56
İhracat/İthalat	75.7	69.9	68.1	64.8	62.9	61.8
DİBS Bileşik Faiz Oranı	99.7	63.7	45.0	25.7	16.9	18.2

Kaynak: Oranlar, DPT, **Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2006**, (Çevrimiçi) <http://www.dpt.gov.tr> ve TCMB'nin EVDS'den sağlanan verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Yukarıda da belirtildiği gibi, mali baskınlığın yaratacağı etkinin derecesi mali derinlikle yakından ilgili bir husustur. Şöyle ki, mali derinlik yeterli değilse mali baskınlık kendisini daha çok hissettirecektir. Doğal olarak mali piyasaların yeterince derin olması durumunda da mali baskınlığın olumsuz etkileri önemli ölçüde hafifleyecektir. Çünkü derin mali piyasalar sayesinde hem kamunun daha

⁴⁸⁴ A.e., Değişik fıkra: 16/07/2008 - 5787 S.K./3. md.

⁴⁸⁵ <http://www.hukuki.net/kanun/5018.15.text.asp>

düşük faizle borçlanması hem de borcun sorunsuz bir şekilde döndürülmesi mümkün olabilecektir. Bunu bir örnek yardımı ile de ifade etmek mümkündür. İki ülkede de mali baskınlık oranı (KKBG/GSMH) %3,4 olarak varsayalım. Bu ülkelerden birincisinde mali derinlik oranı %60, diğesinde ise %22 olsun. Açıktır ki, derinliğin az olduğu ülkedeki mali baskınlığın olumsuz sonuçları kendisini çok daha fazla hissettirecektir⁴⁸⁶. Tablo 30, Türkiye'deki mali baskınlık ve mali derinliğin boyutunu göstermek üzere düzenlenmiştir.

Tablo 30. Türkiye'de Mali Derinlik ve Mali Baskınlık Göstergeleri (%)

Yıl	M ₂ /GSYİH	M ₂ /GSMH	KBA/GSYİH	KKBG/M ₂	KKBG/GSMH
1991	19	18	-5	55	10.1
1992	17	17	-4	61	10.5
1993	14	14	-7	85	10.2
1994	16	16	-4	49	6.1
1995	16	16	-4	32	4.9
1996	20	20	-8	46	8.6
1997	20	19	-8	40	7.6
1998	22	21	-7	42	9.3
1999	29	29	-12	53	15.5
2000	26	25	-10	49	11.8
2001	25	27	-16	61	16.4
2002	22	22	-15	57	12.7
2003	22	22	-11	41	9.3
2004	25	25	-7	19	4.7
2005	31	31	-2	-1,3*	-0.4*
2006	32	33	-2	-9,3*	-3.0*

*(-) işareti fazlayı göstermektedir.

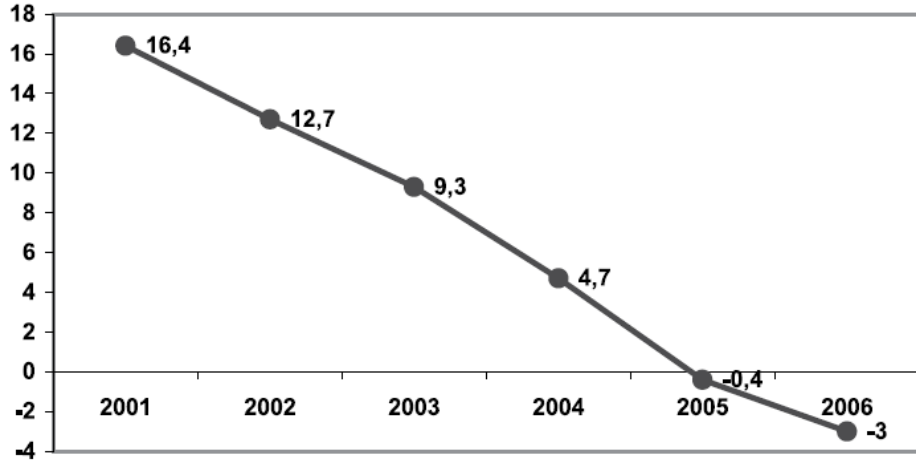
Kaynak: Oranlar, DPT, **Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2006**, (Çevrimiçi) <http://www.dpt.gov.tr> ve TCMB'nin EVDS'den sağlanan verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Tablo 30'daki göstergelerden de izlenebileceği gibi, KBA/GSYİH oranının yani mali baskınlığın genel olarak 2001 yılından itibaren düşüş gösterdiği görülmektedir. Şöyle ki, 1991 yılında %5'lerde olan oran, krizin yaşandığı 2001 yılında %16'lara kadar çıkmıştır. Diğeri bir ifade mali baskınlık derecesi üç kat kadar artmıştır. Ancak bu tarihten itibaren, bu oran ciddi bir biçimde düşerek 2005 yılı itibariyle %2'ler seviyesine gerilemiştir. Nitekim mali baskınlığın bir diğeri göstergesi olan KKBG/GSMH oranı da 2005 ve 2006 yıllarında (sırasıyla %-0,4 ve %-3,0) olarak gerçekleşerek grafik 4'den de izlenebileceği gibi, Türkiye tarihinde ilk

⁴⁸⁶Akyazı, a.g.e., s. 223.

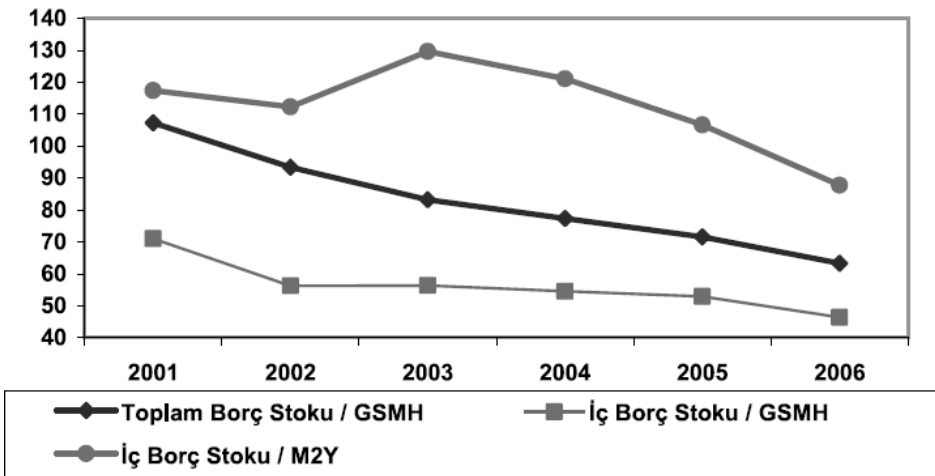
kez kamu kesi borçlanma gereği negatif olmuştur. Hemen belirtmek gerekir ki, kamu kesiminin borçlanma ihtiyacının azaltılması Hazine'nin yurtiçi piyasalardan borçlanmasını azaltacak ve bu da piyasa likiditesi ve genel faiz seviyesi açısından olumlu yansımalara neden olabilecektir. Nitekim 2001 yılında %99,7 olan DİBS bileşik faiz oranının 2006 yılına gelindiğinde %18,2'ye gerilemesi bunun bir göstergesidir (tablo 29).

Grafik 4. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği / GSMH (%)



Kaynak: İsmail Şiriner ve Timur Turgay, "Parasal İstikrarın Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Etkinliği Sorunu," **Finans Politik&Ekonomik Yorumlar**, Cilt. 44, Sayı. 509, 2007, s. 76.

Grafik 5. Mali Baskınlık Göstergeleri (%)



Kaynak: Şiriner ve Turgay, a.g.m., s. 76.

Mali derinlik göstergelerine bakıldığında, Tablo 30'dan da izlenebileceği gibi, mali derinliğin göstergesi olan $M_2/GSYİH$ verileri 1991-1998 dönemi itibariyle, finansal piyasalarda krizin yaşandığı 1994 yılına kadar düştüğü fakat 1994 sonrasında yeniden artma eğilimine girdiği görülmektedir. Söz konusu gelişmede 1994 yılına kadarki dönemde yaşanan finansal kriz nedeniyle piyasalara duyulan güvenin zayıflaması ve hatta neredeyse yok olmasının etkili olduğu söylenebilir. Finansal krizin ardından uygulanan istikrar programının ardından tazelenen güvenle birlikte söz konusu göstergenin artış eğilimine girdiği söylenebilir. Nitekim 1991 yılında $M_2/GSYİH$ oranı %19 iken, 2006 yılında %32'ler seviyesine yükselmiştir.

Tablo 30'dan da izlenebileceği gibi, kamu kesimi açıklarının bir göstergesi olan konsolide bütçe açığının (KBA) gayri safi yurtiçi hasılaya oranının 2006 yılında %2 olması, Maastricht Antlaşması'nda belirtilen %3 kriterinin 1 puan altında gerçekleşerek söz konusu kriterin sağlandığını göstermektedir. Ayrıca toplam borç stokunun (TBS) gayri safi yurtiçi hasılaya oranı da 2006 yılında %60,12 gerçekleşerek %60 kriterinin üzerinde görünmekle birlikte, söz konusu kriterin de hemen hemen sağlandığı söylenebilir.

Yukarıda yapılan incelemeler neticesinde Türkiye'de, mali disiplinin sürdürülmesi sonucunda kamu borç stokunda görülen iyileşme ile birlikte mali baskınlık ve derinlik açısından tehlikenin ortadan kalktığını söyleyebiliriz. Nitekim Kamu borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin tartışmalar geçmişte ekonomideki gündem maddeleri arasında ilk sıralarda yer alırken bugün artık bu yerini kaybetmiştir. Ayrıca, Mali disiplinin sürekliliği konusundaki kaygılar da büyük ölçüde hafiflemiş ve finansal piyasaların derinliği de artmaya başlamıştır⁴⁸⁷. Dolayısıyla, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejiminin ikinci önkoşulunun da yerine getirilmiş olduğu söylenebilir.

⁴⁸⁷TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**, Sayı. 2005-56, Aralık 2005, (Çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/DUY2005-56.php, s. 1.

4.2.3. Güçlü Bir Finansal Sistemin Bulunması Önkoşulu

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için gerekli olan bir başka önkoşul ise güçlü bir finansal sistemin varlığıdır⁴⁸⁸. Güçlü bir finansal sistemin bulunmaması halinde ekonomi finansal krizlere açık ve savunmasız bir hale gelmekte ve yaşanan krizler sonrasında hem enflasyon tekrar yükselmekte hem de reel ekonomik aktivitede çok ciddi daralmalar yaşanmaktadır. Ayrıca finansal sistemdeki kırılganlık merkez bankasının para politikasını iç ekonomik koşullara uygun bir şekilde uygulama yeteneğinin sınırlanmasına da yol açmaktadır.

Bilindiği üzere, son yıllarda banka dışı finansal kurumların sayı ve büyüklüğünde önemli artışlar olmakla birlikte, Türkiye’de finansal akımların büyük çoğunluğu bankacılık sektörü aracılığıyla gerçekleşmektedir. Aralık 2007 itibariyle, finans sektörünün toplam aktiflerinin %75,7’sini bankacılık sektörü varlıkları oluşturmaktadır. Banka dışı mali kesimin başlıca kuruluşları olan finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri ve tüketici finansman şirketlerinin payı ise söz konusu dönemde %3,3 düzeyinde gerçekleşmiştir⁴⁸⁹. Kaldı ki, Banka dışı finansal kurumların çoğu da bankaların yan kuruluşu pozisyonundadır. Dolayısıyla, Türkiye’deki bankacılık sektörünün durumunun incelenmesi söz konusu önkoşulun sağlanıp sağlanmadığı konusunda yeterli ölçüde fikir verecektir.

Türkiye’de faaliyet gösteren mevduat bankaları ile kalkınma ve yatırım bankalarının sayısı 2007 sonunda 46 olmuştur. Bankacılık sektörüne yabancı yatırımcıların ilgisi 2007 yılında da devam etmiştir. Tekfen Bank A.Ş. hisselerinin %70’i Eurobank EFG Holding’e, MNG Bank A.Ş. hisselerinin %91’i Arab Bank PLC ve BankMed’e, Oyak Bank A.Ş. hisselerinin tamamı ise ING Bank N.V’ye

⁴⁸⁸Mishkin, “Inflation Targeting in Emerging Market Countries,” p. 6.

⁴⁸⁹BDDK, **Finansal Piyasalar Raporunun Sekizinci Sayısına İlişkin Basın Açıklaması**, 20.05.2008, (Çevrimiçi) http://www.bddk.org.tr/turkce/Duyurular/Basin_Aciklamalari/481920_May%C4%B1s_FPR.pdf, s. 1.

satılmıştır. Böylece bu üç banka özel sermayeli ticaret bankaları grubundan Türkiye’de kurulmuş yabancı bankalar grubuna geçmiştir⁴⁹⁰.

Tablo 31. Türkiye’de Bankacılık Sektörüne İlişkin Yapısal Göstergeler

Banka ve Şube Sayısı*	2002		2006		2007	
	Banka	Şube	Banka	Banka	Şube	Banka
Mevduat Bankaları	40	6.087	33	6804	33	7570
Kamu Bankaları	3	2.019	3	2.149	3	2.203
Özel Bankalar	20	3.659	14	3.582	11	3.625
Fondaki Bankalar	2	203	1	1	1	1
Yabancı Bankalar	15	206	15	1.072	18	1.741
Kalkınma ve Yat. Bankaları	14	19	13	45	13	48
Kamu Bankaları	3	4	3	22	3	23
Özel Bankalar	8	12	6	11	6	12
Yabancı Bankalar	3	3	4	12	4	13
Toplam	54	6.106	46	6.849	46	7.618
Bankacılık Sisteminde İstihdam Edilen Personel Sayısı						
	2002		2006		2007	
Toplam	123.271		143.143		158.559	

*K.K.T.C. ve yabancı ülkelerdeki şubeler dahil.

Kaynak: TBB, “Türkiye Bankalar Birliği 2007-2008 Dönemi Çalışmalarına İlişkin Faaliyet Raporu, Denetçi Raporları, Bilanço, Hesap Durumu, 31.03.2008 Tarihli Bağımsız Denetim Raporu, 2008-2009 Dönemi Bütçe Tasarısı,” ss. 30-31.

Tablo 31’den de izlenebileceği gibi, Türkiye’deki bankaların 33’ü mevduat bankası, 13’ü ise kalkınma ve yatırım bankasıdır. Mevduat bankalarından 3’ü kamusal sermayeli, 11’i ise özel sermayeli bankadır. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesinde 1 banka bulunmaktadır. Yurtdışı yerleşiklerin %51 oranında paya sahip oldukları yabancı sermayeli mevduat bankalarının sayısı 18 olmuştur. Kalkınma ve yatırım bankalarının 3’ü kamu sermayeli, 6’sı özel sermayeli ve 4’ü yabancı sermayeli bankadır. Banka çalışanlarının yüzde 97’si mevduat bankaları, yüzde 3’ü kalkınma ve yatırım bankaları tarafından istihdam edilmektedir. Bankacılık sektöründe personelin yüzde 26’sı kamu sermayeli mevduat bankalarında,

⁴⁹⁰TBB, Türkiye Bankalar Birliği 2007-2008 Dönemi Çalışmalarına İlişkin Faaliyet Raporu, Denetçi Raporları, Bilanço, Hesap Durumu, 31.03.2008 Tarihli Bağımsız Denetim Raporu, 2008-2009 Dönemi Bütçe Tasarısı, Mayıs 2008, (Çevrimiçi) http://www.tbb.org.tr/turkce/duyurular/tbb/faaliyet_raporu2008.pdf, s. 31.

yüzde 47'si özel sermayeli mevduat bankalarında ve yüzde 23'ü yabancı sermayeli bankalarda çalışmaktadır⁴⁹¹.

Tablo 32. Türkiye’de Bankacılık Sektöründeki Grupların Sektör Payları (%)

	Toplam Aktifler			Toplam Mevduat			Toplam Krediler		
	02	06	07	02	06	07	02	06	07
Mevduat Bankaları	96	97	97	100	100	100	89	97	97
Kamu ve Fon Bankaları	36	30	29	39	37	36	20	23	23
Özel Bankalar	56	55	55	58	53	53	65	59	58
Yabancı Bankalar	3	12	13	2	10	11	4	15	16
Kalkınma ve Yat. Bankaları	4	3	3	-	-	-	11	3	3
Toplam	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Kaynak: TBB, “Türkiye Bankalar Birliği 2007-2008 Dönemi Çalışmalarına İlişkin Faaliyet Raporu, Denetçi Raporları, Bilanço, Hesap Durumu, 31.03.2008 Tarihli Bağımsız Denetim Raporu, 2008-2009 Dönemi Bütçe Tasarısı,” s. 35.

Tablo 32’deki göstergelerden de izlenebileceği gibi, Mevduat bankalarının toplam aktiflerinin sektör içindeki payı %97, kalkınma ve yatırım bankalarının payı ise %3 olmuştur. Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde yaşanan finansal krizlerle birlikte, birçok özel banka ve finans kuruluşunun TMSF’ye devredilmesi ile birlikte kamu bankalarının toplam bankacılık sektörü içerisindeki payı 2002 yılında %36 iken bu oranın 2007 yılı itibarıyla -Fondaki bankalarında satılmasıyla- %29’a gerilemesi sevindirici bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Ancak, Türk finansal sisteminde kamu bankalarının toplam bankacılık kesimi içerisindeki ağırlığı hala yeterince azaltılamamıştır.

Türk finansal sisteminin yeterince güçlü olup olmadığının daha iyi anlaşılabilmesi için finansal sistemin kırılabilirliğinin ölçülmesinde de çok sık kullanılan bankacılık sektörünün toplam aktiflerinin GSYİH’ya oranına bakılması gerekir. Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumunun hazırlamış olduğu “Sekizinci Finansal Piyasalar Raporu”na göre, Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri YTL bazında 581,6 milyar YTL, dolar bazında ise 485 Milyar Dolar’dır. Türk finans sektörünün toplam varlıklarının Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya oranı %89,7, bankaların toplam aktiflerinin söz konusu büyüklüğe oranı ise %67,9 olarak

⁴⁹¹TBB, a.g.r., ss. 31-32.

bulunmuştur⁴⁹². Bu oranın, Çek Cumhuriyeti gibi Avrupa'nın görece daha az gelişmiş bir ülkesinde bile %109,1 olduğu göz önüne alınacak olursa, özelde Türk bankacılık sisteminin genelde ise Türk finans sisteminin yeterince büyük ve güçlü olmadığı daha net bir şekilde anlaşılabilir⁴⁹³.

Tüm bu gelişmelere rağmen, Türk bankacılık sistemine 2007 yılı itibariyle bir göz attığımızda, Sektörün yasal limitlerin oldukça üzerinde sermaye yeterliliği rasyosuyla çalışmaya devam ettiği (%18,9) ve bir önceki yıla göre de serbest sermayenin arttığı görülmektedir. Karlılık göstergelerindeki olumlu seyir Aralık 2007'de de sürmüş, kar eden 46 bankanın toplam aktifler içindeki payı %99,3 seviyesinde gerçekleşmiştir⁴⁹⁴.

Ayrıca, bilanço dışı işlemlerin hacmi de Aralık 2007 dönemi itibariyle toplam 404,9 milyar YTL düzeyine yükselmiş, toplam bilanço büyüklüğüne oranı ise %69,6 olarak gerçekleşmiştir. Son iki yılda toplam türev işlemler yaklaşık 2,5 kat artarken, bilanço dışı işlemler içindeki payları da 7,1 puanlık bir atışla %31,8'e ulaşmıştır. Halihazırda, Türk bankacılık sektörünün, küresel ölçekte konut kredisine dayalı finansal araçlara ilişkin pozisyonunun çok sınırlı düzeyde olduğu görülmektedir⁴⁹⁵.

⁴⁹²BDDK, "Finansal Piyasalar Raporunun Sekizinci Sayısına İlişkin Basın Açıklaması," s. 1.

⁴⁹³Tahir Büyükakın ve Cemil Erarlan, "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi," *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt. 2, Sayı. 8, 2004, s. 31.

⁴⁹⁴BDDK, "Finansal Piyasalar Raporunun Sekizinci Sayısına İlişkin Basın Açıklaması," s. 1

⁴⁹⁵BDDK, a.g.r., ss. 1-2.

Tablo 33. Seçilmiş Finansal Göstergeler

	2005	2006	2007
Aktif Büyüklük (Milyar YTL)			
Bankalar	406.9	499.5	581.6
Finansal Sistem Toplamı	560	668.6	768.6
Finansal Sağlamlık Göstergeleri (%)			
Sermaye Yeterliliği Standart Rasyosu	23.7	22.3	18.9
Serbest Sermaye/Toplam Özkaynaklar	65.7	72.6	75.3
Vergi Sonrası Aktif Karlılığı (ROA)	1.7	2.5	2.8
Vergi Sonrası Özkaynak Karlılığı (ROE)	10.9	19.2	21.8
Finansal Verimlilik Göstergeleri (%)			
Toplam İşletme Giderleri/Toplam Gelirler	65.5	50.4	50.9
Personel Giderleri/ Toplam İşletme Giderleri	28.9	36	37.3

Kaynak: BDDK, “Finansal Piyasalar Raporunun Sekizinci Sayısına İlişkin Basın Açıklaması,” s. 2.

Banka dışı mali kurumlar da Aralık 2007 itibariyle, küresel kriz söylemleri ortamından fazla etkilenmeden büyümelerini sürdürmüşler ve genel olarak ortalama takibe dönüşüm oranları yatay bir seyir izlerken karşılık ayırma konusunda önemli gelişmeler sağlanmıştır⁴⁹⁶.

Türk bankacılık sektöründe 2007 yılı sonu itibariyle, kredilerin miktarı ve toplam aktifler içerisindeki payı da artmıştır. Ayrıca, 2006 yılı boyunca devam eden yüksek karşılık ayırma politikası 2007 yılının ilk yarısında da devam etmiştir. Takibe dönüşüm oranı ise 2007 yılında durağan bir seyir izlemiş ve Aralık 2007 itibariyle %3,42 olarak gerçekleşmiştir. Ticari portföy ve türev işlemlerden kaynaklanan faiz oranı riski incelendiğinde ise riske maruz pozisyonun değişmemesi neticesinde, söz konusu riske duyarlılığın değişmediği görülmektedir. Kur riski açısından bankacılık sektörüne bakıldığında, yabancı para net genel pozisyonunun, 28 Aralık 2007 itibariyle 217 milyon dolar açık verdiği görülmektedir. Yabancı para net genel pozisyonu tutarlarının öz kaynaklara oranının %-3 düzeyinde ve yönetilebilir olduğu görülmektedir. Tüm banka gruplarında günlük yabancı para likidite yeterlilik oranları ve toplam likidite yeterlilik oranları ise Likidite Yönetmeliği’nde belirtilen alt sınırların üzerinde gerçekleşmiştir. Aralık 2005 döneminde %23,7 olarak gerçekleşen sermaye yeterlilik rasyosu, Aralık 2007 dönemi itibariyle %18,9 olarak gerçekleşmiştir. Bankacılık sektörü toplam öz kaynakları, Eylül 2007-Aralık 2007

⁴⁹⁶BDDK, a.g.r., s. 2.

döneminde 5,1 milyar YTL artarak 77,4 milyar YTL olmuş, buna karşın risk ağırlıklı varlıklar 399,3 milyar YTL'ye yükselmiştir⁴⁹⁷.

