

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Mehmet Başbuğ ETHEMOĞLU

TEORİDE VE UYGULAMADA ENFLASYON  
HEDEFLEMESİ VE TÜRKİYE İÇİN  
ÇIKARIMLAR

Danışman  
Doç. Dr. Hacer OĞUZ

İktisat Anabilim Dalı  
Yüksek Lisans Tezi

Antalya, Aralık 2005

İÇİNDEKİLER	i
ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
GİRİŞ	1
BÖLÜM 1	
<b>PARA POLİTİKASI, KURALLAR VE HEDEFLEME YÖNTEMLERİ</b>	<b>4</b>
1.1. Para Politikasında Kural Keyfiyet Tartışması	4
1.2. Para Politikasının İçin Nominal Çıpa Seçenekleri	11
1.2.1. Parasal Büyüklükler Artış Hızının Hedeflenmesi	13
1.2.2. Döviz Kurunun Hedeflenmesi	14
1.2.3. Nominal GSYİH Artış Hızı Hedeflemesi	17
BÖLÜM 2	20
<b>ENFLASYON HEDEFLEMESİ</b>	<b>20</b>
2.1. Enflasyon Hedeflemesi Tanımı	24
2.2. Neden Enflasyon Hedeflemesi	14
2.3. Enflasyon Hedeflemesinin Tesisinin Ön Şartları	27
2.3.1. Ekonomi Yönetiminin Fiyat İstikrarına Odaklanması	27
2.3.2. Mali Üstünlüğün Olmaması	28
2.3.3. Enflasyon hedefi dışında diğer Nominal Çıpaların Bulunmaması	29
2.3.4. Politika Enstrümanlarının Seçiminde Bağımsızlık	32
2.3.5. Politikaların Şeffaflığı ve Hesap Verebilirlik	33
2.4. Enflasyon Hedeflemesi Stratejileri	34
2.4.1. Esnek ve Katı Enflasyon Hedeflemesi	34
2.4.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi, Açık Enflasyon Hedeflemesi	38
2.4.3. Tam (full-fledged) Enflasyon Hedeflemesi	39
2.5. Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları	40
2.5.1. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları	40
2.5.2. Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları	41
2.6. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Gelişmekte Olan Ülkelerde Karşılaşabileceği Sorunlar	44
BÖLÜM 3	40
<b>ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMA ÖRNEKLERİ</b>	<b>47</b>
3.1. Yeni Zelanda	47
3.2. Brezilya	53
3.3. Şili	57
3.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejimini Uygulayan Ülkelerin Karşılaştırılması	58

BÖLÜM 4	70
TÜRKİYE EKONOMİSİ VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ	70
4.1. Türkiye’de Enflasyonun Yapısı	70
4.2. Türkiye’de Enflasyonun Gelişimi	71
4.2.1. 1980-1989 Dönemi	72
4.2.2. 1989-1994 Dönemi	73
4.2.3. 1994-1999 Dönemi	74
4.3. Türkiye’nin 1999-2001 Yılları Arasına Uygulanan IMF Programı ve Takip Eden Kriz	75
4.4. Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasına Geçiş Doğrultusunda Merkez Bankası Kanununda Yapılan Değişiklikler	78
4.5. Merkez Bankasının 2002-2005 Dönemindeki Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi	79
4.6. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi İçin Şartlar Uygun mu?	82
4.6.1. Enflasyon Hedeflemesi Ön Koşulları Türkiye’de Mevcut mu?	82
4.6.2. Türkiye Ekonomisi’nin Mevcut Koşulları Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanabilmesi için Yeterli midir?	92
SONUÇ	96
KAYNAKÇA	99

## ÖZET

1990 yılında Yeni Zelanda'nın başlattığı enflasyon hedeflemesi stratejisi o tarihten bu yana parasal büyüklük, döviz kuru ya da GSYİH büyümesi gibi hedefler ile para politikalarını yönlendirmeye çalışan ve bunun sonucunda başarısız olmuş ülkeler için yeni bir umut olmuştur.

Türkiye'de 1970'li yıllardan 2000'li yıllara kadar süren yüksek enflasyon sürecini bu yeni para politikası stratejisi ile kırmayı amaçlamaktadır. 2001 Şubat ayındaki krizden sonra devreye sokulan "örtük" enflasyon hedeflemesi rejimi açık enflasyon hedeflemesi rejimi için ön hazırlık safhasını oluşturmaktadır. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi dönemi sonunda 2006 yılı Ocak ayında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçeceğini duyurmuştur.

Bu çalışmanın amacı Türkiye'nin 2006 yılından itibaren bütün kurum ve kuralları ile uygulanacak olan enflasyon hedeflemesi rejiminin sürdürülebilirliğini irdelemektir.

Tezde, fiyat istikrarını sağlamak için kullanılan para politikası için alternatif nominal çıplar ve bir nominal çıpa uygulaması olan enflasyon hedeflemesi rejimi kavramsal düzeyde incelenmiş, Yeni Zelanda, Şili ve Brezilya'da enflasyon hedeflemesi uygulamaları ve Türkiye'deki enflasyonist süreci besleyen faktörler özetlenmiştir. Son bölümde enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye'de başarılı bir şekilde uygulanabilirliği tartışılmıştır.

## ABSTRACT

Since the introduction of inflation targeting regime in 1990 by New Zealand, it became a hope of success for the countries which failed to control inflation by using monetary aggregates, exchange rates and nominal GDP growth as nominal anchor for their monetary policy.

Turkey intends to stop the inflationary process between 1970 and 2000 by using this new application of monetary policy. The “implicit” inflation targeting which implemented after the crisis in February 2001 has become a predatory fundament for explicit inflation targeting regime. The Turkish Central Bank announced that explicit inflation targeting will be introduced at the begin of 2006.

The goal of this paper is to study the sustainability of inflation targeting which will be carried out in Turkey with all the rules and regulations.

In this paper, alternative nominal anchor applications for monetary policy and inflation targeting as a nominal anchor operation has been discussed on conceptual basis. Inflation targeting experiences of New Zealand, Chile and Brazil and the inflationary process in Turkey has been summarized. At the end, the paper focuses on the prospect of successful implementation of inflation targeting in Turkey.

## GİRİŞ

Enflasyon bir ekonomideki genel fiyat seviyesinin artış oranıdır. Enflasyonist ortamda istikrarlı büyüme için gerekli olan kaynakların verimli dağılımı engellenmekte, makroekonomik dengelerde bozulmalar olmakta ve gelir dağılımı adaletsiz hale gelerek topluma önemli bir sosyal maliyet yüklemektedir.

Para politikası uzun dönemde fiyat istikrarına kavuşmak ve böylece sürdürülebilir büyüme ortamını sağlayabilmek için gerekli olan bir araçtır. Para politikasını yönlendirirken gerekli olan değişiklikleri sağlayabilmek için yön gösterici bir referans olarak nominal bir çıpayı ihtiyaç vardır. Para politikası yönetiminde nominal çıpa olarak enflasyon oranını almanın önemli yararları vardır. Böyle bir uygulama halk tarafından daha iyi algılanacak, enflasyonist beklentiler kontrol altına alınabilecek, hükümetin uygulamaları konusunda daha açık ve şeffaf bilgiler elde edilebilecek, geleceğe dönük tahminler daha sağlıklı yapılabilecek ve oluşan güven ortamı içinde daha güçlü ekonomik başarılar elde edilebilecektir. Son yıllarda birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomide uygulanan ve nominal çıpayı enflasyona dayandıran para politikasına enflasyon hedeflemesi denmektedir.

Son 15 yılda birçok ülkede düşük seviyede bir enflasyon sağlamak ve bunu sürdürmek, ekonomik birimlerin geleceğe yönelik daha sağlıklı karar almasını kolaylaştırmak ve ekonominin daha verimli işlenmesini sağlamak amacıyla enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaya başlamıştır. Programı ilk olarak Yeni Zelanda 1990 yılında hayata geçirmiştir. Akademik çevrelerde enflasyon hedeflemesi politikasının başarısı konusunda görüş ayrılıkları bulunmakta ve özellikle bu rejimin gelişmekte olan ülkelere uygulanabilirliği konusunda ayrı bir tartışma sürmektedir.

Türkiye Ekonomisi'nde 1980'li yıllardan beri yaşanan yüksek enflasyon sürecinin temel nedeni genişletici maliye politikaları ile yaratılan kamu açıkları olmuştur. 2000 yılı IMF programı, döviz kurunu nominal çıpa olarak kullanarak enflasyonist baskıları ve beklentileri kırmayı amaçlamıştır. 1999 yılı sonunda uygulamaya konulan IMF programını takiben yaşanan 2001 Şubat krizi sonrasında hükümet IMF ile Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nı hazırlamış ve Mayıs ayında program hayata geçirilmiştir. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın hedefi nominal çıpayı döviz kuru üzerinden alıp doğrudan enflasyona dayandıran ve fiyat istikrarını sağlamayı diğer bütün hedeflerin önünde birincil amaç edinen enflasyon hedeflemesi programına geçişi sağlayacak olan altyapıyı oluşturmaktır.

Bu süreç yapılan yapısal reformlar ile desteklenmiştir. 2001 Nisan ayında yürürlüğe giren yasal değişiklikle Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) fiyat istikrarını birincil amaç olarak belirlemiş ve bu amaca yönelik olarak hükümet ile birlikte belirleyeceği para politikasını kendi araçları ile uygulayacağı araç bağımsızlığını elde etmiştir. Ocak 2002’de imzalanan IMF Stand-by programı aynı amacı desteklemiş ve 2002-2004 yılları arasında “örtük enflasyon hedeflemesi” stratejisi uygulanmıştır. 2005 yılında bu sistem devam etmekte olup, 2006 yılı Ocak ayı itibariyle “açık enflasyon hedeflemesi” programına geçileceği ilan edilmiştir.

Tezin amacı enflasyon hedeflemesini incelemek, başarısı için gerekli olan ön şartları ve bunların Türkiye’de mevcudiyetini tetkik etmek ve sonuç olarak Türkiye’de uygulanacak enflasyon hedeflemesi rejiminin sürdürülebilir olup olamayacağını sorgulamaktır.

Çalışmanın ilk bölümünde para politikasında kural ve keyfiyet tartışması ve para politikasının kullanabileceği nominal çıpa hedeflemesi stratejilerindeki alternatifler tartışılacaktır.

Tezin ikinci bölümünde enflasyon hedeflemesinin nasıl işlediği, dünya ülkelerinin neden enflasyon hedeflemesi programlarını tercih ettikleri, uygulanabilmesi için hangi ön koşullar gerektiği, çeşitli uygulama stratejileri, avantaj ve dezavantajlarının neler olduğu ve gelişmekte olan ülkelerdeki uygulamalarında ne tip sorunların çıkabileceği ortaya konulacaktır.

Üçüncü bölümde enflasyon hedeflemesi programını uygulayan ülkelere Yeni Zelanda, Brezilya ve Şili’nin deneyimleri aktarılacaktır. Bu çalışmada bu üç ülkenin seçilmiş olmasının birkaç önemli nedeni vardır. İlk olarak Yeni Zelanda’nın enflasyon hedeflemesini ilk uygulayan ülke olması ve program öncesinde enflasyon oranının Türkiye’de olduğu gibi iki haneli seviyelerde seyretmesi bu örnek üzerinde durmayı gerektirmektedir.

Diğer örnekler ise Latin Amerika’dan Şili ve Brezilya’dır. Tipik gelişmekte olan ülke portreleri çizen Şili ve Brezilya’nın ekonomik ve politik yapısı, tarihinde yaşadığı krizleri ve program öncesinde yüksek ve sürekli enflasyonla mücadele etme zorunluluğu Türkiye ile büyük benzerlikler göstermektedir. Bunun dışında bu iki örnek enflasyon hedeflemesi rejiminin değişik stratejilerini ortaya koymaktadır. Şili uzun bir adaptasyon süresi sonrasında tam enflasyon hedeflemesine geçerken, Brezilya programın uygulanmaya başladığı günden itibaren tam enflasyon hedeflemesini bütün kurumlarıyla devreye sokmuştur. Ayrıca, Şili ve Brezilya gibi gelişmekte olan bir ülke konumundaki Türkiye’nin enflasyon hedeflemesi

sürecinde Brezilya ve Şili deneyimlerinin diğer ülke deneyimlerinden daha fazla ışık tutacağı beklenmelidir.

Çalışmanın son bölümünde ise Türkiye'nin durumu ele alınmaktadır. Bu bölümün başlangıcı Türkiye'de enflasyon olgusunun gelişimini ve 2000 yılı sonunda başlayan ve etkilerinin kısmen devam etmekte olduğu derin krizin kısa bir özetini içermektedir. Kriz öncesi durum, krizi tetikleyen faktörler, kriz yönetimi ve kriz sonrasında ortaya çıkan "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ele alındıktan sonra enflasyon hedeflemesi programının kurumsal temelini oluşturmak için yapılmış olan Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklikler incelenecektir. Son bölümde ise bu çalışmanın ana hedefi olan "Türkiye'de enflasyon hedeflemesi için şartlar uygun mu?" sorusu sorgulanmaktadır.

Türkiye Ekonomisi'nde varolan mali üstünlük problemi Türkiye'nin 2006 yılında uygulamaya koyacağı enflasyon hedeflemesi rejimini tehdit eden başlıca faktördür. Ancak hükümetin ve ekonomi yönetiminin fiyat istikrarı hedefine odaklanması ve mali disiplini sağlaması koşuluyla enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye'de başarılı bir şekilde uygulanabileceği bu çalışmanın temel hipotezini oluşturmaktadır.



## BÖLÜM 1

### PARA POLİTİKASI, KURALLAR VE HEDEFLEME YÖNTEMLERİ

Bu bölümde para politikasının fiyat istikrarını sağlayabilmek için neden nominal çıpalara, dolayısıyla, kurallara ihtiyaç duyduğu tartışılacak, kullanabileceği enflasyon hedefi dışındaki diğer nominal çıpalar incelenecek ve değişik hedefleme yöntemlerinin güçlü ve zayıf yönleri kritik edilecektir.

#### 1.1. Para Politikasında Kural Keyfiyet Tartışması

Fiyat istikrarı istikrarlı bir ekonomik büyüme için önemli şartlardan bir tanesidir. İlimli oranlarda bile olsa artan fiyat düzeyi belirsizliğin artmasına, fiyat ve piyasa etkinliklerinin azalmasına, kaynakların özellikle verimli olmayan alanlara doğru yönelmesine neden olarak topluma ek maliyet yüklemektedir.

Para politikasının amacını belirlerken öncelikle para politikasının neler başarılabilmesi konusunda doğru fikirlere sahip olmak gerekir. Para politikası yoluyla uzun dönemde enflasyon ve enflasyon beklentileri düşük bir düzeyde tutulabilir, yaşanan finansal krizlerin etkileri yumuşatılabilir ve ekonomideki aşırı daralmalar engellenebilir. Ancak para politikası tek başına ekonomik büyümeyi sağlayamaz. Ekonomik büyüme için ayrıca sermaye ile işgücü miktarlarının ve verimliliklerinin artırılması gerekmektedir. Para politikası ancak fiyat istikrarı için uygun bir ortamı sağlayarak ekonomik büyümenin oluşmasına destek olur (Mishkin, 1997, s. 10).

İktisatçıların uzun süredir para politikası çerçevesinde yaptığı tartışmalardan en önemlisi para politikasının aktif (duruma göre ayarlanabilir bir tarzda) mi yoksa mekanik bir kuralı izleyerek mi uygulanması gerektiğidir (rule vs. discretion). Para politikasının bir kuralı izlemesi merkez bankasının seçilmiş olan bir gösterge değişkeni belirli bir bant aralığında tutması anlamına gelmektedir.

1960 ve 1970'li yıllarda Keynezyen iktisatçıları aktivist politikaları savunurken, monetaristler para politikalarının önceden belirlenmiş kuralları çerçevesinde yürütülmesi gerektiğinde fikir birliğine varmışlardır. Her iki görüş de ekonominin politika enstrümanlarındaki değişikliklere mekanik bir biçimde cevap veren bir sistem olduğu düşüncesindedir.

1980'li yıllarda yeni klasik yaklaşım çerçevesinde geliştirilen teorilerde ekonominin politika enstrümanlarına verdiği tepkiler hakkında bakış açısı tamamen değişmiştir. Oyun teorisine dayalı olan bu modellerde ekonominin mekanik bir sistem olmadığı, ekonomik politikalardaki değişikliklere rasyonel tepkiler veren akıllı ekonomik birimlerden oluştuğu kabul edilmektedir.

1960'lı yıllarda Keynezyen aktivist politikalara önemli destek vardı. Bu dönemde çok sayıda denklemden oluşan büyük makro ekonomik modellerin para ve maliye politikalarındaki değişikliklerin ekonomi üzerindeki etkilerini doğru biçimde öngörmeye olanak verecek ölçüde gelişmiş olmaları aktivist politikaların tercih edilmesinde birinci önemli faktör olarak ortaya çıkmıştır. İkinci önemli nokta ise Samuelson ile Solow'un (1960) popüler hale getirdiği uzun dönem Philips ilişkisidir. Bilindiği gibi Philips ilişkisi enflasyon ve üretim (işsizlik) arasında bir trade-off ya da ödünlemeyi göstermektedir. Bu teoriye göre daha yüksek enflasyona katlanarak daha düşük işsizlik seviyelerine ulaşmak mümkündür.

Sonraki yıllarda aktivist politikalara karşı üç önemli argüman geliştirilmiştir. (i) Para politikasının ekonomi üzerindeki etkileri uzun ve değişken gecikmeler ile ortaya çıkar, (ii) uzun vadede işsizlik ve enflasyon arasında ödünleme yoktur ve (iii) zaman tutarsızlığı problemi enflasyonu düşürme çabalarını başarısız kılar (Telatar, 2002, s.111-112).

Friedman'ın başını çektiği monetarist iktisatçılar grubu para politikalarının gecikmelerini dört gruba ayırmıştır. (i) Bir politika değişikliğine gereksinim duyulduğu zaman ile bu gereksinimin fark edildiği zaman arasında geçen süre (teşhiste gecikme), (ii) politika gereksiniminin fark edildiği zaman ile politika değişikliğinin fiili olarak uygulandığı zaman arasında geçen süre (eylemde gecikme), (iii) politikanın değiştirilmesi ile etkilerinin ortaya çıkması arasında geçen süre (etkide gecikme) ve (iv) verilerin elde edilmesinde gecikme (veri gecikmesi). Bu gecikmeler sebebiyle para politikasının zaman boyutu ile ilgili önemli belirsizlikler mevcuttur. Ayrıca, Friedman'a göre para politikasında yapılacak olan değişikliklerin etkilerinin ne büyüklükte olacağını tahmin etmek de oldukça güçtür. (Telatar, 2002, s.115)

Halk ve politika otoritesi ise genellikle kısa döneme odaklanmakta ve politika değişiklikleri etkilerinin temel ekonomik problemin kendi haline bırakılması durumunda kendi kendine düzelmesi için gereken zamandan bile daha uzun sürede ortaya çıkabileceğini anlayamamaktadır. Örnek olarak politika otoritesi genişlemeci para politikaları uygulayarak çok yüksek olarak gördükleri işsizliği azaltmak için harekete geçebilir. Politika değişikliğinin

etkileri ortaya çıkmadan önce ekonominin mekanizmaları ekonomiyi tekrar doğal üretim seviyesine taşıyabilir. Bu durumda aktivist para politikası ekonomiyi aşırı derecede ısıtmış olacak ve yüksek enflasyona ya da para otoritelerinin ekonomiyi tekrar soğutma çabalarına sebep olabilecektir.

Yukarıdaki örnek ışığında monetarist iktisatçılar aktivist politikaların sonucunun ekonomiye zararlı olacağını savunmaktadırlar. Makroekonomik politikaların para arzına odaklanması ve para arzı artış oranına ilişkin bir kuralın getirilmesi gerektiği şeklindeki monetarist politika önerilerini benimseyen tüm iktisatçılar bu görüşü kabul etmektedir.

Aktivist politikalara karşı ikinci bir eleştiri enflasyon ve işsizlik arasında bir ödünleme ilişkisi olduğunu savunan Philips eğrisi konusunda ortaya çıkmaktadır. Philips eğrisi, Philips (1958) tarafından İngiltere’de nominal ücret değişimi oranı ile işsizlik oranı arasında var olduğu varsayılan ampirik bir ilişkiden yola çıkılarak öne sürülmüş ve Lipsey’in (1960) çalışmalarıyla teorik bir temelle desteklenmiştir. Analiz, ücret değişim oranının işgücü piyasasındaki aşırı talep ile aynı yönde hareket ettiği varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşım birim işgücü maliyeti (ücret) değişim oranının uzun dönemde fiyatların değişim oranına eşit olduğu (dolayısıyla kar marjının değişmeden kaldığı) varsayımı ile birleştirilerek enflasyon ve işsizlik arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığı konusunda bir yargıya ulaşılmıştır.

1960’ların sonu ve 1970’lerin başlarında ise Philips ilişkisi gerek ampirik gerekse teorik bir çöküş yaşamıştır. Ampirik çöküş yaşanan stagflasyonda Philips ilişkisinin öngördüğünden tamamen farklı bir enflasyon-işsizlik bileşiminin ortaya çıkması ile başlamıştır. Bu çöküşü Friedman (1968) ile Phelps (1967)’in teorik alandaki yoğun eleştirileri de hızlandırmıştır.

Friedman, Philips eğrisi analizindeki en önemli eksiğin ücret ve fiyatlardaki artış oranını etkileyen önemli bir faktör olan enflasyon beklentilerini içermemesini göstermiştir. Friedman'a göre işçiler ve firmalar reel değişkenlerle yani ücret ve üretim faaliyetlerinin fiyat düzeyinde beklenen artışa göre uyarlanmasıyla ilgilenmektedirler. Bu yüzden işçiler ve firmalar ücret ve mal fiyatlarının belirlenme sürecinde enflasyonu da göz önüne almaktadırlar. Bu varsayımlardan enflasyonun yalnızca işgücü piyasasındaki talep fazlalığından değil, aynı zamanda beklenen enflasyondan da etkilendiği sonucu ortaya çıkmaktadır (Telatar, 2002, s.118-120).