Buraya kadar yapılan incelemeler neticesinde, Türkiye'de bankacılık sektörüne ait büyüme göstergelerindeki olumlu eğilime rağmen, ülkemizde finansal sektörün ve bankacılık sisteminin henüz çok küçük ölçekte ve sığ olduğu da bir gerçektir. Sermaye piyasamız hala çok küçüktür ve özel kesim bu piyasalardan uzun vadeli kaynak yaratamamaktadır. Bankalar dışındaki finansal kurumların da bilançoları sınırlı büyüklüktedir. Bu nedenle finansal sektör ekonomik ve politik gelişmelerden büyük ölçüde etkilenmektedir. Bunun yanında, bilanço yapısındaki hızlı değişme, türev ürünler gibi daha karmaşık finansal ürünlerin hacminin büyümesi ve kaynakların kısa vadeli yapısı göz önüne alındığında etkin risk yönetimi çok daha hassas ve önemli hale gelmektedir. Bu süreçte, uluslararası rekabete açık olan bankacılık açısından, düzenlemelerde uluslararası kurallara önemli ölçüde yaklaşılması, değişen kurallara uygun olarak geliştirilen risk yönetimi anlayışı, öz kaynaklardaki büyüme ve makro dengelerin sağlıklı olarak kurulmasına yönelik çabalar banka sistemine avantaj sağlayacaktır. Finansal sektörün büyümesi ve sağlıklı olarak çalışmasında ekonomik istikrar yanında, düzenlemelerin istikrarlı, birbirleriyle, ekonomik realiteyle ve uluslararası standartlarla uyumlu olması önemlidir⁴⁹⁸.

Nitekim 2008 yılında dünyayı içine alan küresel krizden Türkiye'nin diğer ülkelere oranla daha az etkilenmesinin altında da yatan gerçeğinde, birçok iktisatçının da iddia ettiği gibi, Türkiye'de gelişmiş bir finansal sistemin bulunmamasından kaynaklandığı söylenebilir. Çünkü 2008 krizi aslında bir finans krizi olarak ortaya çıkmıştı. Dolayısıyla, mevcut koşullar itibariyle Türkiye'de güçlü bir finansal sistemin bulunması önkoşulu tam olarak sağlanamadığı söylenebilir. Ancak her şeye rağmen, 2001 yılında yaşanan bankacılık krizinin ardından Türkiye'de bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması çerçevesinde kabul edilen reformlar ve yapılan

⁴⁹⁷BDDK, a.g.r., s. 2.

⁴⁹⁸TBB, "Türkiye Bankalar Birliği 2007-2008 Dönemi Çalışmalarına İlişkin Faaliyet Raporu, Denetçi Raporları, Bilanço, Hesap Durumu, 31.03.2008 Tarihli Bağımsız Denetim Raporu, 2008-2009 Dönemi Bütçe Tasarısı," ss. ix-x.

düzenlemeler sayesinde, finansal kesimin kırılma eğiliminin azalmaya başladığı ve finansal piyasaların da giderek güçlendiğinin gözden kaçırılmaması gerekir.

4.2.4. Diğer Parasal Değişkenlere İlişkin Katı Bir Taahhüdün Bulunmaması Önkoşulu

Daha önce de belirtildiği üzere, enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi için, para otoritelerinin enflasyon hedefi dışında parasal ücretler ve parasal döviz kurları gibi nominal değişkenlere ilişkin katı bir taahhütte bulunmaması gerekir. Zira para otoritelerinin birden fazla değişkene ilişkin bir taahhütte bulunması, para politikası uygulamalarında bir çelişki doğurur. Diğer bir deyişle para otoriteleri, para politikası uygulamalarında diğer parasal taahhütleri ile enflasyon hedefi taahhüdü arasında bir tercih yapmak zorunda kalabilir. Bu ise, para otoritelerinin enflasyon hedefi taahhüdünden sapmasına yol açacağından, enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce para otoritelerinin enflasyon hedefi dışında parasal büyüklüklere ilişkin bir taahhütte bulunmaması enflasyon hedeflemesinin bir başka önkoşuldur⁴⁹⁹.

Bilindiği üzere, Türkiye, Şubat 2001 krizi ile birlikte dalgalı kur rejimine geçmiştir. Ayrıca, parasal ücretler konusunda da hükümetin katı bir taahhüdü söz konusu değildir. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesinin bir önkoşulu olan, enflasyon hedefi dışında parasal büyüklüklere ilişkin herhangi bir katı taahhüdün olmaması koşulu da Türkiye açısından sağlanmıştır denilebilir⁵⁰⁰.

4.3. TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNE GEÇİŞTE ZAMANLAMA

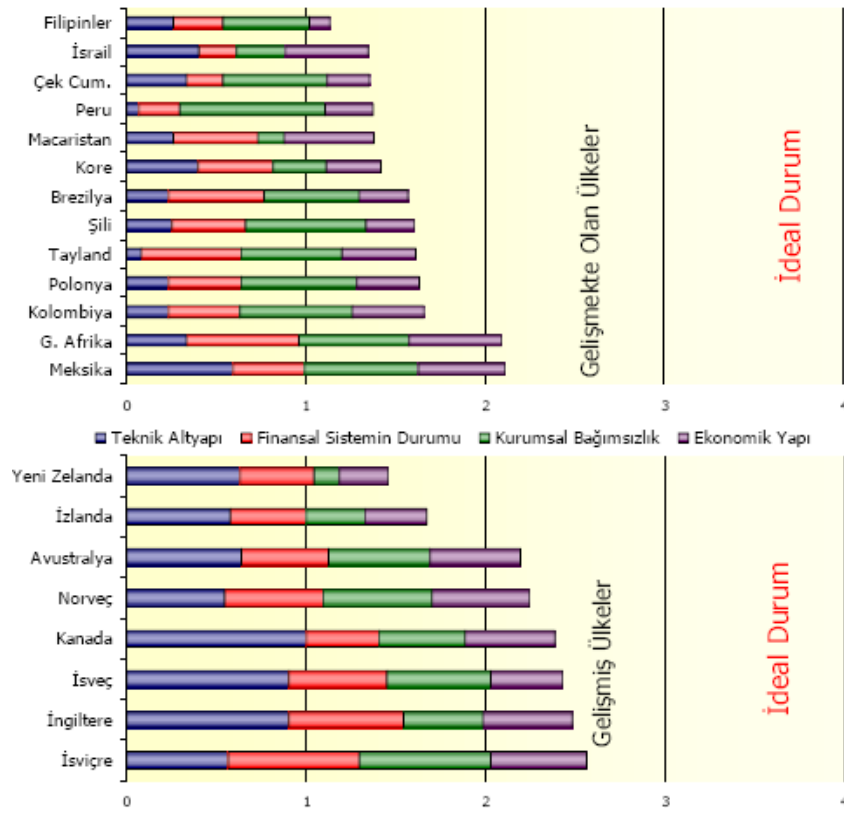
Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin bu rejime geçerken söz konusu önkoşulları ne ölçüde sağlayabildiklerine bakıldığında; bu ülkelerden hiçbirinin

⁴⁹⁹Büyükakın ve Erarslan, **a.g.m.**, s. 24.

⁵⁰⁰**A.e.**, s. 30.

enflasyon hedeflemesi rejiminin teorik olarak öngördüğü tüm koşulları tam anlamı ile aynı anda sağlayabildiği görülmemiştir (Grafik 6). Enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş aşamasında önemli olan, bu koşulların tümünün tam olarak sağlanmasından çok, bu koşullarda enflasyon hedeflemesi rejiminin işlemlerini engellemeyecek ölçüde ilerleme sağlanmış olmasıdır⁵⁰¹.

Grafik 6. Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Başlarken Ülkelerin Önkoşullara Uyum Düzeyleri



Kaynak: TBB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para Ve Döviz Kuru Politikası,” s. 7.

Enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerin hedeflemeye geçtikleri yıldaki seçilmiş bazı ekonomik göstergelerine bakıldığında, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ortalamaları itibariyle aşağıdaki özellikler dikkati çekmektedir⁵⁰²:

⁵⁰¹TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi,” s. 10.

⁵⁰²Öğretmen, a.g.m., ss. 5-6.

1. Kamu borç stokunun GSMH'ya oranı ile ekonominin dışa açıklık oranı göstergeleri açısından gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında belirgin bir farklılık bulunmamaktadır.
2. Gelişmiş ülkeler görece olarak daha sıkı bir mali disiplin içinde bulunmaktadır.
3. Gelişmiş ülkeler dış ticaret ve cari işlemler fazlası verirken, gelişmekte olan ülkelerin bu kalemlerde açıkları bulunmaktadır.

Tablo 34. Enflasyon Hedeflemesi Öncesi Dönemde Ülkelerin Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri (%)

Gelişmiş Ülkeler							
Ülke Adı	Yıllar	Enflasyon Oranı	Kamu Borcu / GSMH	Bütçe Dengesi / GSMH	Dış Tic. Hacmi / GSMH	Dış Tic. Dengesi / GSMH	Cari Denge / GSMH
Avustralya	1992	1.22	19.0	-3.6	12.6	0.2	-1.5
İngiltere	1991	3.57	34.4	-3.1	49.7	-1.7	-1.4
İsveç	1992	1.76	63.3	-7.8	52.9	1.7	-3.0
İsviçre	1999	1.63	51.4	-0.2	64.4	-0.1	11.8
İzlanda	2000	4.05	42.2	2.7	79.3	-5.7	-10.2
Kanada	1990	6.83	n.a.	-3.8	45.3	0.8	-3.8
Norveç	2000	3.64	22.0	14.9	74.7	15.6	14.2
Y. Zelanda	1989	7.03	61.9	4.0	13.7	0.7	-0.9
Gelişmekte Olan Ülkeler							
Brezilya	1998	6.51	42.2	-7.5	13.8	-0.8	-4.2
Çek Cum.	1997	10.70	12.9	-2.3	95.4	-8.6	-6.1
Filipinler	2001	3.80	59.7	-4.5	88.0	-1.0	1.8
G. Afrika	1999	2.65	37.5	-2.4	46.5	3.0	-0.4
İsrail	1991	18.03	140.5	-6.2	48.6	-8.2	-0.7
Kolombiya	1998	9.22	30.0	-3.8	25.7	-2.5	-5.3
G. Kore	1997	6.57	9.2	-1.7	58.8	-0.6	-1.7
Macaristan	2000	10.78	54.9	-3.6	129.1	-6.2	-6.0
Meksika	1998	18.61	54.9	-1.2	57.7	-1.9	-3.8
Peru	1993	39.49	56.2	-2.6	24.1	-2.8	-5.2
Polonya	1997	13.20	46.0	-1.2	45.6	-7.8	-3.1
Şili	1990	27.31	99.6	0.8	51.7	4.3	-1.6
Tayland	1999	1.04	55.6	-3.5	81.2	9.3	10.2
Türkiye	2005	7.70	34.1	-2.0	52.6*	-11.9*	-6.4

*Dolar bazındaki rakamların birbirine oranlamasıyla bulunmuştur.

Not: n.a., uygulamanın mümkün olmadığını göstermektedir.

Kaynak: Öğretmen, a.g.m., s. 20; DPT, **Temel Ekonomik Göstergeler 2005**, (Çevrimiçi) <http://www.ekutup.dpt.gov.tr/teg/2005/01/tvii.4.xls>; TÜİK, **Dış Ticaret İstatistikleri Haber Bültenleri 2006**, (Çevrimiçi) <http://www.die.gov.tr/TURKISH/SONIST/DISTICIST/disticist.html>; TÜİK, **Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2006.**, (Çevrimiçi) <http://www.dpt.gov.tr>.

Tablo 34'deki göstergelere ülke bazında bakıldığında aşağıdaki özellikler göze çarpmaktadır:

1. Kamu borcunun GSMH'ya oranı İsrail (%140,5) ve Şili (%99,6) dışında %60 civarı ve altındadır. Gelişmekte olan ülkelerde oranın en düşük olduğu ülkeler Güney Kore (%9,2) ve Çek Cumhuriyeti (%12,9) olurken, diğerleri ortalama değer civarında bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ise bu oran en yüksek İsveç (%63,3) ve Yeni Zelanda'da (%61,9), en düşük ise Avustralya (%19) ve Norveç'te (%22) bulunmaktadır. Türkiye ise gelişmekte olan ülkeler içerisinde Güney Kore (%9,2), Çek Cumhuriyeti (%12,9) ve Kolombiya (%30)'dan sonra Türkiye (%34,1) ile dördüncü sırada yer almaktadır.

2. Bütçe Dengesi/GSMH, İsveç (%-7,8), Brezilya (%-7,5) ve İsrail (%-6,2) dışında %-3 civarı ve altında bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde sadece Şili'de bütçe fazlası bulunurken, gelişmiş ülkeler içinde Norveç (%14,9), Yeni Zelanda (%2,7) ve İzlanda'nın (%4,0) bütçe fazlası bulunmaktadır. Türkiye ise gelişmekte olan ülkeler içerisinde Şili (%0,8), Polonya (%-1,2), Meksika (%-1,2) ve Güney Kore (%-1,7)'den sonra Türkiye (%-2,0) ile beşinci sırada yer almaktadır.

3. Bu ülkelerin mal ve hizmet ticaretinde dışa açıklık oranı (Dış Ticaret Hacmi/GSMH) %50 civarı ve üzerinde bulunmaktadır. Sadece 3 ülkede bu oran %13 gibi düşük seviyede bulunurken, iki ülkede de %25 civarında bulunmaktadır. Dışa açıklık açısından Macaristan (%129,1), Çek Cumhuriyeti (%95,4) ve Filipinler (%88) dikkat çeken ülkeler arasında bulunmaktadır. Mal ve hizmet ticaretinde dışa açıklık bakımından Türkiye ise (%52,6) ile gelişmekte olan ülkeler arasında yedinci sırada yer almaktadır.

4. Bu ülkelerin dış ticaret dengesi (X-M)/GSMH oranı ise sekiz ülke dışında negatiftir. Dış ticaret dengesi fazla veren ülkeler arasında bu oran sırasıyla Norveç (%15,6), Tayland (%9,3), Şili (%4,3), Güney Afrika (%3,0), İsveç (%1,7), Kanada (%0,8), Yeni Zelanda (%0,7) ve Avustralya'da (%0,2) ile bu ülkeler arasında en başarılı ülke Norveç'tir. Yine fazla veren bu ülkeler arasında gelişmekte olan

ülkelerin sayısı sadece iki tanedir ve Türkiye (%-11,9) ile tüm ülkeler arasında sonuncudur.

5. Cari açık seviyesi ekonomi üzerinde ciddi baskılar yaratabilecek ülke sayısı sınırlıdır. Toplam 7 ülke’de Cari Açık/GSMH oranı %4 civarı ve üstündedir. Bu ülkeler sırasıyla İzlanda (%-10,2), Türkiye (%-6,4), Çek Cumhuriyeti (%-6,1), Macaristan (%-6,0), Peru (%-5,2) ve Brezilya (%-4,2) ile Türkiye enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler arasında cari açık açısından İzlanda’dan sonra en kötü ikinci ülkedir. Bu ülkeler arasında cari fazla veren dört ülke ise sırasıyla Norveç (%14,2), İsviçre (%11,8), Tayland (%10,2) ve Filipinler (%1,8) ile bu ülkeler arasında en başarılı ülke Norveç’tir.

6. Hedefleme öncesi dönemde gelişmekte olan ülkelerin önemli bir bölümü iki haneli enflasyon seviyesine sahip bulunmaktadır. Bu ülkelere özellikle Peru (%39,49), Şili (%27,31), Meksika (%18,61) ve İsrail (%18,03) en yüksek enflasyon seviyesine sahip ülkeler arasındadır⁵⁰³. Türkiye ise gelişmekte olan ülkeler içerisinde Tayland (%1,04), Güney Afrika (%2,65), Filipinler (%3,80), Brezilya (%6,51) ve Güney Kore (%6,57)’den sonra Türkiye (%7,70) ile altıncı sırada yer almaktadır. Gelişmiş ülkelerde ise durum çok farklıdır. Hedefleme öncesi dönemde gelişmiş ülkelerde enflasyon oranı genellikle %4 civarı ve altındadır. Bu ülkelere sadece Kanada (%6,83) ve Yeni Zelanda (%7,03) ile %4’ün üzerinde bir enflasyon oranına sahiptir. Buna rağmen bile bu iki ülkenin enflasyon oranının tek haneli ve %10’un altında olduğu görülmektedir.

Buraya kadar yapmış olduğumuz incelemeler neticesinde, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin önkoşullarının sağlanması konusunda büyük ölçüde ilerleme kaydedildiğini söyleyebiliriz. Ayrıca tablo 34’deki göstergelere bakıldığında da dış ticaret dengesi ve cari açık haricinde diğer makro ekonomik göstergeler açısından Türkiye’nin gelişmekte olan ülkeler arasında üst sıralarda yer aldığını görmekteyiz. Sonuçta 2006 yılı

⁵⁰³Öğretmen, **a.g.m.**, s. 5.

itibariyle, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimine geçişte zamanlamanın doğru yapıldığını söyleyebiliriz.

4.4. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN İŞLEYİŞİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER

Kuşkusuz sadece önkoşulların sağlanması ve enflasyon hedeflemesine geçişte zamanlamanın doğru yapılmış olması enflasyon hedeflemesinin başarısı için yeterli olmayacaktır. Çünkü enflasyon hedeflemesinin başarısı söz konusu önkoşulların yanında, stratejinin uygulama esaslarıyla da yakından bağlantılıdır. Şimdi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından enflasyon hedeflemesinin uygulama çerçevesinin düzenlenmesi ve işleyişine ilişkin meseleler ele alınacak ve bunlardan hareketle Türkiye için bazı öneriler yapılmaya çalışılacaktır.

4.4.1. Endeks Seçimi

Çalışmanın birinci ve ikinci bölümlerinde de değinildiği üzere fiyat istikrarı konusundaki retoriğin aksine, uygulamada kısa dönem ekonomik aktivitenin istikrarı göz önüne alınarak fiyat düzeyinin değil, enflasyon oranının hedef olarak seçildiği görülmektedir. Hedef enflasyon oranı belirlenirken öncelikle hangi fiyat endeksinin esas alınacağına karar verilmelidir. Enflasyon hedeflemesini uygulayan merkez bankalarının hepsi tüketici fiyatları endeksini baz alarak enflasyon hedefini belirlemektedir. Tüketici fiyatları endeksinin seçilmesinin nedenleri ise, bu endeksin halk tarafından en çok bilinen ve –özellikle ücret görüşmelerinde- kullanılan enflasyon ölçütü olması, diğer endekslere oranla daha sık yayınlanması ve daha az revize edilmesi gibi teknik avantajlara sahip olmasıdır⁵⁰⁴.

⁵⁰⁴ Almeida and Goodhart, **a.g.m.**, p. 65.

Ancak, tüketici fiyatları endeksi, para politikası tarafından kontrol edilemeyen birçok şoka maruz kalmakta ve bu durumlarda merkez bankasının asıl kaygı duyduğu temel enflasyonist baskıları yansıtmamaktadır. Örneğin, dolaylı vergilerdeki veya sübvansiyonlardaki değişimler tüketici fiyatları endeksinde önemli kısa vadeli etkiler yaratmakla birlikte, genellikle enflasyonist baskılarla ilişkili değildir. Benzer bir şekilde, tüketici fiyatları endekslerinde, enflasyon üzerinde para politikası değişimleri ile aksi yönde etkiler yaratan, faizle ilgili maliyetlere yer verilmektedir. Enflasyonu düşürmek amacıyla uygulanan daraltıcı para politikası faiz oranlarının ve dolayısıyla maliyetlerinin yükselmesi nedeniyle tüketici fiyatları endeksinde yükselme yönünde bir baskı yaratacaktır. Ayrıca, arz şokları sonucu meydana gelebilecek enflasyon artışı ve hasıla azalmasına karşı, -daraltıcı para politikasının reel ekonomik aktivite üzerinde olumsuz sonuçlar doğurmasından kaçınmak için- merkez bankasının genişletici para politikası uygulaması zorunluluğu ortaya çıkacaktır. Ancak, merkez bankasının izleyeceği bu genişletici politika fiyatlarda bir sefere mahsus bir artışa, yani tüketici fiyatları endeksinin yükselmesine neden olacaktır⁵⁰⁵.

Söz konusu problemlerden dolayı, endeks seçimi konusunda enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler arasında izlenen birliğin aksine, endeksin içeriği konusunda farklılıklar gözlenmektedir. Bu durum, esasen otoritelerin şeffaflık ile esneklik arasında yapmış oldukları tercihten kaynaklanmaktadır. Şöyle ki bazı ülkeler basit ve daha kolay anlaşılır olması nedeniyle tüm grupları içeren (headline) tüketici fiyatları endeksini kullanarak şeffaflığı, diğerleri de bazı kalemlerin endeksten çıkarılmasıyla elde edilen çekirdek (underlying veya core) enflasyonu kullanarak reel ekonomik aktivitede ortaya çıkabilecek dalgalanmalardan kaçınmayı, yani esnekliği tercih etmektedirler⁵⁰⁶.

Esnekliği sağlamanın bir başka yolu ise, hedefin tüm kalemleri içeren tüketici fiyatları endeksine göre belirlenmesi ve para politikası çerçevesinde söz konusu geçici fiyat şoklarının ortaya çıkması sonucu yaşanabilecek hedef

⁵⁰⁵A.e.

⁵⁰⁶Bernanke et al., a.g.e., p. 290.

sapmalarını izah etmeye imkan verecek “kaçınma şartlarına” (escape clauses) yer verilmesidir. Ancak, kaçınma şartlarına ilişkin düzenlemelerin muhtemel tüm şokları içermesi gerekir ki bu da ironik bir şekilde para politikasının esnekliğini yitirmesine neden olabilir⁵⁰⁷.

Gelişmekte olan ülkelerin çok sayıda ve değişken arz şoklarına maruz kalma olasılığı yüksek olduğundan, çekirdek enflasyonu esas almaları gerekmektedir birlikte, para politikasının güvenilirliğini ve şeffaflığı artırma zorunluluğu ve endekslerdeki kalite ve güvenilirlik düşüklüğü göz önüne alındığında, bu ülkelerin genel tüketici fiyatları endeksini kullanmalarının daha makul bir tercih olacağı ileri sürülebilir⁵⁰⁸.