1970’li ve 1980’li yıllarda ortaya çıkan yeni bir teorik yaklaşım ekonomi hakkında tam bilgiye sahip olsalar ve son derece iyi niyetli davranıyor olsalar da para otoritelerinin kendi inisiyatiflerini kullanarak verdikleri birbirini izleyen kararların “dinamik (zaman) tutarsız” olduğunu ortaya koymuştur. Dinamik tutarsızlık argümanının çıkış noktası, çoğu merkez bankasının piyasa güçlerinin yaratacağı düzeyin üzerinde üretim ve istihdam yaratma çabaları doğrultusunda, üreticiler açısından sürpriz niteliği taşıyan enflasyondan yararlandıkları düşüncesidir.

Bu düşüncenin temelinde fiyatlara ilişkin yanlış algılamamanın toplam arz üzerindeki etkilerini ortaya koyan Lucas (1973)’in eksik bilgi modelinin cari para stoku (ya da genel fiyat düzeyi) hakkındaki varsayımı bulunmaktadır. Lucas ekonomik birimlerin ürettikleri malların fiyatlarını satın aldıkları malların fiyatlarından daha iyi bildiklerini ve bu nedenle genel fiyat düzeyindeki hareketleri görece fiyat değişikliklerinden ayırt edemediklerini varsaymıştır. Öngörülmedik (sürpriz) bir enflasyon meydana geldiğinde, üreticiler genel fiyat düzeyinde ortaya çıkan artışı yanlış biçimde yalnızca kendi ürünlerinin fiyatında ya da başka bir deyişle kendi ürünlerinin görece fiyatında bir artış olarak yorumlayarak üretimlerini arttırmaktadırlar. Dolayısıyla, öngörülmedik bir enflasyon ilk etapta ekonomiyi genişletici yönde etkilemektedir. Üreticilerin algılamalarındaki yanlışlığı fark ettiklerinde ise yüksek üretimi sürdürme güduları ortadan kalkarak üretim eski seviyesine dönmektedir. Fiyatların yanlış algılanmasına dayanan Lucas’ın teorisine göre para politikası gerek fiyatları gerekse üretimi etkilemesine karşın üretim üzerindeki etkiler geçici olup fiyatlar üzerindeki etkileri kalıcıdır.

Yarattığı enflasyon özel kesim tarafından beklenir hale geldikten sonra ise merkez bankasının yeniden sürpriz yapabilmesi için daha yüksek bir enflasyon oranı yaratması gerekmektedir. Açıklanan kısır döngü, enflasyondaki artışın yarattığı toplumsal maliyet üretim açısından kısa dönem ödünlemesi yoluyla elde edilen kazanca eşit olana kadar devam edecek ve eşitlik sağlandıktan sonra enflasyondaki artış duracaktır. Bu noktada üretimin doğal düzeyine geri dönmesine rağmen enflasyon yüksek düzeyde kalmaktadır (Telatar, 2002, s.134).

Zaman tutarsızlığı üzerine yapılan analizlerde hükümetin politika için belirlenmiş bir hedefler setine ulaşmaya çalıştığı ve özel sektörün de pasif bir tutum içinde izlediği politikalara uyum sağlamaya yönelik tepkiler verdiği kabul edilmiştir. Bu analizlerde dikkate alınmayan ve konuya ilişkin yeni modellerin özünü oluşturan iki husus bulunmaktadır:

(i) hükümetin özel sektörün tepkilerine karşı verdiği tepkiler, (ii) kendi verecekleri tepkiye karşı hükümetin vereceği tepkileri öngörmeye çalışan özel kesimin beklenti veya eylemleri.

Önceki modellerin belirtilen eksikliklerini gidererek politika oluşum sürecini hükümet ve özel sektörün karşılıklı stratejik karar ve tepkileri çerçevesinde modelleyen ve analiz eden yeni teorilerde temel varsayım “benim bildiğimi bildiğini biliyorum” şeklinde özetlenebilir. Bu strateji, oyun-teorik para politikası modellerinin temel niteliğini oluşturmaktadır (Telatar, 2002, s.141).

Kydland ve Prescott’ın 1977’deki makalesi, hükümet de dahil olmak üzere, rasyonel ekonomik birimlerin oluşturduğu bir dünyada optimal politikaların dinamik ya da zaman tutarsız olduğunu gösteren bir çalışma olmuştur. Zaman tutarsızlığı rasyonel beklentilere sahip bireysel karar birimlerinin bağlayıcı-sabit bir ortam yaratılmadığı takdirde politika otoritesinin daha önce uygulayacağına dair söz verdiği optimal politikadan (bu bir politika kuralı olabilir) vazgeçerek kandırma politikası izleme güdülerinin bulunduğu farkında olması durumunu ifade etmektedir.

Zaman tutarsızlık problemini açıklayabilmek için, politika otoritesinin  $t_0$  döneminde optimal bir politika kuralını veya geleceğe ( $t_1$ ) ilişkin bir politika planını hazırlamaya çalıştığını kabul edelim. Politika otoritesi ex ante olarak (özel kesim ekonomik kararlarını vermeden önce) içinde bulunulan  $t_0$  periyodu kısıtları altında optimal politikayı seçmektedir. Buradaki sorun  $t_0$  döneminde belirlenen optimal politikanın ex post olarak (özel sektör ekonomik kararlarını verdikten sonra) optimal olmaya devam edip etmeyeceğidir. Bu sorunun yanıtı, politikanın  $t_0 - t_1$  zaman aralığında özel sektörün ekonomik kararlarını nasıl etkilediğine bağlıdır.  $t_0$  periyodunda optimal olan politika rasyonel beklentiler varsayımı gereğince özel kesimin davranışlarını etkileyecektir. Buna bağlı olarak ex post olarak politikanın  $t_1$  dönemindeki davranışı  $t_0$  döneminde ex ante olarak  $t_1$  dönemi için planlanan davranıştan farklı olabilecektir. Bunun nedeni  $t_0$  döneminden  $t_1$  dönemine kadar verilen özel kesim kararlarının artık oluşarak bir veri olmasıdır ki, bu durum politika otoritesinin ex post kısıtlarını ex ante kısıtlarından farklı hale getirmektedir. Politika otoritesinin  $t_1$  döneminde  $t_0$  döneminde  $t_1$  dönemi için planlanandan farklı bir politika seçmesi, Kydland ve Prescott’un tanımıyla optimal politikanın dinamik tutarsızlığını veya literatürde daha sonraki kullanımıyla zaman tutarsızlık problemini oluşturmaktadır.

Kurallar lehine ileri sürülen yeni argümanlarda aktivist politikalara karşı eski tartışmalarda ileri sürülenlerden farklı eleştiriler yapılmaktadır. Eski tartışmalarda politika otoritelerinin ekonomi hakkındaki bilgisizlikleri veya “kötü” niyetler öne çıkarılırken, yeni argümanlarda ise politika otoritesi ile özel karar birimlerinin hükümet ve özel sektörün ekonominin nasıl işlediğini bildikleri ve politika otoritesinin “iyi” niyetli olduğu düşünülmektedir. Buna ek olarak yeni argümanlarda politika otoritesinin amaçlarının toplumun amaçları ile tutarlı olduğu ve tüm ekonomik karar birimlerinin rasyonel beklentiler hipotezine uygun davrandıkları kabul edilmektedir. Bu ideal koşullarda bağlayıcı olmayan / ayarlanabilir politika uygulamasının merkez bankasının optimal politikadan sapması beklenmeyen özellikte olmayacaktır. Diğer bir ifadeyle optimal politikadan sapma sistematik (öngörülebilir) bir hatayı oluşturacaktır. Dolayısıyla, optimal politikadan sapılarak yaratılan yüksek para arzı artışları (sistematik hata) yüksek enflasyonla sonuçlanacaktır. Politika otoritesinin bu tuzağa düşmemesinin tek çözümü ise bağlayıcı bir kuralın izlenmesi olduğu savunulmaktadır.

Politika otoritesi ex ante optimal politikayı aynen uygulayacağı konusunda bir taahhüt altına alındığı takdirde, politikadan ex post olarak ayrılma güdüsü kaybolacaktır. Bağlayıcı-sabit politika ortamında para otoritesi politikasını önceden belirlemekte, özel karar birimleri de beklentilerini bu politikaya göre oluşturmaktadır. Bu şartlar altında politika otoritesinin politikadan sapma eğilimi göstermesi halinde görevden alınması veya inandırıcılığını kaybetmesi gibi bazı cezalandırma mekanizmaları önceden ilan edilen politikadan ayrılma güdüsünü ortadan kaldıran başlıca faktörlerdir (Telatar, 2002, s.142-145).

Son yıllarda para politikalarının kesin kurallarla sınırlarını çizebilecek, politika otoritesinin şeffaflığını ve hesap verebilirliğini arttıracak, dolayısıyla ekonomik birimler tarafından kolaylıkla anlaşılabilirliği için enflasyonist beklentiler kırabilecek ve bağlayıcı karakteri sebebiyle yukarıda özetlenen ve zaman tutarsızlığı probleminde çözüm olabilecek bir yöntem olarak para politikası nominal çıpalama stratejisi popüler hale gelmiştir.

## **1.2. Para Politikasının İçin Nominal Çıpa Seçenekleri**

Para politikasının amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğunun ekonomik çevreler tarafından kabul görmesinden bu yana bir çok ülkede merkez bankaları değişik sistemlerle enflasyonu düşürme ve kontrol altında tutma çabalarına yönelmiştir. Uygulanacak para politikasını sadece günün gereklerine göre oluşturmak yerine hatları çizilmiş belirgin bir kurala göre sürdürmek için belli bir değişkeni nihai olarak hedeflemek,

bir değişkeni nominal çıpa olarak kullanarak enflasyonu hedeflenen seviyeye getirmek merkez bankaları arasında sık görülen bir uygulama olmuştur (Mishkin, 1997, s. 10).

Nominal ıpa uygulamalarında temelde iki yaklaşım mevcuttur. Birincisi, parasal bir büyüklük, döviz kuru gibi ara hedef değişkenlerin hedeflenmesini ve ikincisi nominal milli gelir veya enflasyon gibi nihai bir amaç değişkeni üzerine hedef konulmasını öngörmektedir.