Bu çerçevede, Türkiye’de Toplumun her kesimi tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için, enflasyon hedefinin Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir⁵⁰⁹. Bunun yanı sıra para politikasının kontrolünde olmayan unsurları dışlayarak enflasyonun altında yatan gerçek nedenleri görebilmek amacıyla, çekirdek enflasyon görevi gören ve 2005 yılında hesaplanmaya başlanan “özel kapsamlı enflasyon göstergeleri” de TCMB tarafından dikkatle takip edilmektedir⁵¹⁰.

Söz konusu değerlendirmeler ışığında, Türkiye’nin enflasyon hedeflemesi çerçevesini şekillendirilirken ilan edilecek enflasyon hedefine baz olarak çekirdek enflasyonu değil de genel tüketici fiyat endeksini baz almasının doğru bir karar olduğu söylenebilir. Çünkü öncelikli problem güvenilirlik ve şeffaflığın sağlanması ve artırılmasıdır. Ancak TCMB, Kanada uygulamasında olduğu gibi TÜFE ile birlikte çekirdek enflasyonu da hedefleyebilirdi. Veya ikinci bir yol olarak da TÜFE’yi baz alırken, özel kapsamlı enflasyon göstergelerini de dikkatle takip etmenin ötesinde, para politikası uygulamalarına yön verilmesinde bu göstergeleri kullanabilirdi.

⁵⁰⁷Almeida and Goodhart, **a.g.m.**, pp. 65-66.

⁵⁰⁸Masson, Savastano and Saharma, **a.g.m.**, p. 34.

⁵⁰⁹TCMB, “**Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası,**” s. 4.

⁵¹⁰TCMB, “**Enflasyon Hedeflemesi Rejimi,**” s. 20.

Hemen belirtelim ki, hedeflerin açıklanmasında genel tüketici fiyat endeksinin esas alınması, merkez bankasının ise çekirdek enflasyon oranına göre politikalarını yönlendirmesi yolunun benimsenmesi halinde, güvenilirlik problemi yaratmamak için bu iki endeks arasında uzun dönemde büyük ve kalıcı bir sapma oluşup oluşmadığı dikkatle izlenmelidir. Eğer, genel tüketici fiyatları endeksi ile çekirdek enflasyon arasında kalıcı ve önemli bir fark ortaya çıkarsa, güvenilirlik kaybından kaçınmak için, politikalar iki endeks arasındaki farkı kapatacak şekilde yönlendirilmelidir.

Ayrıca, merkez bankasının esas alacağı çekirdek enflasyon oranları da merkez bankası tarafından değil, TÜİK tarafından hazırlanmalı ve yayınlanmalıdır. Aksi takdirde, hem hesap verebilirliğin hem de şeffaflığın zarar görebileceği unutulmamalıdır.

Bilindiği üzere, hükümet kontrolünde olan fiyatların endeksler üzerinde ciddi bir etkisi bulunmaktadır. Bu nedenle, mali otorite ile parasal otorite arasında, hükümet kontrolündeki fiyatlarda yapılacak değişikliklerin zamanlaması ve büyüklüğü konusunda yüksek dereceli bir koordinasyon sağlanmasına yönelik çalışmaların yapılması da bir başka zorunluluktur.

4.4.2. Hedef Enflasyon Oranı

Birinci bölümde belirtildiği üzere, gelişmiş ülke uygulamalarına bakıldığında, fiyat istikrarının %1-3 gibi bir enflasyon oranına karşılık geldiği görülmektedir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik koşulları dikkate alındığında, enflasyonu söz konusu düzeylere indirmenin çok önemli hasıla maliyetlerine yol açabileceği, dolayısıyla da bu ülkeler için daha yüksek bir enflasyon oranının optimal olacağı ileri sürülebilir. Örneğin, Masson, Savastano ve Saharma, gelişmekte olan ülkeler için orta vadeli hedef olarak %4-8 arası bir yıllık enflasyon hedefinin benimsenmesinin uygun olacağı görüşündelerdir⁵¹¹.

⁵¹¹Masson, Savastano and Saharma, **a.g.m.**, p. 34.

Bu çerçevede, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin bu ilk aşamasında Katılım Öncesi Ekonomik Program ve üç yıllık bütçe planlarıyla uyumlu olarak, 2006, 2007 ve 2008 için yılsonu hedefleri sırasıyla %5, %4 ve %4 olarak belirlenmiştir⁵¹². Kuşkusuz, uzun vadede ulaşılması gereken düzey gelişmiş ülkelerde olduğu gibi %1-3 oranları civarında olmalıdır. Ancak üçüncü bölümde incelenen ülke örnekleri, tarihsel, kültürel, ekonomik ve siyasal farklılıklar nedeniyle, “her ülkeye uygun tek ve en iyi uygulama” olmadığını göstermiştir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde genel yapı oluşturulurken Türkiye’ye özgü bir modelin oluşturulması ve başlangıçta optimal enflasyon oranının da bu çerçevede belirlenmesi gerekirdi. Nitekim ülke uygulamaları doğrultusunda, enflasyon oranlarının denge enflasyon oranına yaklaştırılması hızına bakıldığında da enflasyon hedeflemesini uygulayan 9 ülkenin ortalama olarak 10 çeyrek dönemde bunu sağlayabildikleri görülmektedir. Ancak, doğal olarak, yüksek enflasyon oranına sahip ülkelerde bu süre daha da uzun olmuştur. Örneğin, Şili’de enflasyon hedeflemesine geçişte %30’lara yakın olan enflasyon oranı, ancak 36 çeyrek dönem sonucunda (9 yıl) denge seviyesi olarak kabul edilen %2,5’a düşürülebilmektedir. Benzer durum İsrail için de geçerlidir. İsrail’de enflasyonun denge seviyesine yaklaştırılması 24 çeyrek dönemi almıştır. Buna karşın Avustralya ve İsveç’te denge enflasyon oranı için belirli bir süre gerekmemiştir. Zira bu iki ülkenin enflasyon hedeflemesine başladıkları yıllarda sahip oldukları enflasyon oranı, denge seviyesi olarak kabul edilmekteydi⁵¹³.

Yukarıda yapılan açıklamalar ışığında, Türkiye’de –örtük enflasyon hedeflemesi altında elde edilen başarılı sonuçlarında etkisiyle- başlangıç aşamasında ilan edilen hedeflerin optimal enflasyon oranlarını yansıtmadığını söyleyebiliriz. Nitekim Türkiye’de, hedeflerin iki yıl üst üste aşılması ve 2008 yılında da aşılmasının beklenmesi bu iddiayı doğrular niteliktedir. Bu durum ise enflasyon hedeflerinin beklentiler için çapa olma fonksiyonunun zayıflamasına neden olmuştur. Arz şoklarının ve küresel ekonomideki sorunların halen devam etmesi nedeniyle de para politikasının temkinli

⁵¹²TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası,” s. 4.

⁵¹³Akyazı, a.g.e., ss. 146-147.

duruşu altında dahi orta vadeli hedef olan %4 enflasyon oranına ulaşmanın oldukça uzun bir süre alabileceği ve söz konusu hedeflerin nominal çapa özelliğini yitirdiği görülmüştür⁵¹⁴. Merkez Bankası, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak ve uygulanan rejimin itibarını tesis etmek amacıyla, Haziran 2008’de Hükümete hitaben yazılan bir açık mektupla orta vade için yeni hedefler belirlenmesini önermiştir. Merkez Bankası’nın bu önerisi Hükümet tarafından da benimsenmiş ve buna göre enflasyon hedefleri 2009-2011 dönemi için sırasıyla %7,5, %6,5 ve %5,5 olarak belirlenmiştir. Böylece, iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken referans alabilecekleri enflasyon hedefleri belirlenerek, enflasyon beklentilerinin yeniden kontrol altına alınması ve enflasyonla mücadelenin maliyetinin azaltılması amaçlanmıştır⁵¹⁵.

4.4.3. Hedef Aralığı

Bazı ülkeler enflasyon hedefini “nokta hedef” olarak belirlerken, bazıları “bant hedef” uygulamasını seçmektedirler. Bazı ülkelerin ise enflasyonun alabileceği değerin üst sınırını hedef olarak belirlediği görülmektedir. Uygulamalara bakıldığında, 23 ülkeden sadece bir tanesinde üst sınır (tavan) şeklinde hedef aralığı belirlenirken geriye kalan 22 ülkeden 12 tanesi nokta ve 10 tanesi de belli bir bant aralığında enflasyon hedefleri ilan edilmektedir. Ayrıca nokta hedef ilan eden merkez bankalarının tamamında da hedef etrafında bir aralık oluşturulmaktadır.

Nokta hedef belirleyen merkez bankaları, enflasyon oranını, genellikle bir aralığın ortası olan, belirli tek bir noktaya getirmeyi amaçlamaktadırlar. Aralık hedef belirleyen merkez bankaları ise, enflasyon oranını belirli bir noktaya odaklanmaksızın bir aralık içine getirmeyi ve o aralık içinde tutmayı amaçlamaktadırlar⁵¹⁶.

⁵¹⁴TCMB, **Haftalık Basın Bülteni**, Sayı. 11, Eylül 2008, s. 1.

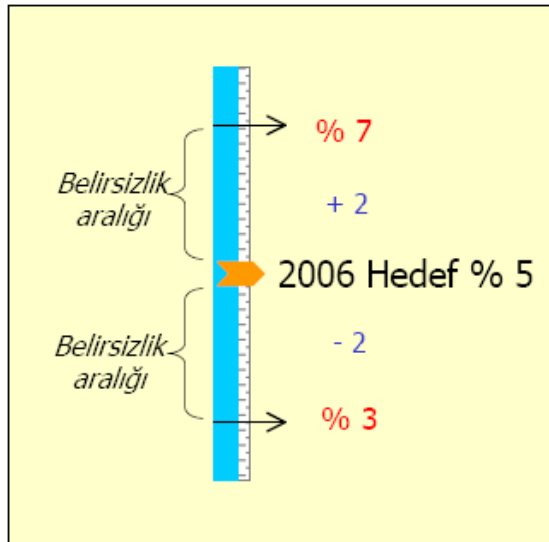
⁵¹⁵TCMB, **2009 Yılında Para ve Kur Politikası**, Ankara, 12 Aralık 2008, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, s. 5.

⁵¹⁶TCMB, **“Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası,”** s. 30.

İkinci bölümde belirtildiği üzere, Hedefin, aralık olarak belirlenmesi, şoklara karşı tepki vermede merkez bankasına daha fazla esneklik kazandıracak ve halka enflasyonun tamamen kontrol edilemediği mesajını yollaması nedeniyle de daha inandırıcı olacağı ileri sürülebilir. Ayrıca, hedefi tutturma ihtimali de nokta hedeften daha fazladır. Ancak, aralık hedefinin tutturulamaması, nokta hedefin tutturulamamasına oranla güvenilirlik üzerinde daha olumsuz bir etki yaratacaktır⁵¹⁷.

Bu çerçevede, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimine geçilirken hedefler “nokta hedef” olarak tercih edilmiştir. Bunun sebebi bu tür nokta hedeflerin kolay anlaşılabilir olması; dolayısıyla iletişim açısından avantajlı ve bekleyişleri yönlendirmede daha etkili olmasıdır. Nokta hedefleme yapan ülkelerin tümünde olduğu gibi Türkiye’de de nokta hedefin etrafında bir “belirsizlik aralığı” belirlenmiştir. Buna göre 2006 yılı için belirsizlik aralığı grafik 7’den de izlenebileceği gibi, her iki yönde 2 puandır⁵¹⁸. 2007 ve 2008 yılları içinde belirsizlik aralıkları değiştirilmemiş olup her iki yönde 2 puan olarak oluşturulmakla birlikte hedefler %4 nokta hedef olarak belirlenmiştir.

Grafik 7. 2006 Yılı İçin Belirsizlik Aralığı



Kaynak: TBB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para Ve Döviz Kuru Politikası,” s. 19.

⁵¹⁷Bernanke et al. a.g.e., p. 294.

⁵¹⁸TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi,” ss. 20-21.

Hedef etrafında bir aralık oluşturulması, enflasyon hedeflemesi uygulayan ve nokta hedef ilan eden merkez bankalarının büyük bir çoğunluğu tarafından tercih edilen bir uygulamadır⁵¹⁹. Bunun nedeni ise nokta hedefin tam olarak tutturulmasının hemen hemen imkansız olmasından kaynaklanmaktadır. Çünkü petrol fiyatları, uluslararası gelişmeler, dolaylı vergilerdeki değişiklikler, kamudaki fiyat ayarlamaları ve tarım ürünlerinin fiyatlarında iklimden kaynaklanan ani hareketler gibi para politikasının kontrolünde olmayan unsurların enflasyon üzerinde önemli bir etkisi vardır. Bu etkiler gerçekleşen enflasyonun hedeflenen noktadan sapmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle nokta hedefleme yapan ülkelerin tümünde nokta hedef etrafında ülkeden ülkeye değişen büyüklükte bir aralık tanımlandığı görülmektedir. Bu aralığı, bazı ülkeler “belirsizlik”, bazıları “güven”, bazıları ise “hoşgörü” aralığı olarak isimlendirmektedirler⁵²⁰.

Merkez bankalarının nokta hedef etrafında bir aralık oluşturmaları, para politikasının normalin üzerinde gevşetileceği anlamına gelmemektedir. Ayrıca, belirsizlik aralığının oluşturulması ile “orta vadeli bakış” arasında da yakın bir ilişki vardır. Enflasyonu belirgin şekilde artıran veya azaltan geçici dışsal şoklarla mücadele edilirken makroekonomik dalgalanmaların en aza indirgenebilmesi açısından da, nokta hedefin etrafında referans olarak alınabilecek bir “belirsizlik aralığına” ihtiyaç duyulmaktadır. Merkez Bankası açısından orta vadede önemli olan, enflasyondaki geçici dalgalanmalardan ziyade, enflasyonun kademeli olarak aşağı inerek bir yıl içinde yüzde 5, iki yıl içinde ise yüzde 4 civarına gelmesi ve belirli bir istikrara kavuşmasıdır. Dikkat edilirse, bu tür bir uygulamada orta vadeli enflasyon hedefi ön plana çıkmaktadır. Büyük dışsal şokların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine anında tepki verilmemekte, orta vadeli hedeflere vurgu yapılarak politika tepkisi zamana yayılmaktadır⁵²¹.

Bu bilgiler ışığında, Türkiye’de nokta hedeflemesi uygulamasının daha avantajlı ve doğru bir karar olduğu söylenebilir. Ancak, Türkiye’de enflasyon

⁵¹⁹TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası,” ss. 6-7.

⁵²⁰TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi,” s. 13.

⁵²¹TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası,” ss. 7-8.

hedeflemesine geçildiği 2006 yılında, enflasyon hedefleri başlangıç aşamasında (\pm) %2,5'luk bir belirsizlik aralığı formunda %8 nokta hedefi olarak ilan edilebilirdi. Daha sonra ise, enflasyonu düşürmedeki performansa, endekslerin kalitesindeki ve enflasyon tahminlerindeki gelişmeye paralel olarak belirsizlik eşikleri aşamalı bir şekilde daraltılarak, hedeflenen enflasyon oranı küçültülebilirdi. Nitekim Brezilya'da enflasyon hedeflemesinin ilk dört yılında nokta hedef etrafında 2 puanlık bir aralık açıklanırken, dışsal şoklar nedeniyle 2003 yılından itibaren zaman zaman hedeflerin yenilenmesi söz konusu olmuş ve aralığın genişliği her iki yönde 2,5 puana yükseltilmiştir. Gidişatın normale dönmeye başlamasıyla birlikte, 2006 yılından itibaren aralık yeniden 2 puana düşürülmüştür⁵²².

4.4.4. Hedefleme Süresi

İkinci bölümde belirtildiği üzere, hedefleme süresi ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin bir kısmı, enflasyon hedefini sürekli (belirsiz zaman aralığı), orta veya uzun vadeli (çoklu yıl) adı altında zaman sınırı koymaksızın ilan etmektedir. Enflasyon hedefini bu şekilde belirleyen ülkelere bakıldığında, bu ülkelerin fiyat istikrarını sağlamış ve bunu sürdürmeye çalışan ülkeler oldukları görülmektedir. Örneğin; İngiltere'de 2004 yılından beri enflasyon hedefi yüzde 2'dir ve hedefin değiştirileceğine ilişkin bir açıklama yapılmadığı sürece bu hedefin devam edeceği açıklanmıştır⁵²³. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan diğer ülkeler ise, fiyat istikrarına ulaşma amacı çerçevesinde enflasyon hedeflerini 1 ile 2 yıl arasında değişen süreler için belirlemektedirler (Tablo 7). Örneğin; Norveç, Filipinler ve Güney Afrika 2 yıllık bir hedef ufkuна sahipken, Brezilya'nın hedef ufku 1 yıldır.

Bu çerçevede, Türkiye'de 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçildiği ve enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığını ve diğer makroekonomik projeksiyonlarla uyumunu da artıracığı düşüncesiyle hedefler üç

⁵²²<http://www.bcb.gov.br/pec/metast/InflationTargetingTable.pdf>

⁵²³TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejimi," s. 14.

yıllık olarak ilan edilmiştir⁵²⁴. Ayrıca, 2009 yılından itibaren de iktisadi birimlerin önlerini daha iyi görebilmelerine ve daha uzun vadeli bir perspektif oluşturabilmelerine katkıda bulunmak amacıyla tahmin ufku üç yıl olarak değiştirilmeden uzatılmıştır⁵²⁵.

4.4.5. Hedefin Belirlenmesi ve İlan Biçimi

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşması açısından para ve maliye otoriteleri arasındaki zorunlu işbirliği, hedefi belirleme yetkisinde de kendini göstermektedir. Rakamsal enflasyon hedefinin kimin tarafından belirleneceği ülkeden ülkeye değişmektedir. Enflasyon hedefleri; bazı ülkelerde hükümet tarafından, bazı ülkelerde merkez bankası tarafından, bazılarında ise hükümet ve merkez bankasının ortak kararıyla belirlenmektedir⁵²⁶. 7 ülke dışında hedefler, merkez bankası ile hükümet arasında yapılan görüşmeler neticesinde belirlenmektedir. Yetki açısından bakıldığında ise İnceleme konusu 23 ülkeden 8'inde hükümet ve merkez bankası birlikte hedefi belirlerken, 9'unda merkez bankası, 6'sında ise hükümet yetkili kılınmaktadır⁵²⁷ (Tablo 5).

Enflasyon hedefine ulaşılmasında para politikalarının yanı sıra diğer ekonomi politikaları da oldukça etkilidir. Bu kapsamda Hükümetin, uyguladığı politikaları enflasyon hedefi doğrultusunda para politikası ile uyumlaştırması enflasyonun düşürülmesinde büyük önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra uygulanan para politikası stratejisinin hükümet tarafından desteklenmesi, ekonomik birimlerin uygulanan para politikasına ve enflasyon hedeflerine duyduğu güveni artırmaktadır. Tüm bunlar göz önüne alınarak, 2001 yılında TCMB Kanunu'nda yapılan değişiklik ile rakamsal enflasyon hedefinin ne olacağını Hükümet ve TCMB'nin birlikte belirlemesi kanunlaşmıştır.

⁵²⁴TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası," s. 4.

⁵²⁵TCMB, "2009 Yılında Para ve Kur Politikası," s. 9.

⁵²⁶TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejimi," s. 11.

⁵²⁷Öğretmen, a.g.m., s. 8.

Bu Kanun hükmü çerçevesinde, enflasyon hedeflemesi rejiminde hedefler Hükümet ile birlikte belirlenmiştir⁵²⁸.

Enflasyon hedefinin ilan edilmesi yöntemi ise maliye bakanı ve TCMB başkanının ortak açıklaması şeklinde düzenlenmeliydi. Çünkü enflasyon hedefinin sadece merkez bankası tarafından ilan edilmesi, siyasal otoritenin bu hedefe ne ölçüde bağlı kalacağı konusunda piyasalara ve halka bir sinyal göndermeyecek ve güvenilirlik problemi yaratacaktır⁵²⁹. Dahası, enflasyon hedefi konusundaki ortak taahhüt, politikacıların miyopik tutumlarını gözden geçirmelerine ve enflasyona karşı duyarlı olmalarını sağlayarak, maliye politikaları üzerinde disipline edici bir baskı oluşturacaktır⁵³⁰.

4.4.6. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

TCMB'nin, TCMB kanununda yapılan değişiklik ile güvenilir bir para politikasının ayrılmaz bileşenlerinden şeffaflık ve hesap verebilirlik konusunda da önemli kazanımlar elde ettiği görülmektedir. Şeffaflık çerçevesindeki önemli bir sorumluluğun, Para Politikası Kurulu eliyle yerine getirildiği görülmektedir. Şöyle ki, söz konusu kanun ile 1211 sayılı TCMB kanununa eklenen madde 22/A ile Para Politikası Kurulu;

“Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibariyle raporlar hazırlayarak Hükümetin ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi⁵³¹,”

ile görevli ve yetkilidir.

Bu çerçevede kamuoyunun bilgilendirilmesi, yapılan para politikası uygulamalarının gerekçelerinin açıklanması uygulanan para politikasının

⁵²⁸TCMB, “**Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**,” s. 20.

⁵²⁹Almeida and Goodhart, **a.g.m.**, p. 62.

⁵³⁰Bernanke et al., **a.g.e.**, p. 323.

⁵³¹TCMB, “**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu**,” Madde 22/A (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile eklenmiştir.)

güvenilirliğine önemli katkılar sağlayacaktır. TCMB kanununda yapılan değişiklik ile bu bağlamdaki en önemli yayın “Para Politikası Raporu”dur. Rapor aracılığıyla fiyatlardaki gelişmeler, para ve kur politikası, mali piyasalardaki gelişmeler vb. konularda kamuoyu bilgilendirilmekte ve iktisadi aktörlerin beklentileri etkilenmeye çalışılmaktadır. Şöyle ki, söz konusu kanun ile 1211 sayılı TCMB kanununun kırk ikinci maddesinde,

“Banka, para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporlar hazırlar ve kamuoyuna duyurur. Raporların hangi dönemler itibarıyla hazırlanacağı, kapsamı ve açıklanma usulü Bankaca belirlenir. Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar⁵³².”

şeklinde bir değişiklik yapılarak, şeffaflık ve hesap verebilirliğin sağlanması çerçevesinde önemli bir adım atılmıştır. Yine aynı maddede yapılan şu değişiklikle de,

“Başkan (Governör) tarafından, Banka faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikası hakkında her yıl nisan ve ekim aylarında Bakanlar Kuruluna rapor sunulur. Banka, faaliyetlerine ilişkin olarak, yılda iki defa Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonunu bilgilendirir⁵³³.”

TCMB'nin şeffaflık ve hesap verebilirliği daha da pekiştirilmiştir. Bunun yanında yılda dört defa yayımlanmakta olan ve para politikasının temel iletişim aracı olarak kullanılan “Enflasyon Raporu”, her ay enflasyon verilerinin açıklanmasını takip eden iş günü içinde yayımlanan “Fiyat Gelişmeleri Raporu”, yılda iki kez yayımlanan “Finansal İstikrar Raporu”, “haftalık basın bültenleri”, “yıllık raporlar” ve “araştırma yayımları” da kamuoyu ile iletişim ve beklentilerin etkilenmesi amacıyla kullanılmaktadır⁵³⁴.

Ayrıca, 1211 sayılı TCMB Kanunu'nun yine kırk ikinci maddesinde yapılan şu değişiklikle de;

⁵³² A.e., Madde 42 (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli.)

⁵³³ A.e., Madde 42 (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli.)

⁵³⁴ TCMB, “2009 Yılında Para ve Kur Politikası,” s. 10.

“Başbakan, Bankanın işlem ve hesaplarını denetlettirebilir. Başbakanlık bu hususta her türlü bilgiyi Bankadan isteyebilir. ...Banka, bilanço, kar ve zarar hesaplarını bağımsız denetim kuruluşlarına denetlettirebilir⁵³⁵.”

TCMB Kanunu’nda şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerinin de en üst düzeye çıkarıldığı görülmektedir. Burada, TCMB’nin %51 hisselerine, hazine üzerinden sahip olan devletin Başbakan aracılığıyla, onun da Başbakanlık Teftiş Kurulu aracılığıyla yaptırdığı denetim kamu denetimini oluşturmaktadır. Bunun yanında, TCMB Denetleme Kurulu tarafından yapılan iç denetim söz konusudur. Ancak, önemli görülen denetim şekli dış denetimdir. Bu da Bankanın bağımsız denetim kuruluşlarına yaptırdığı denetimi ifade etmektedir. Buna göre TCMB kanununda yapılan değişiklik ile Bankaya bağımsız dış denetim yolunu açmakla önemli bir şeffaflık ve hesap verebilirlik kriterini yerine getirmiştir. ABD, İngiltere, Kanada, Arjantin, Meksika gibi birçok ülke merkez bankası ve Avrupa Merkez Bankası’nın (AMB) işlemleri de bağımsız dış denetim kuruluşlarınca denetlenmektedir.

Yukarıdaki ifadeler doğrultusunda, şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından söz konusu yasal düzenlemelerin yeterli olduğu söylenebilir. Bu çerçevede, TCMB, yasal düzenlemelerin kendisine sağladığı bu alanı son derece etkin kullanmalıdır. Ayrıca, TCMB dergisi ve araştırma yayınları etkin bir şekilde kullanılarak, banka personelinin para politikasının mevcut durumu ve geleceğe ilişkin analiz, yorum ve tahminlerinin kamuoyunun bilgisine sunulmasına ilişkin çalışmalar yapılmalıdır. Ayrıca, bu yayınlar kapsamında halen yayınlanmamakta olan TCMB’nin enflasyon tahmin modeli de yer almalıdır.

4.4.7. IMF Şartlılığı

Enflasyon hedeflemesinin, gelişmekte olan ülkelerde de uygulanmaya başlanmasıyla birlikte, IMF programının içinde yer alan standart şartlılık ilkesi de değişime uğramaktadır. Bilindiği gibi, standart IMF şartlılığının parasal ayağı merkez bankası bilançosu üzerinde seçilmiş bazı kalemler üzerine tavan ve taban

⁵³⁵TCMB, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu,” Madde 42 (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli.)

değerler konulmasını içermektedir. Bu düzenleme genellikle, Net Uluslararası Rezerv için taban, Net İç Varlıklar ve Para Tabanı için tavan olarak belirlenen performans kriteri niteliğindeki hedefleri kapsamaktadır.

Net İç Varlıkların parasal şartlılığın bir parçası olarak kullanılması esasında, parasal büyüklüklerdeki artışın enflasyonun öncü göstergesi olduğu görüşüne dayanmaktadır. Ancak, enflasyon oranlarının düşmekte olduğu ekonomilerde enflasyon ve parasal büyüklükler arasındaki ilişki giderek zayıflamaktadır. Bu nedenle, net iç varlıklar ya da para tabanı için hedefler oluşturulması enflasyon hedeflemesi rejiminde, para politikasının etkinliğini azaltabilmektedir. Örneğin, para talebinin arttığı dönemlerde, enflasyon hedefinden bağımsız olarak faiz oranlarının artırılması söz konusu olabilmektedir. Buradan hareketle, açık enflasyon hedeflemesi rejiminde, IMF destekli programların parasal şartlılık ilkesi ile uyumlu hale getirilmesi amacıyla, net iç varlıklar ya da para tabanı alt/üst sınır değerine ilişkin kriterler yerine, gözden geçirmelerde, enflasyon performansına ilişkin göstergeler gündeme getirilmektedir⁵³⁶.

IMF'in enflasyon performansını değerlendirme konusundaki geleneksel uygulaması nokta hedef etrafında belirlenen iç içe geçmiş iki "müzakere aralığı" olarak özetlenebilir. Dar olan aralık, dışında kaldığı takdirde IMF ile gözden geçirmelerde ele alınması gereken bir aralık olarak görülmektedir. Geniş olan aralık ise, dışında kalınması halinde IMF icra direktörleri kurulu veya daha üst yönetime açıklama yapılması gereken bir aralık olarak öngörülmektedir. Bugüne kadar Brezilya ve Peru'da bu şekilde gerçekleşen uygulama Kolombiya'da tek bir aralık şeklinde yürütülmüştür⁵³⁷.

⁵³⁶TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası," s. 34.

⁵³⁷TCMB, a.g.r., s. 34.

Tablo 35. IMF Şartlılığı Altında Enflasyon Performans Kriterleri

Ülke Adı	Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Tarihi	IMF Şartlılığında Enflasyon Performansına İlişkin Kriterlerin Yer Almaya Başlaması	Enflasyon Performans Kriterleri*
Brezilya	Haziran 1999	1999-Q4	Dış Bant (Üst Sınır) %8 İç Bant (Üst Sınır) %6.5 Hedef %5.5 İç Bant (Alt Sınır) %4.5 Dış Bant (Alt Sınır) %3
Kolombiya	Eylül 1999	2001-Q1	Üst Sınır %6 Hedef %5 Alt Sınır %4
Türkiye	Ocak 2006	2006-Q1	Dış Bant (Üst Sınır) %7 İç Bant (Üst Sınır) %6 Hedef %5 İç Bant (Alt Sınır) %4 Dış Bant (Alt Sınır) %3

*Brezilya için 2004-Q4, Kolombiya için ise 2005-Q4 değerleri alınmıştır.

Kaynak: TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası,” s. 35.

Türkiye’de ise 2006 yılı başında enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte, “IMF programı şartlılığı” kapsamında; Net Uluslararası Rezervler, performans kriteri olmayı sürdürmüştü, ancak Para Tabanı performans kriterinin ve Net İç Varlıklar gösterge hedefinin yerlerini “enflasyon gözden geçirme kriterleri” almıştır. Bu doğrultuda, 2006 yılından itibaren, program çerçevesinde IMF ile gözden geçirmelerde kullanılmak üzere her yılın başında yılsonu hedefi ile tutarlı bir patika oluşturulmuştur. Nitekim 2005 yılının sonu itibariyle 2006 yılı Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ayı sonları için yılsonu hedefi ile tutarlı enflasyon rakamları hesaplanmış ve bu rakamlar Niyet Mektubunda yer almıştır⁵³⁸

4.5. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN EKONOMİK PERFORMANSI

Türkiye’de, Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olup olmadığı konusunda sağlıklı bir karar verebilmek için henüz erken sayılabilir. Bunun çeşitli nedenleri vardır. Örneğin, performansı değerlendirmede kullanılacak veriler

⁵³⁸TCMB, a.g.r., s. 11.

konusunda yetersizlikler söz konusudur. Ayrıca, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi rejimine daha yeni başlaması da değerlendirme için yetersiz bir zaman serisi oluşturmaktadır.

Bu çerçevede, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejiminin ekonomik performansının daha sağlıklı bir şekilde değerlendirilebilmesi açısından 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi dönemini de içine alan bir zaman periyodunda analizin daha doğru olacağı kanısındayım. Bu nedenle, 2006 yılında uygulanmaya başlanan açık enflasyon hedeflemesi dönemine değinmeden önce, 2001 yılı sonrasında örtük enflasyon hedeflemesi döneminde geçirilen dört yıllık deneyimin genel bir değerlendirmesinin yapılmasında fayda görülmektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2002-2005 döneminde kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamıştır⁵³⁹. Geçen süre zarfında, dalgalı kur rejimine uyum artmış ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için elverişli bir ortam oluşmasına yönelik önemli mesafeler alınmıştır: Tablo 36'dan da izlenebileceği gibi, enflasyon hedeflerinin tümüne ulaşılmış, güvenilirlik artmış, enflasyon beklentileri hedeflere yakınsamıştır. Bugün enflasyon son otuz yılın en düşük seviyelerinde bulunmaktadır. Kamu borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin tartışmalar geçmişte ekonomideki gündem maddeleri arasında ilk sıralarda yer alırken bugün artık bu yerini kaybetmiştir. Mali disiplinin sürekliliği konusundaki kaygılar büyük ölçüde hafiflemiştir. Finansal piyasaların derinliği artmaya başlamış, finansal kesimin kırılabilirliği da azalmıştır⁵⁴⁰. Sonuç olarak, 2002-2005 arası dönemde örtük enflasyon hedeflemesi ile birlikte dalgalı kur rejimini uygulayan Türkiye enflasyonu düşürmede oldukça başarılı olmuştur.

Şöyle ki, 2002-2005 arası dönemde Türkiye'nin ekonomik performansı incelendiğinde enflasyon, işsizlik, büyüme ile mali baskınlık ve mali derinlik

⁵³⁹TCMB, "2009 Yılında Para ve Kur Politikası," s. 2.

⁵⁴⁰TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası," s. 1.

göstergeleri bakımından başarılı olduğunu söylemek mümkündür (Tablo 36). 2002 yılında %29,7 olan enflasyon oranı, örtük enflasyon hedeflemesiyle birlikte istikrarlı bir şekilde azalarak 2005 yılı itibariyle %7,7'ye gerilemiştir. İşsizlik oranı değişmezken, büyüme oranı 2002-2005 arası dört yıllık dönemde yıllık ortalama olarak %7,9 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde elde edilen büyüme rakamları, enflasyon oranının düşürülmesinin üretim kaybına neden olmadığını bir göstergesi olarak da kabul edilebilir.

Ayrıca, mali baskınlığın derecesini ölçmek için kullanılan KKBG/GSMH ve KBA/GSMH göstergeleri itibariyle de ciddi düşüşlerin gerçekleştiği gözlenmiştir. 2002 yılında 12,7 olan KKBG/GSMH oranı, 2005 ve 2006 yıllarında (sırasıyla %-0,4 ve %-3,0) olarak gerçekleşerek, Türkiye tarihinde ilk kez kamu kesi borçlanma gereği negatif olmuştur. Nitekim mali baskınlığın bir diğer göstergesi olan KBA/GSYİH oranı da %15'lerden ciddi bir biçimde düşerek 2005 yılı itibariyle Maastricht Antlaşması'nda belirtilen %3 kriterinin bile 1 puan altında %2 olarak gerçekleşmiştir. Mali derinlik açısından da olumlu şeyler söylemek mümkündür. Nitekim 2002 yılında %22 olan M_2 /GSYİH oranı 2005 yılında %32'lere çıkararak mali derinliğinde arttığını göstermektedir. Bu artışa rağmen mali derinliğin, bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin elde ettiği oranlarla kıyaslandığında düşük olduğu görülecektir. Örneğin mali derinlik oranları (M_2 /GSYİH); Kanada'da (1991) %51, Avustralya'da (1993) %61, Norveç'te (2001) %52, Macaristan'da (2001) %47, Filipinler'de (2002) %59, Brezilya'da (1999) %31, Güney Afrika'da ise (2000) %56 düzeyindedir⁵⁴¹. Son olarak da Toplam borç stokunun (TBS) gayri safi milli hasılaya oranının da ise 2002 yılından itibaren ciddi düşüşler gözlenmiş ve 2006 yılında %63,32'ye gerilemiştir.

⁵⁴¹ Akyazı, a.g.e., ss. 225-226.

Tablo 36. 2002-2008 Arası Dönemde Seçilmiş Temel Ekonomik Göstergeler (%)

	Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi				Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi Dönemi		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Hedeflenen Enflasyon	35	20	12	8	5	4	4
Gerçekleşen Enflasyon	29.7	18.4	9.3	7.7	9.6	8.4	10.06
Büyüme Oranı*	7.9	5.9	9.9	7.6	6.0	4.6	3.0 ⁽¹⁾
İşsizlik Oranı	10.3	10.5	10.3	10.3	9.9	9.3	10.3 ⁽²⁾
KKBG / GSMH	12.7	9.3	4.7	-0.4	-3.0	n.a.	n.a.
KBA / GSYİH	-15	-11	-7	-2	-2	n.a.	n.a.
M ₂ / GSYİH	22	22	25	31	32	n.a.	n.a.
Toplam Borç Stoku / GSMH	93.38	83.24	77.34	71.64	63.32	n.a.	n.a.
İç Borç Stoku / GSMH	56.28	56.44	54.52	52.95	46.42	n.a.	n.a.
Dış Borç Stoku / GSMH	37.09	26.80	22.82	18.69	16.90	n.a.	n.a.
İç Borç Stoku / M ₂ Y	112.28	129.69	121.09	106.62	87.78	78.30	n.a.
İç Borç Stoku / M ₂	244.93	240.30	205.21	159.79	135.87	123.49	n.a.
Dış Ticaret Açığı / GSMH	48.4	48.8	53.7	52.8	56	n.a.	n.a.
İhracat / İthalat	69.9	68.1	64.8	62.9	61.8	63.1	64.4 ⁽³⁾
DİBS Bileşik Faiz Oranı	63.7	45.0	25.7	16.9	18.2	18.8	18.4 ⁽³⁾

(1) 9 aylık veriler itibariyle.

(2) Eylül ayı itibariyle.

(3) Tahmini değerler.

*GSMH büyüme hızı

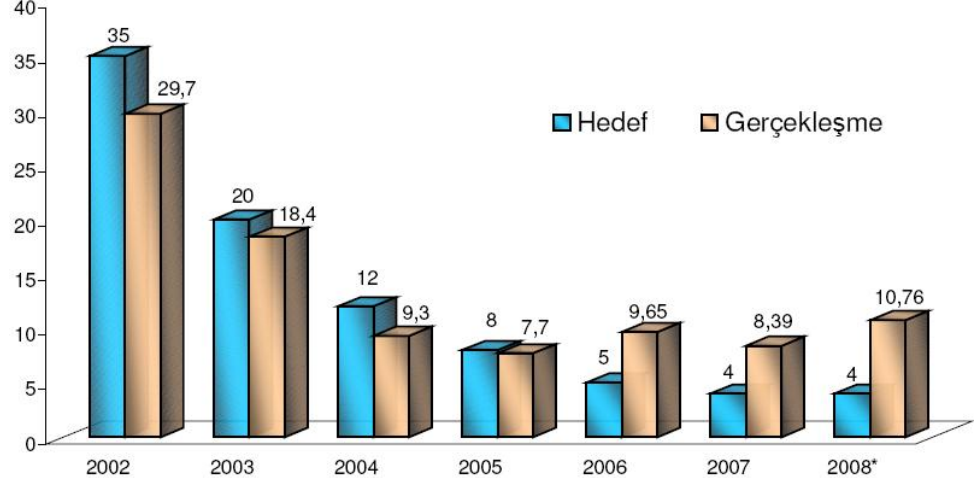
Not: n.a., uygulamanın mümkün olmadığını göstermektedir.

Kaynak: DPT, TUIK, Maliye Bakanlığı, Dış Ticaret Müsteşarlığının çeşitli raporları ve internet adresleri ile TCMB'nin EVDS'den sağlanan verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde, enflasyonla mücadelede elde edilen başarının ardından kademeli olarak karar süreçleri daha şeffaf ve öngörülebilir hale getirilmiş ve nihayet 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiği ilan edilmiştir. Açık enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamaya koyulması dünya konjonktüründe hızlı değişimlerin başladığı bir döneme denk gelmiş ve bu sürecin bir yansıması olarak Türkiye ekonomisi bir dizi şokla karşılaşmıştır. Nitekim, 2006-2008 dönemine bakıldığında enflasyondaki düşüşü engelleyen unsurların büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelerden kaynaklandığı görülmektedir. Bir çoğu oldukça uzun süre etkili olan bu şoklar, bu dönemde enflasyonun hedeflerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur⁵⁴² (Grafik 8).

⁵⁴² TCMB, "2009 Yılında Para ve Kur Politikası," s. 2.

Grafik 8. 2002-2008 Yılları Arasında Türkiye’de Enflasyon Gelişmeleri (%)



Kaynak: TCMB, “2009 Yılında Para ve Kur Politikası,” s. 2.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin maruz kaldığı ilk ciddi şok, 2006 yılı Mayıs ayından itibaren uluslararası sermaye koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi ve bunun sonucunda Türkiye’nin de dahil olduğu birçok ülkeden sermaye çıkışları yaşanması olmuştur. Bu dönemde Yeni Türk Lirası (YTL)’nin yaklaşık olarak yüzde 30 civarında değer kaybı yaşaması, yaşanan finansal türbülansın yol açtığı güvensizlik ortamı ve gıda fiyatlarındaki kuraklıktan kaynaklanan sert artışlarla birleşerek enflasyonun yükselmesine ve enflasyon beklentilerinin hedeflerin oldukça üzerine çıkmasına neden olmuştur. Merkez Bankası, bu durumun fiyatlama davranışları üzerinde kalıcı etkiler oluşturmaması amacıyla para politikasında belirgin bir sıkılaştırmaya gitmiş ve ek olarak bir dizi politika önlemleri almıştır. Bu önlemler döviz alım ihalelerine ara verilmesinden, YTL ve döviz likiditesine ilişkin çeşitli düzenlemelere kadar uzanmıştır. 2007 yılı ve sonrasını kapsayan dönemde ise enflasyondaki düşüşü engelleyen temel unsurlar, uluslararası piyasalarda petrol ve diğer emtia fiyatlarında yaşanan keskin artışlar ile yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamaları olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda olduğu gibi Türkiye’de de gıda fiyatlarının TÜFE içindeki ağırlığının yüksek olması, enflasyondaki oynaklığı artırmıştır⁵⁴³.

⁵⁴³TCMB, a.g.r., s. 3.

2007 yılı ve sonrasındaki dönemde, uluslararası piyasalarda hızla artan gıda ve enerji fiyatları, enflasyonun küresel ölçekte yükseliş eğilimi göstermesine neden olmuştur. Nitekim 2008 yılı Kasım ayı itibariyle, daha önce de belirtildiği üzere, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan Brezilya dışındaki tüm ülkelerde enflasyon hedefleri belirgin olarak aşılmıştır (Tablo 25). Bu gözlem, 2007 ve 2008 yıllarında Türkiye’de yaşanan görece yüksek enflasyonun daha çok küresel faktörlerin bir yansıması olarak değerlendirilmesi gerektiği görüşünü doğrulamaktadır.

Bu bağlamda, Enflasyon hedeflerine ulaşamaması temel olarak para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklanmasına rağmen, hedeflerin iki yıl üst üste aşılması ve 2008 yılında da aşılmasının kesinleşmesi, enflasyon hedeflerinin beklentiler için çapa olma fonksiyonunun zayıflamasına neden olmuştur. Ayrıca, enflasyon beklentilerinin döviz kuru, risk primi gibi değişkenlere olan duyarlılığı da artmıştır. Arz şoklarının ve küresel ekonomideki sorunların halen devam etmesi nedeniyle de para politikasının temkinli duruşu altında dahi orta vadeli hedef olan %4 enflasyon oranına ulaşmanın oldukça uzun bir süre alabileceği ve söz konusu hedeflerin nominal çapa özelliğini yitirdiği görülmüştür⁵⁴⁴. Bu durumun kalıcı olması halinde enflasyonla mücadelenin maliyetinin daha da yükseleceğini öngören TCMB, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak ve uygulanan rejimin itibarını tesis etmek amacıyla, Haziran 2008’de Hükümete hitaben yazılan bir açık mektupla orta vade için yeni hedefler belirlenmesini önermiştir. Merkez Bankası’nın bu önerisi Hükümet tarafından da benimsenmiş ve buna göre enflasyon hedefleri 2009-2011 dönemi için sırasıyla %7,5, %6,5 ve %5,5 olarak revize edilmiştir⁵⁴⁵.

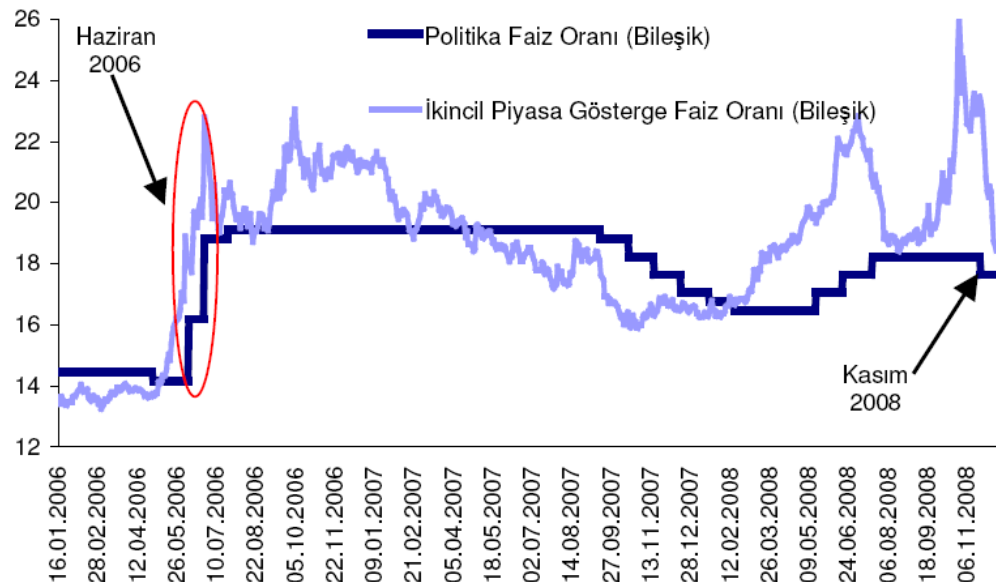
2008 yılının son çeyreğine gelindiğinde, küresel finans piyasalarındaki güven kaybının derinleşmesi küresel likidite akışını olumsuz etkileyerek özellikle ABD doları likiditesine olağanüstü bir talep doğurmuş ve bütün gelişmekte olan ülke paralarında olduğu gibi YTL’nin de önemli ölçüde değer kaybetmesine yol açmıştır. Döviz kurundaki bu gelişmelere karşın, gerek toplam talepteki yavaşlama gerekse emtia ve gıda fiyatlarındaki düşüş enflasyon görünümünü olumlu etkilemiş ve para

⁵⁴⁴TCMB, **Haftalık Basın Bülteni**, Sayı. 11, Eylül 2008, s. 1.