Nihai bir değişkenin hedeflenmesinin temel avantajı, yaşamlarını doğrudan etkileyen ve anlaşılır buldukları bir değişken üzerine hedef konulması nedeniyle insanların fiyat istikrarını sağlama sürecinde ortaya çıkacak maliyetlere katlanma konusunda ikna edilmelerinin görece kolay olmasıdır. Bu durum enflasyonu düşürmenin öncelikle enflasyon beklentilerinin düşürülmesini gerektirdiğı kronik enflasyon ekonomileri açısından özel bir önem taşımaktadır. Enflasyon beklentilerinin düşürülmesi için birinci koşul özel karar birimlerinin anlayabildiğı, gelişmelerini takip edebildiğı ve beklentilerini oluştururken dikkate aldığı bir değişkenin hedeflenmesidir. Bu nedenle, örneğın parasal bir büyüklük yerine enflasyon hedeflemesinin, kısıtlayıcı politikaların daha kolay kabul edilmelerini sağlayacağı söylenebilir. Ayrıca, ara hedefler ile nihai amaçlar arasındaki bağlantıların zayıf olabilmesi ve ekonomiye vuran şokların yarattığı belirsizliklerin ara hedefler aracılığıyla amaçlara ulaşılmasını zorlaştırması, nihai değişkenlerin doğrudan hedeflenmesi lehine argümanların diğere gerekçelerini oluşturmaktadır. Buna göre, örneğın politikanın nihai amacı fiyat istikrarının sağlanması olduğu halde parasal bir büyüklük hedeflenecek olursa, para talebinde veya paranın dolaşım hızında ortaya çıkabilecek istikrarsızlıklar ara hedef değişkenin arzulan düzeyden sapmasına, dolayısıyla nihai amaca ulaşma konusunda zorluklara yol açabilecektir.

Ara hedefleme stratejisi lehine temel argüman ise bu tip hedeflere ulaşılmasının görece olarak hızlı ve kolay olmasıdır. Buna göre, izlenen politikaların finansal değişkenler üzerindeki etkileri derhal gözlenebilirken, fiyatlar veya milli geliri etkileme ve etkilere yönelik verilerin elde edilebilir olma süreci önemli gecikmeler içermektedir. Söz konusu gecikmeler veri iken, özel kesimin politika otoritesini altı ay veya bir yıl gibi uzun bir süre öncesinde izlenmiş yanlış politikalardan dolayı cezalandırmasını öngören bir stratejinin otoritenin davranışları üzerinde caydırıcı bir etki yaratmayacağı açıktır. Buna karşılık ara hedefleme stratejisinin benimsenmesi halinde, finansal değişkenler aracılığıyla uygulama sonuçları derhal gözlenebilir olacağı için söz konusu cezalandırma stratejisinin de etkili olması beklenebilir.

Burada üzerinde durulması gereken önemli bir husus hedefleme stratejisinin belirlenme sürecinde hedef değişkenin kontrol edilebilirliği ile politikanın şeffaflığı arasındaki ödünleme ilişkisinin dikkate alınması zorunluluğudur. Konuyu açıklamak için iki uç durumu ele alalım. Birinci durumda, kendi yükümlülüklerinin bir parçası olması nedeniyle merkez bankasının doğrudan kontrol edebildiği parasal tabanın hedeflendiğini, ikinci durumda ise merkez bankasının nihai bir amaç değişkeni olan enflasyonu doğrudan hedeflediğini düşünelim. Birinci durumda seçilen hedefleme stratejisinin kontrol edilebilir bir değişkenin hedeflenmesi şeklinde avantajı söz konusu iken, parasal taban ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişkinin görece olarak zayıf olması politikanın şeffaflık özelliğini zedelemektedir. İkinci hedefleme stratejisinin ise özel kesim açısından taşıdığı şeffaflık derecesi oldukça yüksek olmakla birlikte, daha önce açıklanan gecikmeler ve belirsizlikler nedeniyle merkez bankası tarafından kontrolü oldukça güç bir değişkeni baz alma şeklinde dezavantajı söz konusudur. Yukarıda verilen iki uç durum arasında, kontrol edilebilirlik ve şeffaflık dereceleri itibarıyla farklı bileşimleri içeren stratejiler bulunmaktadır. Merkez bankasının doğrudan kontrol edebildiği parasal taban hedefleme stratejisinden enflasyon ve nominal milli gelir hedefleme stratejilerine doğru gidildikçe, politikanın şeffaflığı artmakla birlikte, hedef değişkenin kontrol edilmesi güçleşmektedir. Buradan hareketle, hedef değişkenin seçimine ilişkin karar aşamasında, şeffaflık ile kontrol edilebilirlik arasında varolan ödünleme ilişkisinin ve bu ilişkinin enflasyon beklentileri ile güvenilirlik açısından yaratacağı sonuçların dikkate alınması gerektiği söylenebilir (Telatar, 2002, s.190-192).

Merkez bankalarını enflasyonu düşürmek ve kontrol altında tutmak için dört temel nominal çıpa seçeneği ve dolayısıyla dört temel sistem geliştirmişlerdir. Bunlar: (i) parasal büyüklükler artış hızı hedeflemesi, (ii) döviz kuru hedeflemesi, (iii) GSYİH artış hızı hedeflemesi ve (iv) enflasyon hedeflemesidir.

Cukiermen (1995) hedef değişken seçerken sıralanabilecek beş temel kriterin altını çizmektedir: (i) seçilen değişkenin kontrolü kolay olmalıdır, (ii) seçilen değişken toplum tarafından kolaylıkla izlenebilmelidir, (iii) seçilen değişkenle ulaşılması istenen hedef arasındaki ilişki yüksek olmalıdır, (iv) hedef değişken kısa zaman dilimleri içinde izlenebilmelidir, (v) seçilen hedef değişken ekonomideki diğer amaçları engelleyici ya da perdeleyici olmamalıdır.

Sıralanan kriterler doğrultusunda para politikası uygulamasında araç olarak seçilebilecek nominal büyüklük hedef seçeneklerini incelemek gerekir. Parasal büyüklüklerin hedeflenmesi benimsendiğinde bu amaç için parasal tabandan başlayarak değişik para stoku



büyükliklerinin veya kredilerle ilgili büyüklüklerin kullanılması gerekir. Burada önemli nokta hedef parasal değişkenin kapsamı genişledikçe merkez bankalarının kontrolünün azalması, buna karşın halkın daha büyük bir kesiminin seçilen değişkeni izleme oranının artmasıdır. Ancak parasal değişkenin kapsamı genişledikçe günlük olarak izlenmesi giderek zorlaşmaktadır. Diğer taraftan gelişen ekonominin getirdiği mali serbestlik ve mali yenilikler parasal değişkenlerin enflasyon ve gelir üzerindeki etkilerini giderek değiştirmektedir. Diğer bir ifadeyle bunlar arasındaki ilişki istikrarlı değildir.

Bununla beraber bu uygulamayı Amerika ve Almanya başarıyla sürdürebilmişlerdir. Her iki ülkenin de ortak özelliği mali sistemlerinin derin olmasının yanında nihai amaç olarak fiyat istikrarını belirlemiş olmalarıdır. Hem Amerikan Merkez Bankası FED hem de Alman Merkez Bankası Bundesbank parasal büyüklük hedeflemelerine karşın faizleri etkin bir araç olarak kullanarak nihai ve açıklanmayan bir fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirmeye yönelik para politikası uygulamışlardır. Bu amaca yönelen her iki merkez bankası da gerektiğinde parasal büyüklük hedeflerinden ödün vererek “esnek” para politikası yürütmüşlerdir. (Cukiermen, 1995, s. 403).

Nominal olarak döviz kuru seçildiğinde, ister sabit (fixed-peg) ister hareketli (crawling-peg) olsun, yerine getirilmesi gereken ilk koşul merkez bankası rezervlerinin yeterli güçte olmasıdır. Döviz kurlarındaki değişim günlük olarak halk tarafından izlenebiliyor olması yerine getirilmesi gereken önemli bir göstergedir. Ayrıca, nihai hedefi fiyat istikrarı olarak seçen küçük-açık ekonomilerde döviz kurlarının fiyat düzeyi ile yakın korelasyon içinde olduğu görülmektedir. Buna karşın, döviz kuru hedeflemesinin fiyat istikrarına ve bu yöndeki bekleyişlere belli bir gecikme ile etki etmesi nedeniyle sermaye girişlerine bağlı olarak milli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanması kaçınılmazdır. Milli parası diğer yabancı paralar karşısında değer kazanan ülke ise uluslararası rekabette dezavantajlı konuma düşecektir (Cukiermen, 1995, s. 405).

Bu kriterlere göre bakıldığında, nominal GSYİH hedeflemesinde sorun hedef değişkenin en iyi olasılıkla üç aylık gecikme ile izlenebiliyor olmasıdır. GSYİH hedeflemesi yapıldığında istenmeyen gelişmeler olması durumunda bu gelişmenin ancak uzun bir süre sonra anlaşılıyor olması ve buna ilişkin uygulanacak düzeltici politikanın, kullanılacak araçların değişken üzerinde de ancak belli bir gecikme ile etkili olmaları nedeniyle pratikte zaten sorunlu bir uygulamadır.

### 1.2.1. Parasal Büyüklükler Artış Hızının Hedeflenmesi

Para politikasında parasal büyüklük artış hızı hedefleme stratejisi bir ara hedef yoluyla uzun vadede dolaylı olarak nominal gelirin artış oranını ve özellikle enflasyonu etkilemeyi amaç edinmiştir. 1970'lerin ortasında sabit kur politikası Bretton Woods sisteminin terk edilmesinin ardından Almanya ve İsviçre'de parasal büyüklük artış hızı hedeflemesinin ilk örnekleri gözlenebilmiştir.

Almanya ve İsviçre'nin sistem değiştirerek parasal büyüklük artış hızını hedeflemeye geçmesinde birkaç neden sıralanabilir. Bunlardan ilki, petrol şoklarının ardından 1970'lerin başında enflasyonun hızlanmasıdır. Diğer bir neden ise o yıllarda ampirik bulguların temel parasal büyüklüklere olan talebin istikrarlı olduğunu göstermiş olmasıdır. Özellikle Keynesyen talep yönetimi politikalarına olan inancın azalması sistem değişikliği arayışının başka bir nedeni olarak algılanmaktadır. Son olarak da parasal büyüklüklerle ilgili hedeflerin kamuoyuna açıklamasının beklentileri yönlendirmesi yoluyla istikrarı sağlayacağı düşüncesi parasal büyüklük artış hızının hedeflenmesi stratejisinin seçiminde etkili olmuştur.

Parasal büyüklük artış hızı hedeflemesinin en büyük avantajı merkez bankalarının değişen iç piyasa koşullarına göre para arzını da değiştirebiliyor olmalarıdır. Bu sistem merkez bankalarının başka ülkelerden farklı enflasyon hedefi belirleyebilmelerine olanak tanırken, üretim seviyesindeki dalgalanmalara karşı tepki verebilmelerini de sağlamaktadır. Kur çıpasında olduğu kadar net olmasa da para arzındaki değişimin hedeflenmesi yoluyla oluşturulan nominal çıpa halkın anlayabileceği bir değişken olmaktadır. Bu sayede merkez bankasının hedefi tutturup tutturamaması bireyler tarafından çok net ve hızlı bir şekilde kavranır. Genellikle merkez bankaları para arzına ait verileri en fazla bir iki haftalık gecikme ile yayınlamaktadırlar. Para arzı verileri açıklandığı anda hem halk hem de piyasalar para politikasının ne yönde olduğunu anladıklarından enflasyon beklentilerini hızla biçimleyebilirler. Bu sayede enflasyon ile mücadele daha etkin kılınabilmektedir. Diğer taraftan parasal hedefler para politikasına anında güven duyulabilmesini sağladıklarından hem enflasyonu düşürmekte etkinlik sağlarken hem de para politikası otoritesinin zaman tutarsızlığı tuzağına düşmelerini zorlaştırırlar (Mishkin 1997).