⁵⁴⁵TCMB, “**2009 Yılında Para ve Kur Politikası**,” s. 5.

politikasına hareket alanı tanımıştır⁵⁴⁶. Ayrıca, küresel mali krizin şiddetlenmesinin bir sonucu olarak da dünya genelinde finansal koşulların para politikası duruşunun gerektirdiğinin ötesinde ek bir sıkılaşmaya maruz kaldığı gözlemlenmiştir. Bu çerçevede, diğer ülkelerdeki merkez bankalarının uygulamalarına paralel olarak Türkiye’de de TCMB finansal koşullardaki ek sıkılaşmayı bertaraf etmek amacıyla son dönemde kısa vadeli faiz oranlarında ölçülü bir indirime gitmiştir. Aralık ayı içinde de önümüzdeki döneme ilişkin enflasyonda belirgin bir düşüş olacağını öngören TCMB gecelik borç verme faiz oranı %18,75’den %17,50’ye, borçlanma faiz oranı da %16,25’ten %15’e indirmiştir⁵⁴⁷.

Grafik 9. 2006-2008 Yılları Arasında Politika ve Piyasa Faiz Oranları (%)



Kaynak: TCMB, “2009 Yılında Para ve Kur Politikası,” s. 2

Sonuç olarak, Türkiye ekonomisi 1970’lerde başlayan ve otuz yıla varan kronik enflasyonist süreçte, bütçe disiplininin sağlanamaması, para politikalarında fiyat istikrarına ilişkin açık bir amaç ortaya konulamaması ve uygulanan politikalara yeterli güvenin oluşamaması sonucunda benzer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında düşük ve istikrarsız bir büyüme performansı sergilemiştir.

⁵⁴⁶TCMB, a.g.r., s. 6.

⁵⁴⁷TCMB, **Para Politikası Kurulu Kararı**, Sayı. 2008-66, 18 Aralık 2008, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>

2001 Krizi sonrasında ise uygulanan para, maliye politikaları ve kapsamlı yapısal dönüşümle birlikte Türkiye’de bir yandan enflasyonda düşüş sağlanırken, diğer yandan yüksek büyüme oranlarına ulaşılmıştır. Bu süreçte TCMB Kanunu’nda yapılan değişiklikle Bankanın araç bağımsızlığı kazanması ve temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olarak tanımlanması enflasyonda düşüşü sağlayan temel unsurlar olmuştur. Bunun sonucunda 2002-2007 yılları arasında ortalama enflasyon %74,8’den %13,9’a düşerken, ortalama büyüme %6,8’e ulaşmış; büyüme ve enflasyonun oynaklığında önemli ölçüde azalma yaşanmıştır⁵⁴⁸.

Tablo 37. Türkiye’de Dönemler İtibariyle Ortalama Enflasyon ve Büyüme Rakamları

	1970-1979	1980-1989	1990-2001	2002-2007
Büyüme*				
Ortalama (%)	4.8	4.0	3.2	6.8
Standart Sapma	3.2	3.5	5.9	1.8
Enflasyon**				
Ortalama (%)	24.1	49.6	74.8	13.9
Standart Sapma	15.7	26.7	21.9	8.7

*1970-1998 (1987 fiyatlarıyla) GSMH, 1999-2007 (1988 fiyatlarıyla) GSYİH.

**1970-1987 (1963=100) TEFE.

1988-1994 (1987=100), 1995-2004 (1994=100), 2005-2007 (2003=100) TÜFE.

Kaynak: TCMB, **Haftalık Basın Bülteni**, Sayı. 11, Eylül 2008, s. 3.

Enflasyonda düşüşün yaşandığı bu dönemde; yatırımlar hızlanmış, sanayide üretim miktarı artmış, kapasite kullanım oranı yükselmiş, tarım dışı istihdam artmış, toplam ihracat, değer ve miktar olarak (sabit fiyatlarla) yüksek oranda büyümüş, Türkiye’nin dünya ihracatı içindeki payı artmış ve bu gelişmeler ekonomik büyümenin sağlanmasına katkıda bulunmuştur⁵⁴⁹.

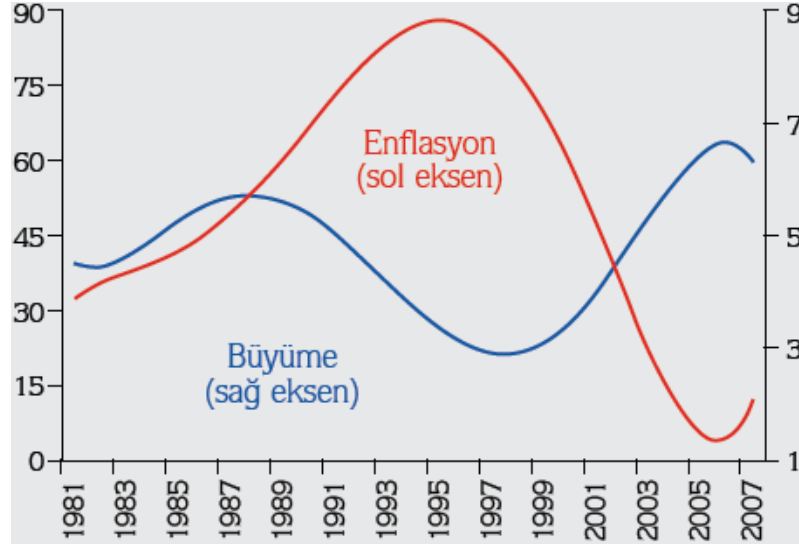
Ancak 2007 yılı, Türkiye açısından, hem yurtiçinde hem de yurtdışında, siyasi ve ekonomik olaylar bakımından son derece hareketli geçmiştir. İç siyaset açısından hareketliliğin nedenleri genel seçim, Türkiye Büyük Millet Meclis Başkanlığı ve Cumhurbaşkanlığı seçimlerinin hemen hemen aynı anda yaşanması olmuştur. Yeni bir Hükümet kurulmuştur. Ardından, Anayasa değişikliğine ilişkin olarak referandum yaşanmıştır. Uluslararası piyasalar açısından hareketliliğin en

⁵⁴⁸TCMB, **Haftalık Basın Bülteni**, Sayı. 11, Eylül 2008, s. 3.

⁵⁴⁹TCMB, **a.g.r.**, s. 3.

önemli nedeni Amerika Birleşik Devletleri'nde konut finansmanı alanında başlayan sorunların, dünya ekonomisi ve finansal sektör üzerine olumsuz yansımalarıdır⁵⁵⁰.

Şekil 7. Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme Eğilimleri (1981-2007, %)



Kaynak: TCMB, **Haftalık Basın Bülteni**, Sayı. 11, Eylül 2008, s. 3.

Tüm bu gelişmeler, beklendiği gibi olumsuz yönde etkilemiş, risk algılamasını yukarıya doğru değiştirmiş, belirsizliğin arttığı bir faaliyet ortamı yaratmış ve ekonomik performansı sınırlandırmıştır⁵⁵¹. Nitekim, son dönemde enflasyondaki düşüş sürecinin kesintiye uğraması ve ekonomik büyümede yavaşlama, sürdürülebilir büyüme⁵⁵² yolunda daha alınması gereken mesafe olduğunu göstermektedir. Bu noktada TCMB'nin yapacağı en büyük katkı, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Enflasyonda yaşanan kısmi düşüşe rağmen fiyat istikrarının henüz tesis edilememiş olması nedeniyle de TCMB'nin fiyat istikrarına yönelik olarak uyguladığı politikalara devam etmesi büyük önem taşımaktadır⁵⁵³. Ayrıca, Türkiye'nin 2008 küresel kriz dönemini başarıyla atlatabilmesi, ilerleyen yıllarda Türkiye'de enflasyon

⁵⁵⁰TBB, "Türkiye Bankalar Birliği 2007-2008 Dönemi Çalışmalarına İlişkin Faaliyet Raporu, Denetçi Raporları, Bilanço, Hesap Durumu, 31.03.2008 Tarihli Bağımsız Denetim Raporu, 2008-2009 Dönemi Bütçe Tasarısı," s. 1.

⁵⁵¹TBB, a.g.r., s. 1.

⁵⁵²Sürdürülebilir büyüme: fiyat istikrarının bozulmadığı, ekonomik göstergeler ile makroekonomik dengelerin uyumlu olduğu, potansiyel büyüme seviyesine yakın büyüme oranlarının kalıcı olarak sağlandığı ekonomik büyüme olarak ifade edilmektedir.

⁵⁵³TCMB, **Haftalık Basın Bülteni**, Sayı. 11, Eylül 2008, s. 3.

hedeflemesinin başarısının daha sağlıklı bir şekilde değerlendirilebilmesi açısından da önem teşkil etmektedir.

Özetle, enflasyon hedeflemesi rejiminin karşılaşılan yüksek düzeyli şoklara karşı gerekli önlemleri almada önemli bir esneklik sağladığı görülmektedir. Geldiğimiz noktada, orta vadeli enflasyon beklentilerinin seyri incelendiğinde, enflasyonun uzun süre hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalmasına rağmen beklenen enflasyonun gerçekleşen enflasyonun belirgin olarak altında kalmaya devam ettiği görülmektedir. Türkiye’de çok uzun yıllar ve oldukça yakın sayılabilecek bir dönemde yaşanan yüksek enflasyonun toplumsal hafızada hala canlı olduğu düşünüldüğünde, olağanüstü şokların yaşandığı bir dönemde bile beklentilerin büyük ölçüde kontrol altında tutulabilmiş olması, enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli kazanımlarından birisi olarak değerlendirilmelidir.

Diğer ülke örnekleri ve Türkiye’nin geçmiş deneyimleri incelendiğinde de enflasyon hedeflemesi rejiminin para politikasında bir son olmadığı; aksine, kesintisiz bir “gelişme” sürecinin bir parçası olduğu görülmektedir. Kuşkusuz, bu gelişme süreci sadece politika uygulayıcıları için değil, tüm ekonomik birimler için de geçerlidir. Bu süreçte kamuoyu ile karşılıklı etkileşimin ve bilgi paylaşımının artması rejimi daha işlevsel ve etkin kılacaktır⁵⁵⁴.

⁵⁵⁴TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası,” s. 4.

SONUÇ

Merkez bankaları ve aktif para politikaları, dünyada artan sermaye hareketlerinin ve liberalleşmenin etkisiyle, başka bir deyişle, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve teknolojinin süratle değişmesiyle birlikte para talebinin istikrarsız bir biçimde olduğu bir yapıyla karşı karşıya kalmışlardır. Söz konusu bu durum, merkez bankalarının rolünün ve para politikasının çerçevesinin daha belirgin bir biçimde çizilmesini gerektirmiş; uzun dönemde para politikasının nihai amacı, enflasyonun genel olarak ekonomik kararları etkilemeyecek ölçüde düşük oranlarda tutulduğu makul bir fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi olmuştur. Parasal otoritesinin, fiyat istikrarını gerçekleştirilebilmesi ve sürdürülebilmesi için ise güvenilirlik, olmazsa olmaz bir koşul haline gelmiştir. Nitekim Türkiye de dahil olmak üzere pek çok ülkede, merkez bankası kanunlarında fiyat istikrarını sağlama amacının öncelikli olduğu yönünde yasal düzenlemelere gidilmesi bunun açık bir kanıtıdır.

Küreselleşme, artan sermaye hareketleri ve iletişim teknolojisindeki gelişmelerin, merkez bankacılığı ve para politikası açısından yansımaları da çok önemli olmuştur. Şöyle ki, para talebindeki istikrarsızlığın yanı sıra para arzı ile diğer ekonomik göstergeler arasındaki ilişkinin zayıflaması ve artan uluslararası sermaye hareketleri, merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamada kullandığı iki klasik stratejinin uygulanma imkanlarını ciddi bir şekilde zayıflatmıştır. Bunlardan birincisi parasal büyüklük hedeflemesi stratejisidir. Özellikle ara hedef olan parasal göstergeler ile nihai hedef olan enflasyon arasındaki ilişkinin zayıflaması nedeniyle, başta Kanada olmak üzere İngiltere ve Yeni Zelanda gibi diğer bazı ülkeler bu stratejiyi terk etmek zorunda kalmışlardır, ikincisi döviz kuru hedeflemesidir. Artan büyük ölçekli uluslararası sermaye hareketleri nedeniyle döviz kuru hedeflemesi stratejisi de birçok ülkede terk edilmeye ve dalgalı döviz kuru sistemine geçilmeye başlanmıştır.

Parasal büyüklük, faiz oranı ve döviz kuru hedeflemesi stratejilerinin başarısızlığı ise, çoğu ülkeyi yeni bir para politikası çerçevesi arayışı içine

sokmuştur. Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi rejimi, 1990'lı yılların başlarından itibaren birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede alternatif bir para politikası stratejisi olarak uygulanmaya ve gittikçe daha fazla tartışılmaya başlanmıştır. Bu stratejisi ile tanışma, bu ülkelerin fiyat istikrarının potansiyel yararlarının farkına vardıklarını ifade etmektedir. Enflasyon hedeflemesi; belirlenmiş bir enflasyon oranı için belirli bir tarih veya dönemde gerçekleştirilmek üzere resmi bir hedef ya da hedef aralığının ilan edilerek taahhüt edilmesi ve para politikasının en önemli amacının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı sürdürmek olduğunun vurgulanması ve bu vurgunun para otoritesince de benimsenmesi şeklinde tanımlanabilen bir para politikası uygulamasıdır. Enflasyon hedeflemesi, temel olarak ekonomi yönetiminin tek hedef olarak enflasyonun düşürülmesi olduğu yönünde anlaşmaya varmalarını, bu anlaşmayı resmi bir biçimde ortaya koymalarını, merkez bankasının enflasyon hedeflerini yine resmi bir biçimde açıklamasını, bankanın bu yönde önlemler alırken bağımsız ama başarısızlık durumunda da sorumlu olmasını, enflasyon hedeflerine ulaşmak bağlamında oluşan gelişmeleri resmi raporlar halinde yayınlamasını, bu arada da mali disiplinin ödünsüz bir biçimde sürdürülmesini öngörür. Bu açıdan bakıldığında, bu önlemlerin başarı şansı tamamen ekonomi yönetiminin kararlılığına ve bu kararlılığı kamuoyuna aksettirebilmesine bağlıdır.

Enflasyon hedeflemesinde, diğer değişken hedefleme stratejilerinden farklı olarak, merkez bankaları, hedeflenen enflasyon oranına ulaşmada değişik para politikası araçlarını kullanmada serbesttir. Bu yaklaşımda tek bir değişken yerine, ücret artışları, kur artışı, kamu fiyatlandırma mekanizması, bekleyişler, petrol fiyatları gibi enflasyonu etkileyebilecek her türlü faktör göz önüne alınmaktadır.

1990 yılında sadece bir ülkede (Yeni Zelanda) uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi rejimi bugüne kadar gelişmiş ekonomilerde başta olmak üzere geniş bir uygulama alanı bulmuş olup günümüzde Ocak 2006 tarihi itibarıyla Türkiye'de dahil olmak üzere 23 ülkede uygulanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimi aslında Yeni Zelanda, İngiltere, Kanada, Avustralya, İsveç, İsviçre, Norveç gibi kalkınmış ülkelerce, başka tür politikalar yeterince şeffaf ve hesap verilebilir olmadığı için düzenlenmiş bir para politikasıdır. Gelişmiş ülkeleri takiben İsrail, Peru, Şili,

Meksika, Brezilya, Polonya, Macaristan, Kolombiya gibi gelişmekte olan ülkeler de para politikalarında enflasyon hedeflemesi rejimine geçmişlerdir. Bugüne kadarki uygulama sonuçları dikkate alındığında, yaklaşımın çok yüksek oranlarda enflasyon yaşayan ülkeler dışında, uygulanabilir özellikler taşıdığı ve başarılı olduğu değerlendirmesi yapılabilir. lke deneyimlerinden elde edilen başarılı sonuçlar ise, akademik çevrelerde ve parasal otoriteler arasında, dikkatlerin enflasyon hedeflemesi rejimi üzerinde yoğunlaşmasını sağlamıştır.

Bu bağlamda, çalışmada yer verilen tartışmaların da neticesinde enflasyon hedeflemesinin, diğer hedefleme stratejilerine oranla güvenilir ve dolayısıyla etkili bir para politikası için daha elverişli bir strateji olduğu tezinin doğrulandığı görülmektedir. Bizi bu sonuca ulaştıran argümanlar şunlardır:

1. Döviz kuru, parasal büyüklük ve nominal GSMH (ya da GSYİH) hedeflemesi uygulamaları genellikle başarısızlıkla sonuçlanmıştır ki gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin enflasyon hedeflemesini benimsemesi de zaten bu nedenle olmuştur. Döviz kuru hedeflemesini uygulayarak başarı elde eden ülkeler ise, zaman içinde döviz kuru apasının rolünü azaltarak veya terk ederek başarılarını sürdürmüşlerdir. Çünkü Döviz kuru hedeflemesinde para politikasının etkinliği azalır, buna karşın enflasyon hedeflemesinde ise para politikası merkez bankası tarafından en etkin şekilde kullanılır. Enflasyon hedeflemesi, Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin aksine yurtiçi ekonomik gelişmelere ve mevcut koşullara daha duyarlıdır, para politikasının yurtiçi arz/talep şoklarına cevap vermesine yardımcı olur. Para politikasının yönü hakkında piyasalara gecikmeli de olsa, çok daha açık ve belirgin sinyaller gönderir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesinin aksine merkez bankasının sorumluluğunu artıran bir sistemdir ve bu niteliği ile bankanın zaman tutarsızlığı tuzağına düşme riskini azaltır. Dolayısıyla, döviz kuru hedeflemesi uzun vadeli olmaktan çok, geçici bir süre için uygulanabilecek “ikinci en iyi” stratejidir.

2. Nominal GSMH (ya da GSYİH) hedeflemesi stratejisi ise merkez bankasını veya hükümeti, potansiyel GSMH büyümesi oranını ilan etmeye zorlar. Bu

rakamı ilan etmek sorun yaratabilir, çünkü potansiyel GSMH büyüme oranlarını gerçeğe yakın olarak tahmin etmek zordur ve zaman içinde bu tahminler sürekli olarak değişirler. Eğer bireyler, bu tahmini çok düşük seviyede bulurlarsa, siyasi sorunlar da ortaya çıkabilir. Diğer taraftan, tahmin beklenenin çok üzerinde olursa, enflasyonist eğilimleri artırabilir. Ayrıca Enflasyon verileri (aylık), GSMH verilerine (üçer aylık) göre daha sık yayınlanır. Enflasyon hedefi olarak alınan TÜFE tanımı da nominal GSMH tanımına göre halk tarafından daha kolay anlaşılır. Bunların yanı sıra, nominal-reel GSMH kavramları kolaylıkla karıştırılabilir. Sonuç olarak halkla iletişim kurmak ve sorumluluk yüklenmek enflasyon hedeflemesi rejimi altında daha kolay olur.

3. Parasal büyüklük hedeflemesi ve nominal GSMH hedeflemesindeki ortak sorun şudur: Para veya nominal GSMH, enflasyonu belirleyen tek değişken olamazlar. Bu anlamda seçilen para politikası aracının enflasyonu, para veya nominal GSMH üzerinden etkilemesi deneysel bulgularla desteklenen bir olgu değildir. Parasal iletim mekanizması çok daha karmaşıktır ve sistemde para veya GSMH'nin başat rollerini görmek mümkün değildir. Para veya nominal GSMH, enflasyonun en iyi tahmin edicileri değildir ve bu değişkenlerde istikrarı sağlamak fiyat istikrarı için gerekli ancak yeterli koşul olmamaktadır.

4. Enflasyon hedeflemesi rejimi ise diğer stratejilerin avantajlı yönlerini içermenin yanında, sağlamış olduğu kurumsal çerçeve ile bu avantajların fonksiyonel hale gelmesi olasılığını da güçlendiren bir stratejidir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejiminde, reel ekonomik aktivitedeki gelişmelere de oldukça önem verilmekte ve kural benzeri bir çerçeve sağlaması nedeniyle keyfi politikaların olumsuz etkilerinden korunmayı da mümkün kılmaktadır.

5. Bir takım önkoşulları gerektirmesi nedeniyle de enflasyon hedeflemesi rejiminin benimsenmesi aşamasında kamuoyu ve özellikle politik çevrelerde söz konusu önkoşulların tartışılmasını teşvik ederek, gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik politikalara ilişkin yaklaşımların daha rasyonel bir çerçeveye oturmasına yardımcı olabilmektedir.

6. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi, iktisat literatürüne son dönemde yapılan katkılarda ortaya çıkan, güvenilir bir para politikası stratejisinde bulunması gereken koşulların -bağımsızlık, kurala dayalı politika, esneklik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve maliye politikalarının disiplini- tümünü içeren bir çerçeve sunmaktadır.

Çalışmada doğrulanmaya çalışılan bir diğer iddia ise, enflasyon hedeflemesi rejiminin en etkili strateji olduğu tezinin, söz konusu stratejinin önkoşulların sağlanması halinde, gelişmekte olan ülkeler için de geçerli olacaktır. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi rejimine önkoşulların büyük ölçüde sağlandığını düşünerek uygulamaya geçen TCMB'nin, Türkiye'de başarılı olup olamayacağının nedenleri ile birlikte gösterilmesi de çalışmanın bir başka amacını oluşturmaktadır. Bu çerçevede, çalışmadan elde edilen bulguları, enflasyon hedeflemesi rejiminin teorik yapısı ve uygulanmasında ortaya çıkan temel sonuçları ışığında, aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

1. Enflasyon hedeflemesi rejiminin mantığı parasal aktarım mekanizmasına (monetary transmission mechanism) dayanır. Burada para politikasının toplam talep ve beklentiler kanallarıyla enflasyonu etkilemesi söz konusudur. Para politikası, toplam talebi kısa dönem reel faiz oranlarına etkisi yoluyla ve gecikmeyle, toplam talep de enflasyonu diğer bir gecikmeyle, toplam arzla olan yeni dengesiyle etkiler. Beklentiler kanalında ise para politikası, enflasyonist beklentileri ve dolayısıyla enflasyonu piyasalarda ücret ve fiyatlara ilişkin karar alma sürecindeki rolüyle etkiler. Açık ekonomide döviz kuru kanalını da bu iletim mekanizmasına ilave etmek gerekir. Çünkü döviz kuru yerli-yabancı mallar arasındaki nispi fiyat yapısını etkileyerek, bu mallara olan iç-dış talep üzerinde etkin olur ve bu süreçte özellikle tüketici fiyatlarını etkiler.

2. Bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi rejimi beş ana unsuru içinde barındırmaktadır: i) Enflasyon için orta vadeli sayısal bir hedefin kamuoyuna ilan edilmesi. ii) Para politikasının birincil, temel amacının (primary goal) fiyat istikrarı olarak belirlendiğinin kurumsal taahhüdü (diğer amaçlardan büyüme ve yüksek istihdam bunun gerisinde kalır). iii) Para politikası araçlarının

belirlenmesinde sadece parasal büyüklükler veya döviz kurlarının değil, birçok değişkeni içeren bilgilere dayalı bir stratejinin izlenmesi. iv) Merkez bankasının amaçlarına, aldığı kararlara ve bunların nedenlerine ilişkin olarak kamuoyunu düzenli olarak bilgilendirmesi, iletişim kurması yani şeffaf bir para politikası izlemesi. v) Merkez bankasının enflasyon amaçlarına ulaşılmasında hesap verebilirliğinin artırılması. Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejimi doğası gereği geleceğe dönük bir yaklaşım olduğu için etkin, tutarlı çalışan bir tahmin modelini gerektirmektedir.

3. Yukarıda belirtilen beş ana unsura ek olarak bu rejimin uygulanabilmesi için diğer para politikası stratejilerinde de olduğu gibi bazı önkoşulların varlığına da gerek olduğu görülmektedir ki bunları enflasyon hedeflemesinin gizli bileşenleri olarak isimlendirmek mümkündür. Bu çerçevede, enflasyon hedeflemesinin şu dört önkoşulu gerektirdiği söylenebilir: i) Merkez bankasının bağımsız olması. ii) Mali baskınlığın olmaması. iii) Güçlü bir finansal sistemin bulunması. iv) Diğer parasal değişkenlere ilişkin katı bir taahhüdün bulunmaması.

4. Belirtilen önkoşulları sağlayan ülkelerde merkez bankaları, merkez bankacılığı tarihinde daha önce yaşanmamış bir şekilde tam bağımsız, şeffaf ve hesap verebilir hale gelmişlerdir. Böylece merkez bankalarının, liberal ekonomi kuralları ve demokrasinin ruhuna uygun birer kurum haline dönüşmeleri mümkün olabilmıştır. Ayrıca ekonomik birimler, verdikleri kararlarla geleceklelerini etkileyen bu gizemli kurumları daha yakından tanıma fırsatını da elde etmişlerdir.

5. Kuşkusuz sadece önkoşulların sağlanması ve enflasyon hedeflemesine geçişte zamanlamanın doğru yapılmış olması enflasyon hedeflemesinin başarısı için yeterli olmayacaktır. Bunun yanı sıra enflasyon hedeflemesi rejimine başlamadan önce; hangi fiyat endeksinin seçileceği, hedef enflasyon oranının ne olacağı, hedefin nokta, bant aralığı ve üst sınır (tavan) şeklinde mi olacağı, hedefin hangi otorite tarafından belirleneceği, para politikalarına ilişkin kararların nasıl alınacağı ve hedefleme süresinin ne olacağı gibi önemli teknik konularında optimal bir şekilde çözülmesi gerekir.

6. Enflasyon hedeflemesinin temel hedefi olan fiyat istikrarı her ülkede genel kabul görürken, yukarıda belirtilen teknik konuların çözümü ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. İncelenen ülke örnekleri, tarihsel, kültürel, ekonomik ve siyasi farklılıklar nedeniyle, “her ülkeye uygun tek ve en iyi uygulama” olmadığını göstermiştir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejimine başvuracak olan her ülke kendi ekonomik koşullarına göre bu teknik konuları belirlemelidir. Bununla birlikte, teknik konuların çözümünde ülkeler arasında bazı genel eğilimlerin olduğu da söylenebilir. Bu çerçevede, ülke uygulamaları doğrultusunda gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin uygulama çerçevesinin düzenlenmesi ve işleyişine ilişkin eğilimleri şu şekilde özetlemek mümkündür:

✓ Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin tamamında kısa dönem ekonomik aktivitenin istikrarı göz önüne alınarak fiyat düzeyinin değil, enflasyon oranının hedef olarak seçildiği görülmektedir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi uygulamalarında dikkati çeken en önemli husus, hiçbir ülkede sıfır enflasyon hedefinin olmamasıdır. Gelişmiş ülke uygulamalarına bakıldığında, fiyat istikrarının %1-3 gibi bir enflasyon oranına karşılık geldiği görülmektedir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik koşulları dikkate alındığında, enflasyonu söz konusu düzeylere indirmenin çok önemli hasıla maliyetlerine yol açabileceği, dolayısıyla da bu ülkeler için daha yüksek bir enflasyon oranının optimal olacağı ileri sürülebilir. Örneğin, Masson, Savastano ve Saharma, gelişmekte olan ülkeler için orta vadeli hedef olarak %4-8 arası bir yıllık enflasyon hedefinin benimsenmesinin uygun olacağı görüşündelerdir.

Bu çerçevede, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin bu ilk aşamasında Katılım Öncesi Ekonomik Program ve üç yıllık bütçe planlarıyla uyumlu olarak, 2006, 2007 ve 2008 için yılsonu hedefleri sırasıyla %5, %4 ve %4 olarak belirlenmiştir. Kuşkusuz, uzun vadede ulaşılması gereken düzey gelişmiş ülkelerde olduğu gibi %1-3 oranları civarında olmalıdır. Ancak yukarıda da değinildiği üzere, incelenen ülke örnekleri, tarihsel, kültürel, ekonomik ve siyasi farklılıklar nedeniyle, “her ülkeye uygun tek ve en iyi uygulama” olmadığını göstermiştir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde genel yapı oluşturulurken

Türkiye'ye özgü bir modelin oluşturulması ve başlangıçta optimal enflasyon oranının da bu çerçevede belirlenmesi gerekirdi. Nitekim ülke uygulamaları doğrultusunda, enflasyon oranlarının denge enflasyon oranına yakınlaştırılması hızına bakıldığında da enflasyon hedeflemesini uygulayan 9 ülkenin ortalama olarak 10 çeyrek dönemde bunu sağlayabildikleri görülmektedir. Ancak, doğal olarak, yüksek enflasyon oranına sahip ülkelerde bu süre daha da uzun olmuştur. Örneğin, Şili'de enflasyon hedeflemesine geçişte %30'lara yakın olan enflasyon oranı, ancak 36 çeyrek dönem sonucunda (9 yıl) denge seviyesi olarak kabul edilen %2,5'a düşürülebilmektedir. Benzer durum İsrail için de geçerlidir. İsrail'de enflasyonun denge seviyesine yaklaştırılması 24 çeyrek dönemi almıştır.

Yukarıda yapılan açıklamalar ışığında, Türkiye'de -örtük enflasyon hedeflemesi altında elde edilen başarılı sonuçlarında etkisiyle- başlangıç aşamasında ilan edilen hedeflerin optimal enflasyon oranlarını yansıtmadığını söyleyebiliriz. Nitekim Türkiye'de, hedeflerin iki yıl üst üste aşılması ve 2008 yılında da aşılmasının beklenmesi bu iddiayı doğrular niteliktedir. Bu durum ise enflasyon hedeflerinin beklentiler için çapa olma fonksiyonunun zayıflamasına neden olmuştur. Bunun sonucunda ise Merkez Bankası, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak ve uygulanan rejimin itibarını tesis etmek amacıyla, Haziran 2008'de Hükümete hitaben yazılan bir açık mektupla orta vade için yeni hedefler belirlenmesini önermiştir. Merkez Bankası'nın bu önerisi Hükümet tarafından da benimsenmiş ve buna göre enflasyon hedefleri 2009-2011 dönemi için sırasıyla %7,5, %6,5 ve %5,5 olarak belirlenmiştir.

✓ Enflasyonun ölçülmesinde ya da hedeflenmesinde kamuoyunun aşına olması ve kolay anlaşılır olmasından ötürü TÜFE'nin daha çok tercih edildiği görülmektedir. Bunun yanı sıra TÜFE kapsamında yer alan bir takım mal ve hizmet kalemlerinin çıkarılmasıyla elde edilen çekirdek enflasyon da hedeflenebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin çok sayıda ve değişken arz şoklarına maruz kalma olasılığı yüksek olduğundan, çekirdek enflasyonu esas almaları gerekmele birlikte, para politikasının güvenilirliğini ve şeffaflığı artırma zorunluluğu ve çekirdek enflasyonun kamuoyu tarafından yeterince tanınmaması ve fiyatlar genel seviyesindeki gelişmeleri TÜFE'ye göre tam yansıtamaması da göz önüne

alındığında, bu ülkelerin genel tüketici fiyatları endeksini kullanmalarının daha makul bir tercih olacağı ileri sürülebilir. Nitekim enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerden sadece 5 tanesinin çekirdek enflasyonu benimsemesi bunun bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Söz konusu değerlendirmeler ışığında, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi çerçevesini şekillendirilirken ilan edilecek enflasyon hedefine baz olarak çekirdek enflasyonu değil de genel tüketici fiyat endeksini baz almasının doğru bir karar olduğu söylenebilir. Çünkü öncelikli problem güvenilirlik ve şeffaflığın sağlanması ve artırılmasıdır. Ancak TCMB, Kanada uygulamasında olduğu gibi TÜFE ile birlikte çekirdek enflasyonu da hedefleyebilirdi. Veya ikinci bir yol olarak da TÜFE'yi baz alırken, özel kapsamlı enflasyon göstergelerini de dikkatle takip etmenin ötesinde, para politikası uygulamalarına yön verilmesinde bu göstergeleri kullanabilirdi.

Hemen belirtelim ki, hedeflerin açıklanmasında genel tüketici fiyat endeksinin esas alınması, merkez bankasının ise çekirdek enflasyon oranına göre politikalarını yönlendirmesi yolunun benimsenmesi halinde, güvenilirlik problemi yaratmamak için bu iki endeks arasında uzun dönemde büyük ve kalıcı bir sapma oluşup oluşmadığı dikkatle izlenmelidir. Eğer, genel tüketici fiyatları endeksi ile çekirdek enflasyon arasında kalıcı ve önemli bir fark ortaya çıkarsa, güvenilirlik kaybindan kaçınmak için, politikalar iki endeks arasındaki farkı kapatacak şekilde yönlendirilmelidir.

Ayrıca, merkez bankasının esas alacağı çekirdek enflasyon oranları da merkez bankası tarafından değil, TUIK tarafından hazırlanmalı ve yayınlanmalıdır. Aksi takdirde, hem hesap verebilirliğin hem de şeffaflığın zarar görebileceği unutulmamalıdır.

Bilindiği üzere, hükümet kontrolünde olan fiyatların endeksler üzerinde ciddi bir etkisi bulunmaktadır. Bu nedenle, mali otorite ile parasal otorite arasında, hükümet kontrolündeki fiyatlarda yapılacak değişikliklerin zamanlaması ve

büyükülüğü konusunda yüksek dereceli bir koordinasyon sağlanmasına yönelik çalışmaların yapılması da bir başka zorunluluktur.

✓ Ülke uygulamalarına bakıldığında, enflasyon hedefinin bant ya da nokta hedef etrafında bir belirsizlik aralığı oluşturularak belirlenmesinin yaygın olarak kullanıldığı söylenebilir. Şöyle ki, 23 ülkeden sadece bir tanesi üst sınır (tavan) şeklinde hedef aralığını belirlerken geriye kalan 22 ülkeden 12 tanesi nokta ve 10 tanesi de belli bir bant aralığında enflasyon hedeflerini ilan edilmektedirler. Ayrıca nokta hedef ilan eden merkez bankalarının tamamında da hedef etrafında bir aralık oluşturulmaktadır.

Hedefin, aralık olarak belirlenmesi, şoklara karşı tepki vermede merkez bankasına daha fazla esneklik kazandıracığı ve halka enflasyonun tamamen kontrol edilemediği mesajını yollaması nedeniyle de daha inandırıcı olacağı ileri sürülebilir. Ayrıca, hedefi tutturma ihtimali de nokta hedeften daha fazladır. Ancak, aralık hedefinin tutturulamaması, nokta hedefin tutturulamamasına oranla güvenilirlik üzerinde daha olumsuz bir etki yaratacaktır.

Bu çerçevede, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimine geçilirken hedefler “nokta hedef” olarak tercih edilmiştir. Bunun sebebi bu tür nokta hedeflerin kolay anlaşılabilir olması; dolayısıyla iletişim açısından avantajlı ve bekleyişleri yönlendirmede daha etkili olmasıdır. Nokta hedefleme yapan ülkelerin tümünde olduğu gibi Türkiye’de de nokta hedefin etrafında bir “belirsizlik aralığı” belirlenmiştir. Buna göre 2006 yılı için belirsizlik aralığı her iki yönde 2 puandır. 2007 ve 2008 yılları içinde belirsizlik aralıkları değiştirilmemiş olup her iki yönde 2 puan olarak oluşturulmakla birlikte hedefler %4 nokta hedef olarak belirlenmiştir.

Bu bilgiler ışığında, Türkiye’de nokta hedeflemesi uygulamasının daha avantajlı ve doğru bir karar olduğu söylenebilir. Ancak, Türkiye’de enflasyon hedeflemesine geçildiği 2006 yılında, enflasyon hedefleri başlangıç aşamasında (\pm) %2,5’luk bir belirsizlik aralığı formunda %8 nokta hedefi olarak ilan edilebilirdi. Daha sonra ise, enflasyonu düşürmedeki performansa, endekslerin kalitesindeki ve

enflasyon tahminlerindeki gelişmeye paralel olarak belirsizlik eşikleri aşamalı bir şekilde daraltılarak, hedeflenen enflasyon oranı küçültülebilirdi. Nitekim Brezilya’da enflasyon hedeflemesinin ilk dört yılında nokta hedef etrafında 2 puanlık bir aralık açıklanırken, dışsal şoklar nedeniyle 2003 yılından itibaren zaman zaman hedeflerin yenilenmesi söz konusu olmuş ve aralığın genişliği her iki yönde 2,5 puana yükseltilmiştir. Gidişatın normale dönmeye başlamasıyla birlikte, 2006 yılından itibaren aralık yeniden 2 puana düşürülmüştür.

✓ Hedefleme süresi ise ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin bir kısmı, enflasyon hedefini sürekli (belirsiz zaman aralığı), orta veya uzun vadeli (çoklu yıl) adı altında zaman sınırı koymaksızın ilan etmektedir. Enflasyon hedefini bu şekilde belirleyen ülkelere bakıldığında, bu ülkelerin fiyat istikrarını sağlamış ve bunu sürdürmeye çalışan ülkeler oldukları görülmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan diğer ülkeler ise, fiyat istikrarına ulaşma amacı çerçevesinde enflasyon hedeflerini 1 ile 2 yıl arasında değişen süreler için belirlemektedirler. Bu çerçevede, birlikte enflasyonun yüksek ve güvenilirliğin nispeten az olduğu ülkelerde hedefleme süresinin başlangıçta az olması, ancak zamanla enflasyon oranının düşürülmesi ve güvenilirliğin yükseltilmesine paralel olarak hedefleme süresinin kademeli olarak uzatılma yoluna gidilmesi yaklaşımının genel bir kural haline geldiği söylenebilir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için bu yaklaşımın doğru olacağını söylemek mümkündür. Şüphesiz ki, hedefleme süresinin kısa ya da uzun olmasının kendine has bir takım olumsuzlukları ortaya çıkacaktır. Bu nedenle, her ülkenin kendi ekonomik şartlarına uygun optimal bir hedefleme süresini belirlemede yarar vardır.

Bu çerçevede, Türkiye’de 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçildiği ve enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığını ve diğer makroekonomik projeksiyonlarla uyumunu da artıracığı düşüncesiyle hedefler üç yıllık olarak ilan edilmiştir. Ancak yukarıda da belirtildiği gibi, başlangıçta Türkiye’de de hedefleme süresi bir yıl olarak belirlenebilir ve zamanla enflasyon oranının düşürülmesi ve güvenilirliğin yükseltilmesine paralel olarak hedefleme süresinin kademeli olarak uzatılması yoluna gidilebilirdi.

✓ Enflasyon hedefinin belirlenmesi ve kamuoyuna açıklanmasında merkez bankaları ile hükümetlerin müşterek hareket etmeleri daha çok tercih edilmektedir. Bu yaklaşımın özellikle gelişmekte olan ülkeler bakımından daha da önem arz ettiği ortadadır. Zira bu grupta yer alan ülkelerde güvenirliliğin çok az, para ve maliye politikasının farklı önceliklere sahip olması ve merkez bankasının bağımsız çalışmaması gibi bazı ortak sorunların olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla bu gibi ülkelerde, merkez bankası ve hükümetin kamuoyuna verecekleri sinyaller enflasyon beklentileri için hayati bir öneme sahiptir. Bu sinyaller pozitif yönde olduğu sürece, enflasyon hedeflemesi rejiminin de başarı şansı o ölçüde yükselecektir.

Enflasyon hedefine ulaşılmasında para politikalarının yanı sıra diğer ekonomi politikaları da oldukça etkilidir. Bu kapsamda Hükümetin, uyguladığı politikaları enflasyon hedefi doğrultusunda para politikası ile uyumlaştırması enflasyonun düşürülmesinde büyük önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra uygulanan para politikası stratejisinin hükümet tarafından desteklenmesi, ekonomik birimlerin uygulanan para politikasına ve enflasyon hedeflerine duyduğu güveni artırmaktadır. Tüm bunlar göz önüne alınarak, 2001 yılında TCMB Kanunu'nda yapılan değişiklik ile rakamsal enflasyon hedefinin ne olacağını Hükümet ve TCMB'nin birlikte belirlemesi kanunlaşmıştır. Bu Kanun hükmü çerçevesinde, enflasyon hedeflemesi rejiminde hedefler Hükümet ile birlikte belirlenmiştir.

Enflasyon hedefinin ilan edilmesi yöntemi ise maliye bakanı ve TCMB başkanının ortak açıklaması şeklinde düzenlenmeliydi. Çünkü enflasyon hedefinin sadece merkez bankası tarafından ilan edilmesi, siyasal otoritenin bu hedefe ne ölçüde bağlı kalacağı konusunda piyasalara ve halka bir sinyal göndermeyecek ve güvenilirlik problemi yaratacaktır. Dahası, enflasyon hedefi konusundaki ortak taahhüt, politikacıların miyopik tutumlarını gözden geçirmelerine ve enflasyona karşı duyarlı olmalarını sağlayarak, maliye politikaları üzerinde disipline edici bir baskı oluşturacaktır.

7. Gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejimine geçişte zamanlama ve ekonomik performansları açısından

değerlendirdiğimizde, çalışmada yer verilen ülke uygulamaları doğrultusunda ortaya çıkan sonuçları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

✓ Gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedeflemesine geçiş aşamalı veya hızlı olabilmektedir. Gelişmekte olan birçok ülke enflasyon hedeflemesinin önkoşullarını tam olarak sağlamadan bu stratejiyi benimsemiştir. Örneğin, Şili ve İsrail 1990'lar boyunca enflasyon hedeflemesiyle birlikte döviz kuru çapasını da kullanmış; diğer birçok ülke de şeffaflık ve hesap verebilirliği tamamen sağlamadan enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamıştır. Buna karşın Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi rejimine geçişte optimal zamanlama açısından başarılı olduğu söylenebilir. Şöyle ki, güçlü bir finansal sistemin bulunması önkoşulu haricinde diğer önkoşulların ve teknik alt yapının tam olarak sağlanarak enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. Ayrıca, Türkiye'de bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması çerçevesinde kabul edilen reformlar ve yapılan düzenlemeler sayesinde, finansal kesimin kırılganlığının azalmaya başladığı ve finansal piyasaların da giderek güçlendiğini söyleyebiliriz.

✓ Enflasyon hedeflemesiyle birlikte dalgalı döviz kuruna geçiş, yarattığı piyasa disiplini ile riske karşı korunma güdüsü, gelişmekte olan ülkelerde türev piyasalarının (options, forward, futures, döviz swapları gibi) hızla gelişmesine neden olmuştur. Türev piyasalarını gelişmesi, dış şokların etkisiyle birlikte döviz kurundaki oynaklığı ve aşırı reaksiyonları azaltmış ve döviz piyasalarında istikrarı sağlamıştır. Bu da enflasyon hedeflemesinde para politikasının etkinliğini arttırmıştır. Nitekim Türkiye'de de 4 Şubat 2005'te "İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsa"sı faaliyete geçmiştir.

✓ Çalışmada ele alınan, gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesi deneyimleri, bu stratejiyi benimseyen ülkelerde enflasyonu düşürmede başarılı sonuçlar alındığını ortaya koymaktadır. Nitekim bu stratejiyi benimseyen ülkelerde, enflasyon oranlarının ciddi bir biçimde düştüğü, enflasyondaki ataletin ve oynaklığın azaldığı, bekleyişler üzerindeki etkisi nedeniyle risk primleri ve faiz oranlarının önemli ölçüde düştüğü, büyümenin olumlu etkilendiği ve makroekonomik şokların enflasyonist

etkisinin azaldığı görülmüştür. Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejiminin ekonomik performansı olumsuz etkilediğine dair herhangi bir kanıt da bulunamamıştır.

✓ Hemen belirtelim ki, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan hiçbir ülkenin başarısızlık nedeniyle bu uygulamaya son vermemesi ve bu stratejiyi uygulayan ülkelerin büyük bir kısmının da gelişmekte olan ülkelere dönüşmesi bu durumu daha da önemli hale getirmektedir. Nitekim 1990 yılında Yeni Zelanda ile başlayan enflasyon hedeflemesi günümüzde, son olarak Türkiye'nin de katılımı ile 23 ülke tarafından kullanılan bir para politikası stratejisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle 1998 yılı ve sonrasında gelişmekte olan ülkeler tarafından ağırlıklı olarak tercih edilmesinin temelinde bu stratejiden elde edilen başarılı sonuçların yattığını söyleyebiliriz.