Parasal büyüklük artış hızının hedeflemesinin beklenen faydaları gerçekleştirilmesi için dayandığı iki önemli koşul vardır. Bunların ilki amaç değişken ile (enflasyon ve nominal gelir) hedef büyüklük arasında (para arzı) güçlü ve güvenilir bir ilişkinin olması gereğidir. Eğer dolaşım hızı istikrarsız, dolayısıyla parasal büyüklük ile amaç değişken arasında ilişki

zayıf ise, parasal hedefleme süreci çalışmayacaktır. Söz konusu zayıf ilişki ara hedeflere ulaşmanın amaç değişken için arzulan sonuca yaratmayacağı anlamına gelmekte ve uygulanan parasal büyüklük hedeflemesi para politikasının durumu hakkında yeterli sinyal verememektedir. Bu koşullar altında, parasal hedefleme enflasyon beklentilerinin düşürülmesine yardımcı olamayacak ve merkez bankası sorumluluğunu değerlendirme konusunda iyi bir rehber niteliği taşımayacaktır.

Diğer koşul ise hedeflenen parasal büyüklüklerin merkez bankasının sıkı kontrolünde olması gereğidir. Merkez bankasının hedeflenen parasal büyüklük üzerindeki kontrolü zayıf ise para politikası sinyalleri zayıflayacağından para politikasına olan güven azalacak ve otoriteleri sorumlu tutmak güçleşebilecektir. Dar tanımlı para arzının kontrolü göreceli olarak daha kolay olsa da M2 ve M3 için aynı şeyi söylemek kolay değildir. Bu iki temel varsayım parasal büyüklük artış hızı hedeflemesi yapan merkez bankalarının neden uzun zamanlar boyunca hedefin üzerine çıkmayı ya da altında kalmayı resmi olarak seçtiklerini açıklamaktadır (Telatar, 2002, s. 194-195).

### **1.2.2. Döviz Kurunun Hedeflenmesi**

Enflasyonu kontrol altında tutmak için kullanılan yaygın yöntemlerden bir tanesi de enflasyonu yüksek olan bir ülkenin para birimini düşük enflasyonlu bir ülkenin para birimine bağlamasıdır. Uygulamalara bakıldığında bu strateji kurun katı bağlanmasından bant içinde ilerleyen bir sistemin uygulanmasına kadar değişmektedir.

Döviz kuru hedeflemesinin en temel faydalarından bir tanesi zaman tutarsızlığı problemini ortadan kaldıracak bir nominal çıpanın yaratılmış olmasıdır. Zaman tutarsızlığı problemi para politikası otoritesinin (ya da para politikası otoritesinin üzerinde etkiye sahip olan politikacıların) kısa vadede istihdam yaratmak için üretimi artırıcı genişleyici para politikaları izlemesi şeklinde karşımıza çıkar. Eğer para politikası otoritesi bu oyundan uzak tutulacak bir kural ile sınırlanmışsa zaman tutarsızlığı probleminin önüne geçilebilir. Kur hedeflemesi kurun değer kaybettiği zamanlarda otomatik olarak sıkılaştırılacak bir para politikası ve kurun değer kazandığı zamanlarda ise otomatik olarak gevşeyecek bir para politikasının izlenmesini sağlar. Bu sayede üretimi artırmayı amaçlayarak zaman-tutarsızlık problemi yaratacak inisiyatif merkez bankasının elinde kalmaz.

Kur hedeflemesinin diğer önemli avantajlarından bir tanesi de koyulan hedefin basitliği ve netliğidir. Halk ve finansal piyasalar koyulan hedefin ne olduğunu daha kolay kavrayarak, hedefin tutturulup tutturulmadığına dair yargılarını çok kısa zamanda doğru

olarak verebilirler. Ayrıca, kur hedeflemesi ile kuru hedeflenen ülkenin para politikasına olan güvenilirlik de kuru hedefleyen ülkeye taşındığından enflasyon ile mücadele beklentilerin yönlendirilmesi açısından daha kolaylaşır. Güvenilir bir kur çıpası sisteminde ticarete konu olan mallar yoluyla enflasyonu aşağı çekmek daha hızlı olacaktır.

Kur hedeflemesi sisteminde güvenilirliğin en üst noktada olduğu sisteme “Para Kurulu” adı verilmektedir. Para kurulu sistemini para politikasına uygulayan ülkelerde yerel para yabancı bir paraya sabitlenirken para basma yetkisi merkez bankasının elinden alınmıştır. Yerine merkez bankası döviz getiren veya döviz almak isteyen birimlerin ihtiyaçlarını sabit kurdan yerine getirmekle yükümlüdür. Para kurulu sisteminin güvenilir olması için merkez bankası rezervlerinde yerel paranın tamamını karşılayacak kadar döviz bulunması ve merkez bankasının elinde inisiyatif kalmamış olması gerekmektedir.

Para kuruluna alternatif olarak sabit kur ya da kur çıpası uygulanan ülkelerde merkez bankalarının elinde faizleri açık piyasa işlemleri ile yönlendirecek kadar para politikasını etkileyecek ve iç kredi seviyesini değiştirecek araçlar bulunmaktadır. Bu nedenle, para kurulunun güvenilirliği diğer kur hedeflemesi sistemlerine göre çok daha yüksektir. Bu sayede de enflasyon üzerindeki etkisi daha hızlı ve etkin bir şekilde olur (Mishkin, 1997, s. 11-13).

Amaç enflasyonu düşürmek olduğunda kur hedeflemesi sistemleri oldukça hızlı sonuç verir. Sistemin avantajları yanında bir takım sakıncaları da bulunmaktadır. Bu sakıncalardan belki de en önemlisi yerel parasını sabitleyen ülkenin bağımsız bir şekilde para politikasını değiştirme olanağından yoksun kalmasıdır. Serbest sermaye piyasaları olan ve kurunu bir başka ülkenin parasına sabitlemiş bir ülkede faiz oranları çıpanın atıldığı ülkenin faiz oranları ile yakın ilişkide olurken para arzının artışı kuruna sabitlenen ülkenin para arzındaki değişiklikler ile sınırlı olmaktadır. Dolayısıyla, sadece iç piyasada gelişen ve kuru hedeflenen ülkenin ekonomisini etkilemeyen bazı şoklara kuru hedefleyen ülke para politikası yolu ile cevap veremeyecektir.

Örneğin kurunu hedeflemiş ülkede devletin harcamaları kısması nedeniyle ya da o ülkeye özel ihracata konu olan malların ihraç edildiği pazarda yaşanan bir talep düşüşü nedeniyle iç talepte daralma yaşanabilir. İç piyasada oluşan benzer şoklara para politikası otoritesi yerel parasını başka bir ülkenin para birimine sabitlediğinden faizleri indirerek cevap veremeyecek, hem enflasyonun düştüğü hem de üretimin istenen seviyenin altına indiği istenmeyen bir durumda kalabilecektir. Eğer ekonomik şok para biriminin bağlı olduğu

ülkede gerçekleşmekteyse, kurunu bağlayan ülke aynı ekonomik ilişkiler nedeniyle olmasa da para birimi bağlı olduğu için aynı şokun kendi ülkesinde de yaşanmasına katlanmak zorunda kalacaktır.

Kur hedeflemesi sistemlerinin diğer önemli sakıncası da kurunu bağlayan ülkenin kur üzerine yapılacak spekülâtif saldırılara karşı zayıf hale gelmesidir. Kurunu sabitleyen ülkenin para birimi aşırı değer kazanabileceği gibi, kurun sabitlendiği ülkeden gelebilecek ve negatif talep yaratabilecek bir şok karşısında spekülâtörler kurunu sabitleyen ülkenin bu sistemi ne kadar devam ettirebileceğini sorgulamaya başlarlar. Kurun sabitlendiği para birimine talep bir kere başladığında kurunu sabitleyen ülkenin merkez bankası kur hedefini korumak için rezervlerini harcamak zorunda kalabilir. İnanırcı ve güvenilir politikacıların olduğu ülkelerde bu savunma sonucunda kur hedefi korunabilse de bu atak çok pahalıya mal olabilecektir. Bu durumla karşı karşıya kalan ülkelere bazıları ise kuru sabitleme ve enflasyonu düşürme hedeflerinden vazgeçerek devalüasyon yapmak suretiyle iç taleplerini canlandırabilirler (Telatar, 2002, s. 199-200).

Mishkin'e (1996) göre, özellikle gelişmekte olan ülkelere bu tip kur kaynaklı krizler piyasaların verimli yatırımlara kaynak aktaramaz hale geldiği büyük ölçekli finansal krizlere dönüşebilirler. Bu da doğal olarak derin bir ekonomik durgunluğu beraberinde getirecektir. Gelişmekte olan ülkelere kur hedeflemesinin olası sakıncalarından bir tanesi de başarılı bir spekülâtif saldırının enflasyonu daha yüksek bir seviyeye taşıyacak olmasıdır. Genelde bu tür ülkelere para politikası otoriteleri enflasyonla mücadelede konusunda pek güvenilir değillerdir. Bu nedenle, spekülâtif saldırı sonrasında gerçekleşen sert devalüasyon hem gerçekleşen hem de beklenen enflasyon oranını hızla ve dramatik bir şekilde yukarı çekerek eski yüksek platosuna oturturken, değişkenliğini de artıracaktır. Bahsedilen süreç içinde faiz oranlarının da hızla yükselecek olması gelişmekte olan ülkelere finansal krizin boyutlarını artıracak ve azalan finansman yaşanan ekonomik daralmanın sertleşmesine neden olacaktır.

Kur hedeflemesinin en katı olduğu para kurulu uygulaması benzer spekülâtif saldırılara karşı en güçlü sistem olsa da bazı problemleri de içinde barındırmaktadır. Merkez bankasının para basma yetkisinin elinden alınması olası bir bankacılık krizinde (ki gelişmekte olan ekonomilerde sık görülmektedir) merkez bankasının sisteme likidite sağlamasını engelleyerek oluşan krizin daha da derinleşmesine neden olabilir. Ancak yine de kur hedeflemesi seçenekleri içinde uzun süre kronik enflasyon ile karşı karşıya kalmış ülkeler için para kurulu enflasyonist beklentileri hızla ve güçlü bir biçimde kırması açısından en etkili olarak adlandırılmaktadır. Bunun en temel nedeni politik baskıların para politikasını da

yönlendirmesinden koparılmasıdır. Özellikle daha önceki stabilizasyon programlarının zayıf kaldığı Arjantin'de para kurulu tercih edilmesinin temelinde de işte bu neden bulunmaktadır (Mishkin 1996, s. 17).

Bu noktada dikkat edilmesi gereken, herhangi bir kur hedeflemesi sisteminde spekülâtif saldırılar sonucunda gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre ekonomik anlamda daha fazla zarar gördüğüdür. Gelişmiş ülkelerde spekülâtif atak sonrası yapılan devalüasyon beklenen enflasyon oranını daha önce de enflasyon seviyesi çok yüksek olmadığı için çok arttırmaz. Ancak gelişmekte olan ülkelerde kurun hedeflenen değerde tutulmasının maliyeti gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olabileceği gibi bir spekülâtif atak sonrasında ekonominin göreceği zarar da daha fazladır.

### **1.2.3. Nominal GSYİH Artış Hızı Hedeflemesi**

Parasal büyüklükler ve enflasyon arasındaki ilişkinin son yıllarda zayıflaması sonrasında büyük ekonomiler için parasal büyüklükler dışında bir nominal çıpa ihtiyacı ortaya çıkmıştır.

Nominal GSYİH hem reel GSYİH ile hem de fiyat seviyesi ile ilişkilendirilebilmektedir. Nominal GSYİH, reel GSYİH ile fiyat seviyesinin çarpımı olarak ifade edilebilmektedir. Benzer şekilde nominal GSYİH artışı, reel GSYİH artışı ile enflasyonun toplamından ibarettir.

Kısa vadede nominal GSYİH değişimi reel GSYİH değişimine benzerlik gösterirken, enflasyon ile doğrudan bir bağlantıya sahip olmamaktadır. Uzun vadede ise durum tam tersidir. Enflasyondaki değişimler nominal GSYİH'ı doğrudan etkilemektedir. Uzun vadede reel GSYİH artışı bir çok gelişmiş ülkede sabit bir trende sahip olduğu için uzun vade enflasyon oranı nominal GSYİH artışı ile reel GSYİH artış trendi arasındaki fark değerlerine yakın olma eğilimine girecektir.

Nominal GSYİH artış hızı hedeflemesi talep yanlı şoklarda başarılı olacağı ön görülmektedir. Örnek olarak ülkenin dış ticareti için çok önemli bir diğer ülkenin ekonomisindeki olumsuz gelişmelerden dolayı ülkenin ihracat mallarına olan talepte önemli bir düşüş olduğunda, bu olumsuzluk reel GSYİH ve nominal GSYİH artış hızında bir yavaşlamaya sebep olacaktır. Nominal GSYİH artış hızının hedeflenen seviyenin altına düşmesi para politikası otoritesine para politikasını gevşetmesi yönünde sinyal verecektir. Bu da nominal GSYİH artışının hedeflenen aralığa oturmasını sağlayacaktır. Bu politika

değişikliği toplam talebin tekrar artmasına ve talebin ve nominal GSYİH'in diğer ülkedeki kriz öncesindeki seviyeye gelmesini sağlayacaktır.

Nominal GSYİH artış hızı hedeflemesinin diğer bir çekici yanı ise arz yanlı şoklarda büyüme ve enflasyon arasında dengeyi sağlayabilmesinde yatmaktadır. Bir arz yanlı şok (ör: petrol fiyatlarında ani bir artış) iki istenmeyen sonuç doğurur: düşen reel GSYİH artışı, yükselen enflasyon. Bu iki istenmeyen sonuç ekonomi yönetimini bir ikileme sürükler. Para politikasını bu iki sonuçtan birini düzeltmek için değiştirmek, diğer tarafta durumu daha çok bozar. Artan petrol fiyatı ile yavaşlayan ekonomik aktiviteyi arttırmak için para politikasının gevşetilmesi enflasyonu tetiklerken, enflasyonu kontrol altına almak için uygulanacak sıkı para politikası reel GSYİH artış hızının daha fazla düşmesine sebep olacaktır.

Nominal GSYİH artış hızı hedeflemesi ekonomi yönetiminin bu ikilemi çözmek için iki soruna da aynı ağırlığı vermesi sonucunu doğuracaktır. Örnek olarak reel GSYİH artış hızında % 2'lik bir düşüşe ve enflasyonda % 1'lik artışa sebep olan bir petrol fiyat artışı nominal GSYİH artış hızında % 1'lik bir düşüşe neden olacaktır. Nominal GSYİH artış hızını tekrar eski haline getirmek için biraz gevşetilen para politikası enflasyon ve reel GSYİH artış hızındaki değişikliği örnek olarak % 1,5 seviyesinde tutabilecek ve reel GSYİH'nin daha az düşmesine imkan verecektir (Clark, 1994, s. 11-13).

Nominal GSYİH artış hızı hedeflemesinin parasal büyüklükler artış hedeflemesi stratejisine olan üstünlüğü üç nokta altında özetlenebilir. Uzun vadede ortalama enflasyon hedefine ulaşabilmek için nominal gelirden yaratılması gereken ortalama artış oranı daha doğru bir biçimde belirlenebilmektedir. Buna karşılık, M1 ve M2 gibi parasal bir büyüklüğün dolaşım hızı hakkındaki belirsizlikler, hedeflenen enflasyon oranına ulaşmak için gereken artış oranı hakkında da önemli belirsizlikler yaratmaktadır.

İkinci olarak, para talebi ve yatırım-tüketim şoklarının varlığında, para miktarını düzgün bir hedef patika civarında tutmanın güçleşmesi nedeniyle, nominal gelire istikrar kazandıran bir politikanın ekonominin devresel davranışını düzgünleştirebilmesi mümkündür.

Son olarak, ekonomideki ödeme sistemini düzenleyen kurallarda ortaya çıkan değişiklikler ve teknolojik yenilikler para stokuna ilişkin ölçümlerin de uygun biçimde yeniden düzenlenmesini gerekli kılmaktadır. Bu nedenle, herhangi bir para ölçümünün nominal gelir ile olan ilişkisinin politika enstrümanları ile olan ilişkisinden daha güvenilir olması beklenebilir (Telatar, 2002, s.206).

Yukarıda da belirtildiği gibi nominal GSYİH'ya ilişkin veriler en iyi ihtimalle üç aylık dönemler halinde yayınlanabilmektedirler. Nominal GSYİH artış hızı hedeflemesi uygulandığında olumsuz gelişmeler ancak üç aylık süreler sonunda ortaya çıkacak ve bu olumsuzluklara karşı uygulanacak politikalar belli bir gecikme sonrasında uygulamaya konabilecektir. Bu sorun halkın programa olan güvenini sarsabilecek ve enflasyonist beklentilerle savaşıma konusunda engel oluşturabilecektir.

Bu programın ikinci önemli dezavantajı ise aslında tahmini oldukça zor olan beklenen nominal GSYİH artışının açıklanmasının gerekliliğidir. Hükümet politik menfaatler ve beklentiler de işin içine girdiği için realist nominal GSYİH büyüme beklentisini ortaya koymakta güçlük çekebilir.



## BÖLÜM 2

### ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Bu bölümde 1990 yılında ilk olarak Yeni Zelanda tarafından uygulamaya konan ve daha sonra birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede uygulanan enflasyon hedeflemesi kavramsal düzeyde incelenecektir.

#### 2.1. Enflasyon Hedeflemesi Tanımı

Enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının diğer bütün hedefleri fiyat istikrarı hedefinin gerisinde görerek, fiyat istikrarı sağlamak, enflasyonu makul bir dönem zarfında önceden belirlenen sayısal bir hedef değerine ya da hedef değer aralığına oturtabilmek için para politikalarını bağımsız biçimde belirlediği ve şeffaflık ve hesap verebilirlik prensibi çerçevesinde, bu politikalar konusunda kamuoyunu bilgilendirdiği bir para politikası uygulamasıdır. Enflasyon hedeflemesi programlarında sadece döviz kuru ya da parasal büyüklüklerin değil, diğer birçok değişkenin hesaba katılarak oluşturulduğu bilgiye dayalı stratejiler geliştirilmelidir (Mishkin, 2000, s.1).

Para politikalarının ülkelerdeki uygulamalarına bakıldığında döviz kuru ve parasal büyüklükler hedeflemesi gibi önceki bölümde özetlenen ara hedefleme yaklaşımlarının başarılı olamadığı gözlenmektedir. Para talebinin ve dolaşım hızının istikrarsızlığı ve enflasyon ile parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin zayıflaması sonucunda parasal büyüklük hedefleme stratejileri başarısız olmuştur.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisinde kuru hedefleyen ülkenin para politikasının bağımsızlığının ortadan kalkması ve yurtiçi şoklara karşı etkisiz kalması bu stratejinin sıkça başarısızlığa uğramasına neden olmuştur. Başarısızlığa uğrayan ülkelerin enflasyon hedeflemesi rejimini tercih ettiği görülmektedir. Ayrıca, sıkı para politikaları ile enflasyon düzeylerini aşağıya çeken bir kısım ülkelerin de bu seviyeyi sürdürülebilir kılmak için enflasyon hedeflemesi rejimine geçmektedir (Mishkin ve Savastano 2000, s.32).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin çatısı para politikasının ana hedefinin düşük ve sürdürülebilir enflasyonun gerçekleştirilmesinin ana hedef olması varsayımından hareketle hazırlanır. Bu bakış açısı iki temel karakteri gündeme getirir. Birincisi para politikası için açık sayısal bir enflasyon hedefi ortaya konulması, ikincisi ise para politikası için açık bir başka

ara hedefin mevcut olmamasıdır. Enflasyon hedeflemesini destekleyen argümanlar aşağıdaki noktalardan güç almaktadır.

- Orta ve uzun vadede para arzının artışı kalıcı olarak fiyat seviyesini etkilerken üretim ve işsizlik üzerinde herhangi bir etkisi olmaz.
- Para kısa vadede yansız olmadığından reel değişkenler üzerinde geçici fakat önemli etkiye sahiptir.
- Enflasyon hem kaynakların verimli dağılımı, hem de uzun vadede büyüme açısından önemli maliyet<sup>1</sup> oluşturur.
- Merkez bankasının enflasyonu dönem bazında kontrol etme kabiliyeti para politikasının belirsiz etkileri ve enflasyonu etkileme sürecindeki gecikmeyle kösteklenmektedir. (Scarlata, 2002, s.172)

Enflasyon hedeflemesi rejiminde aşağıdaki eşitliklerden birini sağlayacak biçimde gerçekleşen enflasyon oranı doğrultusunda faiz oranı ya da parasal büyüklüklerden birisi ayarlanmaktadır.

$$(2.1) \quad i_t - i_{t-1} = g(p_{t+T|i_{t-1}} - p^*) \quad g > 0$$

$$(2.2) \quad M_t - M_{t-1} = g(p_{t+T|M_{t-1}} - p^*) \quad g < 0$$

Eğer 2.1’de geçmiş dönem faizi oranı bilgisi ( $i_{t-1}$ ) altında yapılan enflasyon tahmini ( $p_{t+T|i_{t-1}}$ ) orta vadeli enflasyon hedefinden ( $p^*$ ) büyük (küçük) ise kısa vadeli faizler ( $i_t$ ) arttırılır (indirilir).  $t$  döneminde iken  $t-1$  dönemindeki (geçmişteki) kısa vadeli faize dayanarak enflasyon için  $T$  dönem sonrası için yapılan enflasyon tahmini uzun vade enflasyon hedefini aşıyorsa,  $t$  dönemi faiz oranı da  $t-1$  dönemindeki faizden yüksek olmalıdır.