✓ Türkiye'de ise enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olup olmadığı konusunda sağlıklı bir karar verebilmek için henüz erken olmakla birlikte, 2001 Krizi sonrasında uygulanan para, maliye politikaları ve kapsamlı yapısal dönüşümle birlikte Türkiye'de bir yandan enflasyonda düşüş sağlanırken, diğer yandan yüksek büyüme oranlarına ulaşılmıştır. Bu süreçte TCMB Kanunu'nda yapılan değişikliklerle Bankanın araç bağımsızlığı kazanması ve temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olarak tanımlanması enflasyonda düşüşü sağlayan temel unsurlar olmuştur. Bunun sonucunda 2002-2007 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi dönemini de kapsayan dönemde, ortalama enflasyon %74,8'den %13,9'a düşerken, ortalama büyüme %6,8'e ulaşmış; büyüme ve enflasyonun oynaklığında önemli ölçüde azalma yaşanmıştır.

Enflasyonda düşüşün yaşandığı bu dönemde; yatırımlar hızlanmış, sanayide üretim miktarı artmış, kapasite kullanım oranı yükselmiş, tarım dışı istihdam artmış, toplam ihracat, değer ve miktar olarak (sabit fiyatlarla) yüksek oranda büyümüş, Türkiye'nin dünya ihracatı içindeki payı artmış ve bu gelişmeler ekonomik büyümenin sağlanmasına katkıda bulunmuştur.

Ancak 2007 yılı, Türkiye açısından, hem yurtiçinde hem de yurtdışında, siyasi ve ekonomik olaylar bakımından son derece hareketli geçmiştir. İç siyaset

açısından hareketliliğin nedenleri genel seçim, Türkiye Büyük Millet Meclis Başkanlığı ve Cumhurbaşkanlığı seçimlerinin hemen hemen aynı anda yaşanması olmuştur. Yeni bir Hükümet kurulmuştur. Ardından, Anayasa değişikliğine ilişkin olarak referandum yaşanmıştır. Uluslararası piyasalar açısından hareketliliğin en önemli nedeni Amerika Birleşik Devletleri'nde konut finansmanı alanında başlayan sorunların, dünya ekonomisi ve finansal sektör üzerine olumsuz yansımalarıdır.

Bu bağlamda, 2007 yılı ve sonrasındaki dönemde, uluslararası piyasalarda hızla artan gıda ve enerji fiyatları, enflasyonun küresel ölçekte yükseliş eğilimi göstermesine neden olmuştur. Nitekim 2008 yılı Kasım ayı itibariyle, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan Brezilya dışındaki tüm ülkelerde enflasyon hedefleri belirgin olarak aşılmıştır. Bu gözlem, 2007 ve 2008 yıllarında Türkiye'de yaşanan görece yüksek enflasyonun daha çok küresel faktörlerin bir yansıması olarak değerlendirilmesi gerektiği görüşünü doğrulamaktadır.

Özetle, Türkiye'de örtük enflasyon hedeflemesi döneminde elde edilen başarı, açık enflasyon döneminde, Amerika'da başlayıp tüm dünyayı içine alan küresel kriz nedeniyle enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan bütün ülkelerde olduğu gibi Türkiye'yi de olumsuz etkilemiştir. Ancak, tüm bu olumsuz gelişmelere rağmen enflasyon hedeflemesi rejiminin karşılaşılan yüksek düzeyli şoklara karşı gerekli önlemleri almada önemli bir esneklik sağladığı görülmektedir. Geldiğimiz noktada, orta vadeli enflasyon beklentilerinin seyri incelendiğinde, enflasyonun uzun süre hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalmasına rağmen beklenen enflasyonun gerçekleşen enflasyonun belirgin olarak altında kalmaya devam ettiği görülmektedir. Türkiye'de çok uzun yıllar ve oldukça yakın sayılabilecek bir dönemde yaşanan yüksek enflasyonun toplumsal hafızada hala canlı olduğu düşünüldüğünde, olağanüstü şokların yaşandığı bir dönemde bile beklentilerin büyük ölçüde kontrol altında tutulabilmiş olması, enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli kazanımlarından birisi olarak değerlendirilmelidir. Bu bağlamda, Türkiye'nin 2008 küresel kriz dönemini başarıyla atlatabilmesi, ilerleyen yıllarda Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin başarısının daha sağlıklı bir şekilde değerlendirilebilmesi açısından önem teşkil etmektedir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- Akyazı, Haydar. **Enflasyon Hedeflemesi Ülke Deneyimleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**. Ankara, Birinci Baskı, Seçkin Yayıncılık, 2004.
- Aktan, Coşkun C., Utku Utkulu ve Selahattin Togay. **Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar için Alternatif Öneriler**. İstanbul, İMKB Yayınları, 1998.
- Bernanke, Ben S. et al. **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**. New Jersey, Princeton University Press, 1999.
- Britton, Andrew and David Mayes. **Achieving Monetary Union in Europe**. London, SAGE Publications Ltd., 1992.
- Cukierman, Alex. **Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence**. 4th Ed., London, The MIT Press, 1998.
- Çubukçu, Tuğrul. **Enflasyon Teorisi ve Türkiye’de Enflasyon**. Ankara, Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, No. 2, 1983.
- Erdoğan, Funda. **Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği**. Ankara, SPK Yayınları, No: 63, 1997.
- Fischer, Stanley. **Rules Versus Discretion in Monetary Policy**. Volume 2: Handbook of Monetary Economics, Ed. by Barry M. Friedman and F. Horace Hahn, North-Holland, Elsevier Science Publishers, 1990, pp. 1155-1184.
- Friedman, Milton. **A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability**. Reprinted in: M. Friedman, **Essays in Positive Economics**. Chicago, Chicago University Press, 1953.
- Friedman, Irving S. **Enflasyon (Dünyayı Saran Bunalım)**. Çev. Haluk F. Gürsel, İkinci Baskı, İstanbul, İktisadi Yayınlar, 1981.
- Kafaoğlu, A. Başer. **Enflasyon (Gelişmiş ve Az Gelişmiş Ülkelerde)**. İkinci Baskı, İstanbul, Tekin Yayınevi, 1981.

- Malatyalı, N. Kamuran. **Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**. Ankara, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları, Mart 1998.
- Mishkin, Frederic S. **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**. 3rd Ed., USA, Harper Collins Publishers, 1992.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth S. Rogoff. **Foundations of International Macroeconomics**. London, The MIT Press, 1996.
- Oktar, Suat. **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**. İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1996.
- Oktar, Suat. **Enflasyon Hedeflemesi (Para Politikasının Güvenirliği ve Fiyat İstikrarı)**. İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1998.
- Önder, Timur. **Para Politikası: Araçlar, Amaçlar ve Türkiye Uygulaması**. Ankara, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezleri, Mayıs 2005.
- Önder, İzzettin, Oktar Türel, Nazım Ekinci ve Cem Somel. **Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**. İstanbul, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1993.
- Özker, A. Niyazi. **Enflasyonist Finansman Teorisi ve Türkiye**. İstanbul, Beta Yayınları, 2000.
- Öztürk, Serdar. **Enflasyon Hedeflemesi**. İstanbul, Birinci Baskı, Derin Yayınevi, 2003.
- Paya, Merih. **Makro İktisat**. İstanbul, Filiz Kitabevi, 1997.
- Rukstad, Michael G. **Macroeconomic Decision Making in the World Economy**. 2nd Ed., Chicago, Dreyden Press, 1989.
- Sayers, Richard S. **Central Banking After Bagehot**. Reprinted. Oxford, Clarendon Press, 1958.
- Scarлата, Jodi. **Inflation Targeting**. Macroeconomic Management Programs and Policies, Ed. by Mohsin S. Khan, Saleh M. Nsouli and Chorng-Huey Wong, Washington, IMF Publications, 2002.

- Schaechter, Andrea, Mark R. Stone and Mark Zelmer. **Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries.** Washington, IMF Occasional Paper, No. 202, 2000.
- Simons, Henry. **Economic Policy for a Free Society.** Chicago, Chicago University Press, 1948.
- Snowdon, Brian, Howard Vane and Peter Wynarczyk. **A Modern Guide to Macroeconomics.** 3rd Ed., United Kingdom, Edward Elgar Publishing Company, 1996.
- Şıklar, İlyas. **Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü.** Eskişehir, Eskişehir Sanayi Odası, Yayın No. 27, 1999.
- Telatar, Erdinç. **Fiyat İstikrarı (Ne? Nasıl? Kimin İçin?).** Ankara, İmaj Yayınevi, 2002.
- Tokgöz, Erdinç. **Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914 - 1999).** Ankara, İmaj Yayınevi, 1999.
- Ulugay, Osman. **Enflasyonu Aşmak İçin.** İstanbul, AFA Yayınları, 1990.
- Usta, Bülent. **Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği.** Ankara, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezleri, Mayıs 2003

MAKALELER

- Abraham, Katharine G., John S. Greenless, and Brent R. Moulton. "Working to Improve the Consumer Price Index," **Journal of Economic Perspectives.** Vol. 12, No. 1, Winter 1998, pp. 27-36.
- Agénor, Pierre-Richard. "Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting," **World Bank Policy Research Working Paper.** No. 2511, November 2000, pp. 1-81.
- Akerlof, George, William Dickens and George Perry. "The Macroeconomics of Low Inflation," **Brookings Papers on Economic Activity.** No. 1, 1996, pp. 1-76.
- Alesina, Alberto and Lawrence H. Summers. "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence,"

- Journal of Money Credit and Banking.** Vol. 25, No. 2, May 1993, pp. 151-162.
- Allen, William A. "Inflation Measurement and Inflation Targets: The UK Experience," **Federal Reserve Bank of St.Louis Review.** May/June 1997, pp. 179-185.
- Almeida, Alvaro and Charles A. E. Goodhart. "Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour?" **Monetary Policy and Inflation in Spain.** Jose Luis Malo de Molina, Kose Vinals and Fernando Gutierrez (eds.), England, Macmillan Press Ltd., 1998, pp. 56-117.
- Alparslan, Melike ve Pelin A. Erdönmez. "Enflasyon Hedeflemesi," **Bankacılar Dergisi.** Sayı. 35, 2000, ss. 14-41.
- Altamirano, Javier R. "Inflation Targeting and Policy Rules as Information Variables for Small Open Economies. The Case of Mexico: An Example," **Seminar at Texas A&M University.** May 2000, pp. 1-39.
- Amato, Jeffery D. and Stefan Gerlach. "Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade," **European Economic Review.** Vol. 45, June 2002, pp. 781-790.
- Anitat, Eduardo. "Chile in the 1990's: Embaracing Development Opputunities," **Finance&Development.** March 2000, pp. 19-21.
- Barro, Robert J. and David B. Gordon. "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," **Journal of Political Economy.** Vol. 91, No. 4, 1983, pp. 589-610.
- Batini, Nicoletta and Anthony Yates. "Hybrid Inflation and Price Level Targeting," **Bank of England Working Paper Series.** No. 135, May 2001, pp. 1-28.
- Ben-Bassat, Avraham. "The Inflation Target in Israel: Policy and Development," **Targeting Inflation.** (A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organized by the Bank of England), Andrew G. Haldane (eds.), England, Bank of England Publications, 1995, pp.15-48.

- Bernanke, Ben S. "A Perspective on Inflation Targeting," **Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists**. Washington, The Federal Reserve Board, March 2003, pp. 1-11.
- Bernanke, Ben S. and Frederic S. Mishkin. "Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrial Countries," **NBER Macroeconomic Annual**. Oliver J. Blanchard and Stanley Fischer (eds.), Cambridge, The MIT Press, 1992, pp. 183-228.
- _____ "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" **NBER Working Paper Series**. No. 5893, January 1997, pp. 1-29.
- Bernanke, Ben S. and Mark Gertler. "Inside The Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," **Journal of Economic Perspectives**. Vol. 9, Fall 1995, pp. 27-48.
- Bernanke, Ben S. and Michael Woodford. "Inflation Forecasts and Monetary Policy," **Journal of Money, Credit, and Banking**. Vol. 29, No. 4, November 1997, pp. 653-684.
- Berument, Hakan ve Bilin Neyaptı. "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız?" **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. Cilt. 14, Sayı. 165, Aralık 1999, ss. 11-17.
- Blackburn, Keith and Michael Christensen. "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence," **Journal of Economic Literature**. Sayı. 27, March 1989, pp. 1-45.
- Blinder, Alan S. "Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?" **NBER Working Papers**. No: 7161, June 1999, pp. 1-23.
- _____ "What Central Bankers Could Learn from Academics-and Vice Versa," **Journal of Economic Perspectives**. Vol. 11, No. 2, Spring 1997, pp. 3-19.
- Bogdanski, Joel, Alexandre Antonio Tombini and Sergio Ribero da Costa Werlang. "Implementing Inflation Targeting in Brazil," **High Level Seminar on Implementing Inflation Targets held by IMF Institute**. March 20-21, 2000, pp. 1-19.

- Bordo, Michael D. and David C. Wheelock. "Price Stability and Financial Stability: The Historical Record," **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**. September/October 1998, pp. 41-62.
- Boskin, Michael J. et al. "Consumer Prices, the Consumer Price Index, and the Cost of Living," **Journal of Economic Perspectives**. Vol. 12, No. 1, Winter 1998, pp. 3-26.
- Brash, Donald T. "Inflation Targeting: New Zealand's Experience Over 14 Years," **North American Journal of Economics and Finance**. Vol. 73, February 2002, pp. 1-14.
- Büyükakın, Tahir ve Cemil Erarslan. "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi," **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**. Cilt. 2, Sayı. 8, 2004, ss. 18-37.
- Calvo, Guillermo A. "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy," **Monetary and Fiscal Policy (Volume 1: Credibility)**, Torsten Persson and Guido Tabellini (eds.), 2nd Ed., London, The MIT Press, 1995, pp. 73-95.
- Capie, Forrest, Charles Goodhart and Norbert Schnadt. "The Development of Central Banking," **The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England**. Forrest Capie et al. (eds.), Cambridge, Cambridge University Press, 1994, pp. 1-112.
- Cecchetti, Stephen G. "Distinguishing Theories of Monetary Transmission Mechanism," **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**. Vol. 77, May-June 1995, pp. 83-99.
- _____ "Inflation Indicators and Inflation Policy," **NBER Working Paper Series**. No. 5161, June 1995, pp. 1-33.
- _____ "Central Bank Policy Rules: Conceptual Issues and Practical Considerations," **NBER Working Paper Series**. No. 6306, December 1997, pp. 1-19.
- Central Bank of Brazil Research Department. "Issues in the Adopting an Inflation Targeting Framework in Brazil," **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**. (Seminar held in Rio de Janeiro, Brazil, May 3-5

- 1999), Mario I. Blejer, Alain Ize, and Alfredo M. Leone (eds.), IMF Publication, 2000, pp. 123-131.
- Coast, Warren. "Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of Czech Republic," **Czech National Bank and Monetary and Exchange Rate Affairs Department of The IMF**. 1999, pp. 1-65.
- Corbo, Vittorio and Klaus Schmidt-Hebel. "Inflation Targeting in Latin America," **Central Bank of Chile Working Papers**. No: 105, September 2001, pp. 1-67.
- Crawford, Allan, Jean-François Fillion, and Thérèse Laflèche. "Is the CPI a Suitable Measure for Defining Price Stability?" **Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy**. (Proceedings of a Conference held by The Bank of Canada), Canada, The Bank of Canada Publication, 1997, pp. 39-73.
- Croce, Enzo, and Mohsin S. Khan. "Monetary Regimes and Inflation Targeting," **Finance and Development**. Vol. 37, No. 3, September 2000, pp. 48-51.
- Cukierman, Alex, Sebastian Edwards, and Guido Tabellini. "Seigniorage and Political Instability," **NBER Working Paper Series**. No: 3199, December 1989, pp. 1-50.
- Cukierman, Alex, Steven B. Webb, and Bilin Neyapti. "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes," **The World Bank Economic Review**. Vol. 6. No. 3, September 1992, pp. 353-398.
- De Long, J. Bradford. "Should We Fear Deflation?" **Brooking Papers on Economic Activity**. No. 1, 1999, pp. 225-252.
- De Melo, Martha and Cevdet Denizer. "Monetary Policy During Transition: An Overview," **IBRD Policy Research Working Paper Series**. No: 1706, January 1997, pp. 1-80.
- Deaton, Angus. "Getting Prices Right: What Should Be Done?" **Journal of Economic Perspectives**. Vol. 12, No. 1, Winter 1998, pp. 37-46.
- Debelle, Guy. "The Viability of Inflation Targeting for Emerging Market Economies," **Financial Markets Policies in East Asia**. (Paper

- Presented at Australian National University Conference), Canberra, September 4-5 2000, pp. 1-25.
- _____ “Inflation Targeting in Practice,” **IMF Working Paper**. No. 97/35, March 1997, pp. 1-32.
- Debelle, Guy and Stanley Fischer. “How Independent Should a Central Bank Be?” in **Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policy**. Jeffrey C. Fuhrer (ed.), Boston, Conference Series No. 38, Federal Reserve Bank of Boston, 1994, pp. 195-221.
- Debelle, Guy, Paul Masson, Miguel Savastona and Sunil Sharma. “Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy,” **IMF Economic Issue**. No. 15, 1998, pp. 1-20
- Diewert, W. Erwin. “Index Number Issues in the Consumer Price Index,” **Journal of Economic Perspectives**. Vol. 12, No. 1, Winter 1998, pp. 47-58.
- Edward, Sebastian and Miguel A. Savastano. “Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?” **NBER Working Papers**. No. 7228, July 1999, pp. 1-58.
- Feldstein, Martin. “The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability,” **NBER Working Papers**. No. 5469, February 1996, pp. 1-55.
- Fischer, Stanley. “Central-Bank Independence Revisited,” **American Economic Review**. Vol. 85, No. 2, May 1995, pp. 201-206.
- _____ “Maintaining Price Stability” **Finance and Development**. Vol. 33, No. 4, December 1996, pp. 34-37.
- _____ “Dynamic Inconsistency, Cooperation, and the Benevolent Dissembling Government,” **Monetary and Fiscal Policy (Volume 1: Credibility)**, Torsten Persson and Guido Tabellini (eds.), 2nd Ed., London, The MIT Press, 1995, pp. 57-72.
- _____ “Modern Central Banking,” **The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England**. Forrest Capie et al. (eds.), Cambridge, Cambridge University Press, 1994, pp. 262-308.

- _____ “Modern Approaches to Central Banking,” **National Bureau of Economic Research**. Working Paper, No. 5064, March 1995, pp. 1-65.
- Flood, Robert P. and Peter Isard. “Monetary Policy Strategies,” **IMF Staff Papers**. Vol. 36, No. 3, September 1989, pp. 612-632.
- Flux, Antony. “Inflation Targeting,” **New Zealand Parliamentary Library**. September 2002, pp. 1-26.
- Fraga, Armino. “Monetary Policy During the Transition to a Floating Exchange Rate,” **Finance & Development**, March 2000, pp. 16-18.
- Freedman, Charles. “Monetary Policy Formulation: The Process in Kanada; Inflation Targeting has been Successful,” **Business Economics**. October 2001, pp. 1-8.
- Friedman, Milton. “The Role of Monetary Policy,” **American Economic Review**. Vol. 58, No. 1, March 1968, pp. 1-17.
- Gramlich, Edward M. “Inflation Targeting,” **The Federal Reserve Board Speech**. January 2000, pp. 1-9.
- Greenspan, Alan. “Opening Remarks,” **Achieving Price Stability**. (A Symposium Sponsored By The Federal Reserve Bank of Kansas City), Wyoming, The Federal Reserve Bank of Kansas City Publication, 1996, pp. 1-5.
- Grilli, Vittorio, Donato Masciandaro and Guido Tabellini. “Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries,” **Economic Policy**. Vol. 13, October 1991, pp. 341-392.
- Groshen, Erica L. and Mark E. Schweitzer. “The Effects of Inflation on Wage Adjustments in Firm-Level Data: Grease or Sand?,” **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**. No. 9, January 1996, pp. 1-31.
- Haldane, Andrew G. “Designing Inflation Targets,” **Monetary Policy and Inflation Targeting**. (Proceedings of a Conference held by Reserve Bank of Australia), P. Lowe (ed.), Sidney, Reserve Bank of Australia, 1997, pp. 74-112.
- _____ “Ghostbusting: The UK Experience of Inflation Targeting,” **High Level Seminar on Implementing Inflation Targets held by IMF Institute**, March 20-21, 2000, pp. 1-20.

- Haldane, Andrew G. and Christopher K. Salmon. "Three Issues on Inflation Targets," **Targeting Inflation.** (A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organized by the Bank of England), Andrew G. Haldane (ed.), England, Bank of England Publications, 1995, pp. 170-198.
- Holub, Tomas. "Forex Intervention: Czech Experience," **BIS Papers.** No. 24, 2005, pp. 150-161.
- Hubbard, R. Glenn. "Is there a "Credit Channel" for Monetary Policy?" **Federal Reserve Bank of St. Louis Review.** Vol. 77, May-June 1995, pp. 63-74.
- Huh, Chang G. and Kevin J. Lansing. "Expectations, Credibility, and Disinflation in a Small Macroeconomic Model," **Federal Reserve Bank of Cleveland Working Papers.** No. 9713, April 1998, pp. 1-39.
- Ireland, Peter N. "Expectations, Credibility, and Time-Consistent Monetary Policy," **NBER Working Paper Series.** No. 7234, July 1999, pp. 1-39.
- Isărescu, Mugur. "Inflation Targeting and Financial Stability," **Southeastern European Financial Forum.** Bucharest, 25 May 2006, (Çevrimiçi) http://www.bnr.ro/def_en.htm, pp. 1-24.
- Issing, Otmar. "Is Monetary Targeting in Germany Still Adequate?" **Monetary Policy in an Integrated World Economy.** Horst Siebert (ed.), Germany, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, 1996, pp.117- 130.
- _____ "The Monetary Policy of the ECB: Stability, Transparency, Accountability," (A Speech at The Royal Institute of International Affairs), London, 25 October 1999, (Çevrimiçi) <http://www.ecb.int>, pp. 1-6.
- Işık, Sayım ve Koray Duman. "Enflasyon Hedeflemesi ve Dalgalı Döviz Kuru: Bazı Ülke Deneyimleri," **Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi.** Cilt. 15, 2008, ss. 50-86.
- İnan, E. Alpan. "Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye," **Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu Yayınları.** Şubat 2002, ss. 1-16.