Aynı şekilde 2.2’de bir dönem önceki para arzı ( $M_{t-1}$ ) altında yapılan enflasyon tahmini  $p_{t+T|M_{t-1}}$  uzun dönem enflasyon hedefinden ( $p^*$ ) daha büyük (küçük) ise para arzı ( $M_t$ ) azaltılır (arttırılır).

<sup>1</sup> Bu öneri şu görüşe dayanır: Ekonominin genel performansı ve büyümesi için en uygun para politikası istikrarlı ve düşük enflasyon çevresini sağlayan politikadır; Enflasyon hedeflemesi Philips eğrisi veriyken üretimdeki değişimin enflasyon değişmelerine yol açması nedeniyle üretimi istikrarlandırmaya yardım edebilir.

Yukarıdaki basit kuralların açıkta bıraktığı ve cevaplayamadığı iki nokta vardır:

1. Tahmin hedeften saptığı zaman faiz oranları ya da para arzı ne ölçüde ayarlanmalıdır? Yani  $\gamma$ 'nin değeri ne olmalıdır?
2. Hedeften sapmanın faiz oranlarında ya da para arzında değişimi gerektirecek makroekonomik bir sebepten mi yoksa bir faiz ya da para arzı ayarlamasını gerektirmeyecek dışsal şoklardan mı kaynaklanmaktadır? (Bofinger, 2001, s. 263).

Enflasyon hedeflemesinin asıl amacı politika otoritesinin siyasi çıkarlar ya da gerçekten doğru olduğuna inandıkları için kısa vadeli getiriler elde etmek uğruna kuralsız olarak genişletici para politikaları uygulamalarını engellemektir. Bu tip politikalar uzun dönemde üretim kanadında fayda sağlamamakta ve yüksek enflasyonla sonuçlanmaktadır. Bunu engellemek için sistem para politikası uygulamalarında şeffaflığı ve bağımsız bir merkez bankasının hükümet ile halka karşı hesap verebilirliğini garanti altına alacak kurumsal taahhüdü ön plana çıkarmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi aslında yukarıda ki basit tanımın dışında parasal aktarma mekanizmalarının ve beklentilerin rolünün çok büyük olduğu daha karmaşık bir sistemdir. Kapalı bir ekonomide para politikası enflasyonu toplam talep ve beklentiler kanalıyla etkiler. Politika otoritesi kısa dönem faizleri değiştirerek bir dönem gecikmeyle toplam talebi etkiler. Daha sonra toplam talep enflasyonu ikinci bir gecikmeyle toplam arz ile oluşturduğu denge ile etkiler. Beklentiler kanalında ise para politikası, ücret ve fiyat belirleme davranışına gecikmeyle tesir eden enflasyonist beklentileri yönlendirir.

Açık ekonomilerde bir diğer para politikası aktarma mekanizması döviz kurudur. Döviz kuru iç ve dış nominal faiz oranları arasındaki farktan ve döviz kurunun faiz paritesi üzerinden gelecekte beklenen döviz kurundan etkilenmektedir. Yapışkan fiyatlar altında nominal döviz kuru reel döviz kurunu, reel döviz kuru ise yerli ve yabancı mallar arasındaki göreceli fiyatları etkilemektedir. Bunun sonucunda para politikası vasıtasıyla yerli mallara olan yerli ve yabancı talebi, dolayısıyla yerli ekonominin toplam talebi etkilenmektedir. (Svensson 1998, s. 2).

Sistemin sağlıklı çalışabilmesi ve kararların zamanında alınabilmesi için para politikası otoritesinin bu kanalların nasıl çalıştığı ve toplam talep üzerindeki etkileri hakkında detaylı bilgiye ve akıllı bir stratejiye ihtiyaç duymaktadır.

Svensson'a (1996) göre enflasyon hedefinin sayısal olarak belirlendiği (ör: %  $2 \pm 1$ ) ve herhangi bir ara hedefin kullanılmadığı bir ekonomide enflasyon hedeflemesinin politika otoritesi tarafından uygulanmasında ve halkın programı gözleme ve değerlendirmesinde önemli sorunlar ortaya çıkmaktadır. Para politikasının düşük ve istikrarlı bir enflasyon hedefine odaklanması bu sistemin en önemli avantajıdır. Ancak bu sistemde para politikasının performansı, gerçekleşen enflasyon ile sayısal enflasyon hedefini karşılaştırılarak ex post olarak değerlendirilebilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasında birinci sorun merkez bankasının enflasyon üzerinde tam bir kontrolünün olmamasıdır. Cari enflasyon daha önce alınan kararlar ve yapılan kontratlar tarafından belirlenmiştir. Bu, merkez bankasının ancak gelecekteki enflasyonu etkileyebileceği anlamına gelmektedir. Para politikası aktarma mekanizmaları sebebiyle enflasyonu uzun ve değişken gecikmeler sonunda ve çok değişik şiddetlerle etkilemektedir. Bundan dolayı para politikasının gelecekteki enflasyonu etkilemek için gerekli politika araçlarını önceden belirlemesi süreci büyük zorluklar içermektedir. Buna ek olarak enflasyon, enflasyonu kontrol etme sürecinde para politikası dışındaki diğer faktörlerden de (iç ve dış şoklar) etkilenmektedir.

İkinci önemli sorun ise merkez bankasının enflasyon üzerinde tam bir kontrolünün olmamasının halk tarafından para politikasının gözlenmesini ve değerlendirilmesini çok zorlaştırmasıdır. Örnek olarak etkilerinin iki yıl sonra ortaya çıkacağı bir para politikasını, bu süre geçmeden değerlendirmek olanaksızdır. Elde edilen sonuç sadece para politikası etkisi ile ortaya çıkan bir enflasyon oranı değildir. Enflasyonu kontrol sürecinde oluşan şoklar bu enflasyon oranının oluşmasında katkı yapmışlardır. Bütün bu sebeplerden dolayı para politikası performansını değerlendirmek kolay değildir. Merkez bankası başarısızlık durumunda gerçekleşen enflasyonun hedeften sapmasının kendi kontrolü dışında gerçekleşen şoklarla izah etmek isteyecek ve bu şekilde hesap verebilirlik kıstasından kurtulmaya çalışabilecektir.

Para politikası uygulanması, gözlenmesi ve değerlendirilmesinin zorlaşması hesap verebilirliği ve kurumsal taahhüt mekanizmasını zayıflatmaktadır. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejimine kuşku ile bakan çevreler daha az karmaşık olan parasal büyüklük ya da döviz kuru hedeflemesinin enflasyonu kontrol etmek için daha güvenli bir yol olduğunu savunmaktadır.

Bu sorunları ortadan kaldırmak için oldukça basit bir çözüm vardır. Bu çözüm ise merkez bankasının enflasyon tahminini bir ara hedef (intermediate target) olarak kullanmasıdır. Böylece enflasyon hedeflemesi “enflasyon tahmini hedeflemesi” biçimine dönüşür. Bunun açıkça ortaya konması para politikası uygulamasını ve takibini basitleştirir. Gerçekten de merkez bankasının enflasyon tahmini ideal bir ara hedeftir ve tanım olarak amaç ile en yüksek korelasyona sahip cari bir değişkendir. Hedeften daha iyi kontrol edilebilir, daha iyi gözlemlenmesi sağlanabilir ve daha şeffaftır. Bu şeffaflık halk ile merkez bankası arasındaki iletişimi artırır ve halkın para politikasını daha iyi anlamasını sağlar. Bu yaklaşımda para politikası yapıcının enflasyon tahmini uzun vade enflasyon hedefine yaklaşması para politikasının başarılı bir şekilde yönetildiği anlamına gelmektedir. Eğer orta vade enflasyon tahmini enflasyon hedefinden uzak seyrediyorsa ve uzun vadede hedefe yakınsama eğilimi göstermiyorsa para politikasında değişiklik yapılması gerekmektedir.

## **2.2. Neden Enflasyon Hedeflemesi**

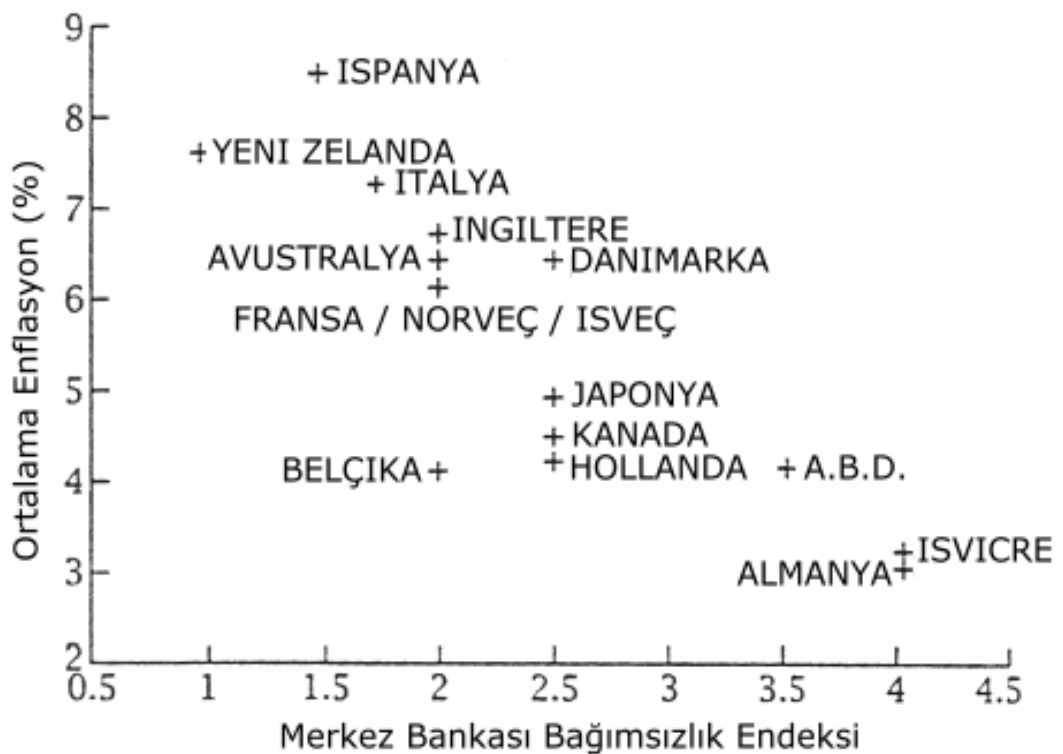
Zaman tutarsızlığı sorunu ile ortaya çıkan güvensizlik sonucunda para politikalarının uğradığı kredibilite kaybı, uzun vadede üretim seviyesi (veya işsizlik) ile enflasyon arasında bir ödünleşme ilişkisinin (Philips ilişkisi) olmadığı fikrinin giderek hakimiyetini arttırması ve dolayısıyla para politikalarının uzun vadede sadece fiyat seviyesini etkilediği düşüncesinin yaygınlaşması nominal çıpa hedefleme programlarının tercih edilmesinin başlıca nedenleridir (Bernanke ve Mishkin, 1997, s. 8-9).