- James, Tobin. "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," **Journal of Money, Credit and Banking**. No. 1, February 1969, pp. 15-29
- Johnson, David. "The Credibility of Monetary Policy: International Evidence Based on Surveys of Expected Inflation," **Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy**. (Proceedings of a Conference held by The Bank of Canada), May 1997, pp. 361-395.
- Jonas, Jiri and Frederic S. Mishkin. "Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects," **NBER Working Paper Series**. No. 9667, April 2003, pp. 1-61.
- Jonsson, Gunnar. "The Relative Merits and Implications of Inflation Targeting for South Africa," **IMF Working Paper**. No. 99/116, August 1999, pp. 1-24.
- Kadioğlu, Ferya, Nilüfer Özdemir ve Gökhan Yılmaz. "Inflation Targeting in Developing Countries," **The Central Bank of The Republic of Turkey Research Department Discussion Paper**. September 2000, pp. 1-52.
- Kamin, Steven, Philip Turner and Jozef V. Dack. "The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview," **Bank of International Settlements Policy Papers**. No. 3, 1998, pp. 5-64.
- Kara, A. Hakan. "Türkiye’de Enflasyon ve Para Politikası," **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları**. Ankara, Araştırma ve Para Politikası Departmanı, Mayıs 2007, ss. 1-47.
- Karasoy, Almıla, Mesut Saygılı ve Cihan Yalçın. "Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri," **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**. No. 9801, Mart 1998, ss. 1-48.
- Kasa, Kenneth. "Will Inflation Targeting Work in Development Countries," **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter**. Vol. 21, No. 1, January 2001, pp. 1-5.
- Kesriyeli, Mehtap. "1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri," **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları**. Ankara, Araştırma Genel Müdürlüğü, No. 97/4, Mart 1997, ss. 1-34.

- Kibritçioğlu, Aykut. "Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation," **University of Illinois Working Paper Series**. No. 01-0115, October 2001, pp. 43-76.
- King, Mervyn. "Change in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice," **Journal of Monetary Economics**. Vol. 39, 1997, pp. 81-97.
- _____ "How Should Central Bank Reduce Inflation?-Conceptual Issues," **Achieving Price Stability**. (A Symposium Sponsored By The Federal Reserve Bank of Kansas City), Wyoming, The Federal Reserve Bank of Kansas City Publication, 1996, pp. 53-91.
- Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott. "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," **Monetary and Fiscal Policy (Volume 1: Credibility)**, Torsten Persson and Guido Tabellini (eds.), 2nd Ed., London, The MIT Press, 1995, pp. 35-55.
- Leiderman, Leonardo and Gil Bufman, "Inflation Targeting under Crawling Band Exchange Rate Regime: Lessons from Israel," **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, (Seminer held in Rio de Janeiro, Brazil, May 3-5 1999) Mario I. Blejer, Alain Ize, and Alfredo M. Leone (eds.), IMF Publication, 2000, pp. 98-112.
- Loayza, Norman V. and Raimundo Soto. "Ten Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges," **Central Bank of Chile Working Papers**. No. 131, November 2001, pp. 1-21.
- Masson, Paul R., Miguel A. Savastano and Sunil Saharma. "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries," **IMF Working Paper**. No. WP/97/130, October 1997, pp. 1-53.
- Mayes, David and Bryan Chapple, "Defining an Inflation Target," **Targeting Inflation**. (A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organized by the Bank of England), Andrew G. Haldane (ed.), England, Bank of England Publications, 1995, pp. 226-245.
- McCallum, Bennett T. "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and

- Japan,” **High Level Seminar on Implementing Inflation Targets held by IMF Institute**. March 20-21, 2000, pp. 1-17.
- _____ “Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy,” **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**. No. 29, 1988, pp. 173-204.
- _____ “Two Fallacies Concerning Central-Bank Independence,” **American Economic Review**. Vol. 85, No. 2, May 1995, pp. 207-211.
- McDonough, William J. “A Strategy for Monetary Policy,” **Speech Given Before the Annual Financial Services Forum of the New York State Bankers Association**. New York, March 21, 1996.
- Mishkin, Frederic S. “Inflation Targeting in Emerging Market Countries,” **NBER Working Paper Series**. No. 7618, March 2000, pp. 1-12.
- _____ “Asymmetric Information and Financial Crisis: A Historical Perspective,” **Financial Markets and Financial Crises**. R. Glenn Hubbard (ed.), University of Chicago Press, 1991, pp. 69-108.
- _____ “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,” **NBER Working Paper Series**. No. 5464, May 1996, pp. 1-27.
- _____ “Strategies for Controlling Inflation,” **NBER Working Paper Series**. No. 6122, August 1997, pp. 8-38.
- _____ “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes,” **NBER Working Paper Series**. No. 6965, February 1999, pp. 1-46.
- Mishkin, Frederic S. and Adam S. Posen. “Inflation Targeting: Lessons from Four Countries,” **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**. Vol. 3, No. 3, August 1997, pp. 9-110.
- Mishkin, Frederic S. and Klaus Schmidt-Hebbel. “One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?” **NBER Working Paper Series**. No. 8397, July 2001, pp. 1-46.
- Mishkin, Frederic S. and Miguel A. Savastano. “Monetary Policy Strategies for Latin America,” **NBER Working Paper Series**. No. 7617, March 2000, pp. 1-65.

- Modigliani, Franco and Lucas Papademos. "Targets for Monetary Policy in the Coming Year," **Brookings Papers on Economic Activity**. No. 1, 1975, pp. 141-165.
- Morandé, Felipe and Klaus Schmidt-Hebbel, "Monetary Policy and Inflation Targeting in Chile," **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**. (Seminer held in Rio de Janeiro, Brazil, May 3-5 1999), Mario I. Blejer, Alain Ize, and Alfredo M. Leone (eds.), IMF Publication, 2000, pp. 90-97.
- Moulton, Brent R. and Karin E. Moses. "Addressing the Quality Change Issue in the Consumer Price Index," **Brooking Papers on Economic Activity**. No. 1, 1997, pp. 305-349.
- Nessen, Marianne. "Targeting İnflation Over the Short, Medium and Long Term," **Journal of Macroeconomics**. Vol. 24, 2002, pp. 313-329.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth S. Rogoff. "The Mirage of Fixed Exchange Rates," **NBER Working Paper Series**. No. 5191, July 95, pp. 1-35.
- Oğuz, Hacer. "Para Politikasının Ölçülmesinde Yeni Gelişmeler ve Türkiye İçin Para Politikası Endeksleri," **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. Cilt. 15, Sayı. 2, 1997, ss. 33-60.
- Oktar, Suat. "Yeni Bir Para Politikası Stratejisi olarak Enflasyon Hedeflemesi (Inflation Targeting) Yaklaşımı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği," **Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**. Yıl. 38, Nisan 2001, ss. 5-28.
- Orlowski, Lucjan T. "A Dynamic Approach to Inflation Targeting in Transition Economies," **ZEI Working Paper**. B11, 2000, pp. 1-55.
- Orphanides, Athanasios and Volker Wieland. "Inflation Zone Targeting," **European Central Bank Working Paper Series**. No. 8, October 1999, pp.1-54.
- _____ "Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero," **Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series**. No. 98-35, June 1998, pp. 1-53.

- Öğretmen, Eren. “Enflasyon Hedeflemesi Uygulama Özellikleri,” **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları**. Ankara, Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Temmuz 2004, ss. 1-24.
- Özatat, Fatih. “Central Bank Independence, Financial Crisis and Macroeconomic Performance,” **ERF Meetings**. (Paper presented in the ERF Meetings Held on May 25-26 1996), Abu Dhabi.
- Öztürkler, Harun ve Affan H. Çermikli. “Türkiye’de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri,” **Finans Politik&Ekonomik Yorumlar**. Cilt. 44, Sayı. 514, 2007, ss. 57-68.
- Parry, Robert T. “Düşük Enflasyon ve MB’nin Bağımsızlığı,” Çev. Suat Oktar, **Marmara Üniversitesi Uluslararası İktisadi İlişkiler Arş. ve Uyg. Mrkz. İktisat Araştırmaları Dergisi**. Cilt. 2, Sayı. 3, Haziran 1996, ss. 23-42.
- Patinkin, Don. “Israel’s Stabilization Program of 1985, Or Some Simple Truths of Monetary Theory,” **Journal of Economic Perspectives**. Vol. 1, No. 2, Spring 1993, pp. 103-128.
- Persson, Torsten and Guido Tabellini. “Designing Institutions for Monetary Stability,” **Monetary and Fiscal Policy (Volume 1: Credibility)**, Torsten Persson and Guido Tabellini (eds.), 2nd Ed., London, The MIT Press, 1995, pp. 279-310.
- Persson, Torsten. “Credibility of Macroeconomic Policy: An Introduction and a Broad Survey,” **European Economic Review**. Vol. 32, No. 2/3, March 1988, pp. 519-530.
- Phelps, Edmund. “Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time,” **Economica**. Vol. 34, No. 135, August 1967, pp. 254-281.
- Polanski, Zbigniew. “Poland’s Experience with Inflation Targeting,” **Inflation Targeting Conference**. (Proceedings of a Conference held by The Central Bank of The Republic of Turkey), Turkey, The Central Bank of The Republic of Turkey Publication, October 19-20, 2000, pp. 85-98.

- Poole, William. "Is Inflation Too Low?" **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**. Vol. 81, No. 4, July/August 1999, pp. 3-10.
- Pruski, Jerzy And Piotr Szpunar. "Exchange Rate Policy and Foreign Exchange Interventions in Poland" **BIS Papers**. No. 24, 2005, pp. 255-264.
- Rotemberg, Julio J. And Michael Woodford. "Interest-Rate Rules in an Estimated Sticky Price Model," **NBER Working Paper Series**. No. 6618, June 1998, pp. 1-91.
- Rudebusch, Glenn D. and Lars E.O. Svensson. "Policy Rules for Inflation Targeting," **Sveriges Riksbank Working Paper Series**. No. 49, February 1998, pp. 1-47.
- Schmidt-Hebel, Klaus and Matias Tapia. "Inflation Targeting in Chile," **North American Journal of Economics and Finance**. Vol. 13, No. 2, August 2002, pp. 125-146.
- Schmidt-Hebel, Klaus and Alejandro Werner. "Inflation Targeting in Brazil, Chile and Mexico: Performance, Credibility and The Exchange Rate" **Central Bank of Chile Working Papers**. No: 171, August 2002, pp. 1-50.
- Sherwin, Murray. "Institutional Frameworks for Inflation Targeting," **Practical Experiences on Inflation Targeting**. (The Bank of Thailand Symposium), Shangri-La Hotel, Bangkok, October 2000, pp. 1-11.
- Summers, Lawrence. "Commentary: Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?" **Achieving Price Stability**. (A Symposium Sponsored By The Federal Reserve Bank of Kansas City), Wyoming, The Federal Reserve Bank of Kansas City Publication, 1996, pp. 35-43.
- _____ "How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined," **Journal of Money, Credit and Banking**. Vol. 23, No. 3, August 1991, pp. 625-631.
- Svensson, Lars E. O. "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," **NBER Working Paper Series**. No. 5797, October 1996, pp. 1-37.

- _____ “Optimal Inflation Targets, ‘Conservative’ Central banks, and Linear Inflation Contracts,” **American Economic Review**. Vol. 87, No. 1, March 1997, pp. 98-114.
- _____ “Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting?” **Federal Reserve Bank of New Zealand Discussion paper**. G97/8, November 1997, pp. 1-11.
- _____ “Inflation Targeting: Some Extensions,” **Scandinavian Journal of Economics**. Vol. 101, 1999, pp. 337-361.
- _____ “Price Level Targeting Versus Inflation Targeting: A Free Lunch,” **NBER Working Paper Series**. No. 5719, August 1996, pp. 1-28.
- _____ “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule,” **Journal of Monetary Economics**. Vol. 43, February 1999, pp. 607-654.
- _____ “Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability,” **NBER Working Paper Series**. No. 7276, August 1999, pp. 1-49.
- Şanlı, Bahar. “Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi,” **Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**. Sayı. 16, 2006, ss. 37-56.
- Şiriner, İsmail ve Timur Turgay. “Parasal İstikrarın Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Etkinliği Sorunu,” **Finans Politik&Ekonomik Yorumlar**. Cilt. 44, Sayı. 509, 2007, ss. 68-80.
- Taylor, John B. “An Historical Analysis of Monetary Policy Rules,” **NBER Working Paper Series**. No. 6768, October 1998, pp. 1-53.
- _____ “Discretion Versus Policy Rules in Practice,” **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**. No. 39, pp. 195-204.
- _____ “Reassessing Discretionary Fiscal Policy,” **Journal of Economic Perspectives**. Vol. 14, No. 3, Summer 2000, pp. 21-36.
- Telatar, Erdinç. “İstikrar Programlarında Nominal Çapa Seçimi ve Uygulama Sonuçları,” **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. Cilt. 18, Sayı. 2, 2000, ss. 459-487.

- Timothy, D. Lane, Mark Griffiths and Alessandro Prati. "Can Inflation Targeting Help Make The Monetary Policy Credible?" **Finance&Development**. Vol. 31, No. 4, December 1995, pp. 1-12.
- Tokgöz, Erdinç. "Merkez Bankalarının Bağımsızlığı," **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. Cilt. 13, 1995, ss. 1-28.
- Woodford, Michael. "Optimal Monetary Policy Inertia," **Institute for International Economic Studies**. Seminar Paper No. 666, Stockholm University, April 1999, pp. 1-112.
- _____ "Inflation Stabilization and Welfare," **NBER Working Paper Series**. No. 8071, January 2001, pp. 1-52.
- Yeldan, Erinç. "Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler," **Praksis Dergisi**. Sayı. 7, Yaz 2002, ss. 19-34.

ANSİKLOPEDİLER

- _____ **Ekonomi Ansiklopedisi**. İstanbul, 1 Numara ve Hearst Yayıncılık-Paymaş Yayınları, 1997.
- Seyidoğlu, Halil. **Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Açıklamalı Sözlük**. İstanbul, Güzem Yayınları, 2. Baskı, 2001.

RAPORLAR, PROGRAMLAR, BRİFİNGLER, KİTAPÇIKLAR İSTATİSTİKLER VE BASIN DUYURULARI

- BCB. **Inflation Report (December-1999)**. (Çevrimiçi) <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/ing/1999/12/ri199912c5i.pdf>
- BCB. **Inflation Report (December-2006)**. (Çevrimiçi) <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/ing/2006/12/ri200612c2i.pdf>
- BCRP. **Annual Report 2007**. (Çevrimiçi) <http://www.bcrp.gob.pe/bcr/dmdocuments/Ingles/Publicaciones/AREport-2007/Annual-Report/Annual-Report-BCRP-2007.pdf>
- BDDK. **Finansal Piyasalar Raporunun Sekizinci Sayısına İlişkin Basın Açıklaması**. 20.05.2008, (Çevrimiçi) <http://www.bddk.org.tr/turkce/>

- Duyurular/Basin_Aciklamalari/481920_May%C4%B1s_FPR.pdf
- BE. **Highlights of The New Inflation Target.** Speech by the Governor in January 2004. (Çevrimiçi) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech211.pdf>
- CBI. **Monetary Bulletin 2001/2.** (The New Framework for Monetary Policy), (Çevrimiçi) http://www.sedlabanki.is/uploads/files/mb012_5.pdf
- TÜİK. **Dış Ticaret İstatistikleri Haber Bültenleri 2006.** (Çevrimiçi) <http://www.die.gov.tr/TURKISH/SONIST/DISTICIST/disticist.html>
- _____ **GSMH Haber Bültenleri 2006.** (Çevrimiçi) <http://www.die.gov.tr/TURKISH/SONIST/GSMH/gsmh.html>
- _____ **Aylara ve Yıllara Göre Dış Ticaret 2006.** (Çevrimiçi) http://www.die.gov.tr/TURKISH/SONIST/DISTICIST/t01_310306.xls
- DPT. **Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2006.** (Çevrimiçi) <http://www.dpt.gov.tr>
- _____ **Temel Ekonomik Göstergeler 2005.** (Çevrimiçi) <http://www.ekutup.dpt.gov.tr/teg/2005/01/tvii.4.xls>
- _____ **Konsolide Bütçe Özeti 2006.** (Çevrimiçi) <http://ekutup.dpt.gov.tr/tg/index.asp?yayin=mpg&yil=0&ay=0>
- DTM. **2007 Yılı Ocak-Aralık Dönemi İhracatının Genel ve Sektörel Değerlendirilmesi.** İhracat Genel Müdürlüğü Ar-Ge ve Değerlendirme Genel Dairesi, Şubat 2008, (Çevrimiçi) <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/IHR/2007yillik.doc>
- ECB. **Monthly Bulletin.** January 1999, (Çevrimiçi) <http://www.ecb.int>
- IMF. **Report of the Working Group on Transparency and Accountability.** Washington, IMF Publications, 1998.
- _____ **World Economic Outlook – May 2001.** (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2001/01/index.htm>
- _____ **World Economic Outlook – October 2007.** (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/index.htm>
- _____ **World Economic Outlook – April 2008.** (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/text.pdf>

- _____ **De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework.** (Data as of July 31, 2006), (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm>
- NBP. **Inflation Report (October-2008).** (Çevrimiçi) http://www.nbp.pl/en/publikacje/raport_inflacja/iraport_october2008.pdf
- _____ **Medium-Term Strategy of Monetary Policy (1999-2003).** Warsaw, September-1998. (Çevrimiçi) http://www.nbp.pl/en/publikacje/polityce_pienieznej/strategia.pdf
- NBR. **Quarterly Inflation Report (February-2008).** (Çevrimiçi) http://www.bnr.ro/def_en.htm
- TBB. **Türkiye Bankalar Birliği 2007-2008 Dönemi Çalışmalarına İlişkin Faaliyet Raporu, Denetçi Raporları, Bilanço, Hesap Durumu, 31.03.2008 Tarihli Bağımsız Denetim Raporu, 2008-2009 Dönemi Bütçe Tasarısı.** Mayıs 2008, (Çevrimiçi) http://www.tbb.org.tr/turkce/duyurular/tbb/faaliyet_raporu2008.pdf
- _____ **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para Ve Döviz Kuru Politikası.** Aralık 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr>
- _____ **Türkiye Bankalar Birliği 2007-2008 Dönemi Çalışmalarına İlişkin Faaliyet Raporu, Denetçi Raporları, Bilanço, Hesap Durumu, 31.03.2008 Tarihli Bağımsız Denetim Raporu, 2008-2009 Dönemi Bütçe Tasarısı.** Mayıs 2008, (Çevrimiçi) http://www.tbb.org.tr/turkce/duyurular/tbb/faaliyet_raporu2008.pdf
- TCMB. **1998 Yılı Para Politikası Uygulaması.** (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1998/k1.html>
- _____ **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası.** Sayı. 2005-56, Aralık 2005, (Çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/DUY2005-56.php
- _____ **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi.** Ankara, 2006, (Çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesiRejimi.php
- _____ **Fiyat İstikrarı.** 2002, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>

- _____ **2001 Yılı Para Politikası Raporu.** Kasım 2001, (Çevrimiçi)
<http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **2002 Yılı Para Politikası Raporu.** Nisan 2002, (Çevrimiçi)
<http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **2002 Yılı Para Politikasının Genel Çerçevesine İlişkin TCMB Basın Duyurusu.** 2 Ocak 2002, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Enflasyon Hedefinin Tanıtımına İlişkin Süreyya Serdengeçti Tarafından Yapılan Basın Toplantısı Metni.** Ankara, 31 Ocak 2006, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Merkez Bankası Bağımsızlığı Konulu Süreyya Serdengeçti Tarafından Yapılan Konuşma Metni.** 24 Şubat 2005, (Çevrimiçi)
<http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi.** Ankara, 2006, (Çevrimiçi)
<http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Enflasyon Raporu 2006-I.** (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Enflasyon Raporu 2008-IV.** (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Para Politikası Kurulu Kararı.** Sayı. 2008-66, 18 Aralık 2008, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **2009 Yılında Para ve Kur Politikası.** Ankara, 12 Aralık 2008, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu.** Kanun No. 1211, Kabul Tarihi. 14 Ocak 1970, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **TCMB Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair 25.04.2001 Tarihli ve 4651 Sayılı Kanunla Getirilen Yenilikler.** Haziran 2001.
- _____ **Haftalık Basın Bülteni.** Sayı. 11, Eylül 2008.
- _____ **Yıllık Rapor 2000.** (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Yıllık Rapor 2001.** (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Yıllık Rapor 2002.** (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Yıllık Rapor 2003.** (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Yıllık Rapor 2004.** (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Yıllık Rapor 2005.** (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- _____ **Yıllık Rapor 2006.** (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>

- _____ **Yıllık Rapor 2007.** (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- TOBB. 1999 Yılı Ekonomik Raporu: 55. Genel Kurul.** Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Ankara, Mayıs 2000.
- _____ **2001 Yılı Ekonomik Raporu: 57. Genel Kurul.** Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Ankara, Mayıs 2002.
- _____ **2004 Yılı Ekonomik Raporu: 60. Genel Kurul.** Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Ankara, Mayıs 2005.

İNTERNETTEN YARARLANILAN KAYNAKLAR

- <http://www.indexmundi.com>
<http://www.imf.org/external>
<http://www.imf.org/external/np/ms/2005/042705.htm>
<http://www.imf.org/external/np/ms/2005/042704.htm>
<http://www.hukuki.net/kanun/5018.15.text.asp>
<http://www.bcb.gov.br/pec/metas/InflationTargetingTable.pdf>
http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#yonetilen
<http://www.rbnz.govt.nz/speeches/0077458.html>
<http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/1176.html>
http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_BSB/IktisatToplum-16Aralik-Ozlale.doc
<http://www.ntvmsnbc.com/news/99957.asp> (Frederic S. Mishkin ile Murat Gener'in Yaptığı Röportaj, 15 Ağustos 2001.)



ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİ UYGULAYAN ÜLKERİN İSİMLRİ VE MERKEZ BANKALARININ İNTERNET SİTELERİ

Avustralya Merkez Bankası	www.rba.gov.au
Brezilya Merkez Bankası	www.bcb.gov.br
Çek Cumhuriyeti Merkez Bankası	www.cnb.cz
Filipin Merkez Bankası	www.bsp.gov.ph
Güney Afrika Merkez Bankası	www.reservebank.co.za
Güney Kore Merkez Bankası	www.bok.or.kr
İngiltere Merkez Bankası	www.bankofengland.co.uk
İsrail Merkez Bankası	www.bankisrael.gov.il
İsveç Merkez Bankası	www.riksbank.com
İsviçre Merkez Bankası	www.snb.ch
İzlanda Merkez	www.sedlabanki.is
Kanada Merkez Bankası	www.bankofcanada.ca
Kolombiya Merkez	www.banrep.gov.co
Macaristan Merkez Bankası	www.mnb.hu
Meksika Merkez Bankası	www.banxico.org.mx
Norveç Merkez Bankası	www.norges-bank.no
Peru Merkez Bankası	www.bcrp.gob.pe
Polonya Merkez Bankası	www.nbp.pl
Şili Merkez Bankası	www.bcentral.cl
Romanya Merkez Bankası	www.bnr.ro
Tayland Merkez Bankası	www.bot.or.th
Türkiye Merkez Bankası	www.tcmb.gov.tr
Yeni Zelanda Merkez Bankası	www.rbnz.govt.nz