Zaman tutarsızlığı problemini bağlayıcı kurallar ile çözümlenme konusunda iki sorun vardır. Birinci sorun beklenmeyen durumlardır. Parasal büyümenin beklenen ekonomik gelişmeye paralel geliştiği bir sistemi kurma konusunda herhangi bir zorluk yoktur. Ancak bağlayıcı bir kuralın veya kuralların bütün beklenmeyen durumları göz önüne alabileceği bir sistemi şekillendirmek olanaksızdır. Amerika’da 80’li yıllarda ortaya çıkan ve ekonomik aktivite ile birçok standart para stoku ölçütü arasındaki ilişkiyi tahrip eden ciddi likidite krizlerini kurala bağlı para politikasının hesap etmesi ve bu konuda önlem alması mümkün değildi. Bu durumda kurala bağlı bir para politikası başarısız olmaya mahkum olurdu.

İkinci sorun ise birçok durumda katı kurallara bağlı para politikaları uygulanmamasına rağmen ekonomilerde düşük enflasyonlu süreçlerin yaşanmış olduğu gerçeğidir. Buna en iyi örnek 50’li yıllarda Amerika ve 1. Dünya savaşı sonrasında bu yana Almanya ekonomisidir. Bu dönemlerde iki ekonomide de katı kurallar uygulanmamasına rağmen çok başarılı düşük enflasyonlu süreçler yaşanmıştır. Buradan çıkan sonuç düşük

enflasyon süreci için mutlaka kesin kurallar üzerinde bir para politikasının gerekli olmadığıdır.

Zaman tutarsızlığı ile ilgili ampirik çalışmalardan (Alesina, 1988; Grili, Masciandaro ve Tabellini, 1991; Cukierman, Webb and Neyaptı, 1992) ortaya çıkan başka bir gerçek ise merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasında negatif bir bağlantı olduğudur. Merkez bankası bağımsızlığı arttığı oranda zaman tutarsızlığı tuzağına düşme olasılığı azalmakta ve enflasyon düşük seyretmektedir. Aşağıdaki şekil bu ampirik çalışmaların bir özetini göstermektedir.



**Şekil 2.2.1** : Çeşitli ülkelerde merkez bankası bağımsızlığı ve ortalama enflasyon ilişkisi

Kaynak: Romer, 1996

Bütün bu gerçeklerin ışığında zaman tutarsızlığı problemini önleme açısından enflasyon hedeflemesi para politikası bağlamında optimal bir çözüm oluşturmaktadır. Yukarıda değinilmiş olan çözüm bekleyen noktalar enflasyon hedeflemesi rejimi ile giderilmiştir. Bu noktaları tek tek özetleyecek olursak:

- Halk politika otoritesine güvenmemekte ve uygulanacak programların dönemler içinde vaat edilen sınırları aşacağını varsaymaktadır. Enflasyon hedeflemesinde ise şeffaflık ve hesap verebilirlik kavramları çerçevesinde

yayınlanan enflasyon raporları halkın güvenini kazanmakta ve para politikalarının para arzını pompalayacak şekilde biçimlendirilmeyeceği konusunda güvence vermektedir. Ayrıca, enflasyon hedeflerinin tutturulmadığı hallerde uygulanacak yaptırımlar bu güvenceyi desteklemektedir. Bu cezalara en iyi örnek daha sonra da tezde işleneceği gibi Yeni Zelanda'da merkez bankası başkanının enflasyon hedefini ıskalandığı takdirde görevine son verilmesidir.

- Enflasyon hedeflemesi rejimi birinci hedef olarak enflasyonu görmektedir. Üretim ve istihdam gibi diğer makroekonomik büyüklükler hedef olarak ikinci plandadır. Bu rejimde düşen enflasyonla birlikte gelecek olan olumlu ekonomik ortamın diğer makroekonomik büyüklükleri olumlu yönde etkileyeceği beklenmektedir. Bundan dolayı politika otoritesinin enflasyon pahasına Philips ilişkisini (uzun vadede var olmayan) göz önüne alarak zaten ikinci planda olan istihdam ve üretimi geliştirmek için genişlemeci para politikaları uygulaması için bir sebep yoktur.
- Beklenmeyen durumlar enflasyon hedeflemesinin ne kadar optimal bir strateji olduğunu kanıtlamaktadır. Kuralların kesin olarak çizildiği bir para politikasında oluşabilecek dışsal nitelikli şoklar ekonomideki bütün parasal dengeleri alt üst edebilmekte ve para politikasından sapmalara sebebiyet vermektedir. Oysa enflasyon hedeflemesi rejimi nihai hedefin fiyat istikrarı olduğu şeffaf ancak kuralların kesin olarak çizildiği keyfiyet içeren (constrained discretion) bir para politikasıdır. Bundan dolayı enflasyon hedeflemesi gelişen beklenmedik dışsal şoklarda para politikası otoritesine şoku atlatmak için gerekli olan hareket serbestisini tanımakta ve dışsal şokların ekonomi ve fiyat istikrarı üzerindeki etkisi asgari düzeyde tutulmaktadır.
- Enflasyon hedeflemesinin önemli ön şartlarından birisi merkez bankasının araç bağımsızlığıdır. Yukarıda değinilen ampirik çalışmalar merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasındaki ters ilişkiyi ortaya koymuş, merkez bankası bağımsızlığı arttığı oranda zaman tutarsızlığı tuzağına düşme olasılığının azaldığı görülmüştür. Bu yönden de enflasyon hedeflemesinin zaman tutarsızlığı sorununa iyi bir çözüm olacağını göstermiştir (Romer, 1996, s. 409)

### 2.3. Enflasyon Hedeflemesinin Başarısı İçin Gerekli Temel Şartlar

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için uygulanacağı ekonominin ve uygulayacak olan ekonomi yönetiminin beş önemli şartı yerine getirmesi gerekmektedir. Bu şartlar yerine getirildiği takdirde bütün kurum ve kuralları ile uygulanabilecek olan enflasyon hedeflemesi rejimi tam enflasyon hedeflemesi (full fledged inflation targeting) olarak adlandırılır. Bu bölümde tam enflasyon hedeflemesinin başarı ile uygulanabilmesi için gereken beş temel şart incelenecektir. Bunlar:

- Ekonomi yönetiminin fiyat istikrarına odaklanması
- Mali üstünlüğün olmaması
- Diğer nominal çıpaların bulunmaması
- Politika enstrümanlarının bağımsızlığı
- Politikaların şeffaflığı ve hesap verebilirliği

Diğer ülkeler uygulamalarından çıkan tecrübeler, bu beş ön koşulun gereklerinin yerine getirilmesinin, enflasyon hedeflemesi altında para politikalarının başarısı için gerekli olduğunu göstermiştir (Mishkin ve Hebbel, 2001, s. 3).

#### 2.3.1. Ekonomi Yönetiminin Fiyat İstikrarına Odaklanması

Merkez bankası sadece planlanan enflasyon hedefini gerçekleştirmeyi amaçlamalı, büyüme, istihdam seviyesi veya döviz kuru istikrarı gibi başka hedefler seçmemelidir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde enflasyon hedefinin gerçekleşmesiyle birlikte, fiyat istikrarı ile doğrudan etkileşim halinde olan büyüklüklerde uzun dönemde iyileşme olmuştur. Tam istihdam hedefi enflasyon hedefiyle mutlaka uyumsuz değildir. Enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi ve fiyat artış oranındaki iyileşmeler para politikasına uzun dönemde tam istihdam seviyesine ulaşma konusunda önemli katkısı olmuştur. Ancak özellikle büyüme ve işsizlik gibi büyüklüklerde başarı resesyon pahasına enflasyon konusunda önemli yol kat edildikten sonra gerçekleşmiştir. Birçok ülkedeki tecrübeler programın başlangıç safhalarında büyüme ve işsizlik rakamlarında genel olarak kötüye gidiş göstermiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde para ve maliye politikaları arasında dolaylı da olsa etkileşim sürmektedir. Dolayısıyla, para politikası operasyonel olarak maliye politikalarının enflasyon üzerindeki etkilerini göz önünde bulundurmamak durumundadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde maliye politikası genel olarak enflasyon hedefini destekleyici nitelikte olmalıdır. Örneğin büyük kamu borcu stoku, merkez bankasının en azından kısa dönemde



enflasyon hedefini gerçekleştiremeyeceği yönünde beklenti yaratmaktadır. Bunun sonucunda kamu borcu nedeniyle faizler yükselmekte ve hükümetin borç yükünün, dolayısıyla da borç stokunun artmasına neden olmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçen ülkelerin çoğunda hükümetin enflasyonu kamu finansman aracı olarak kullanmasını önlemek amacıyla enflasyona endeksli borçlanma kağıtları ihraç edilmiştir.

Merkez bankasının fiyat istikrarına tam olarak odaklanabilmesi için merkez bankası kanununun iki temel hususu güvence altına alması gerekir.

- Merkez bankasının politika yapıcı kadrolarının siyasi otoriteden izole edilmesi, bu kadrolara uzun süreli çalışma ve planlama yapma imkanı verilmesi ve siyasi otoritenin bu kadroları keyfi azletmelerinin önüne geçilmesi
- Merkez bankasına para politikası enstrümanlarının seçilmesi ve yönetilmesi konusunda tam yetki verilmesi. Kurumsal olarak fiyat istikrarına odaklanma, merkez bankasının birincil hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiği yolunda hükümet tarafından resmi bir açıklama yapılmasını ve bu hedefin kur istikrarı veya işsizlik hedefi gibi diğer hedeflerle çakışması veya çelişmesi söz konusu olduğunda fiyat istikrarı hedefinin daima öncelik taşıyacağı konusunun açıkça ortaya konmasını gerektirmektedir (Mishkin, 2000, s. 3).

Bu iki faktör güvence altına alındığı takdirde politika otoritesi olan merkez bankası yetkilileri politik müdahalelere maruz kalmadan, popülist yaklaşımlardan etkilenmeden ve ekonominin diğer verilerinin kötüye gitmesinin sorumluluğunun yükünü sırtlarında hissetmeden görevlerini kendi doğruları ışığında sürdürebileceklerdir.

### **2.3.2. Mali Üstünlüğün Olmaması**

Para politikası üzerinde baskı yaratan ve bu politikalara güvensizlik oluşturan en önemli faktörlerden biri yüksek kamu borçları ve bunu takiben kamunun yüksek borçlanma gereksinimidir. Devletin yüksek borçlanma ihtiyacı, iç veya dış borçlanma yanında alternatif finansman kaynakları arayışlarına yol açacaktır. Devletin alternatif yollardan kendine gelir sağlamada birkaç seçeneği olmasına rağmen amaç fiyat istikrarı olduğunda asla düşünülmemesi gereken alternatif senyoraj yoluyla gelir sağlanmasıdır.

Mali üstünlüğün temel göstergelerinden biri olan senyoraj gelirlerine gelişmekte olan ülkelerde hükümetler sıkça başvurmaktadır. Özellikle merkez bankasının para arzını kontrolü ve borçlanması yasalar dahilinde belirlenmemiş ve siyasi otoritenin keyfiyetine bırakılmış ise

senyoraj vasıtasıyla kamu gelirlerini arttırma eğilimi oldukça büyük olacaktır. Senyorajın tercih edilmesinde vergi toplama prosedürlerinin zayıflığı nedeniyle vergilerin düzenli toplanamaması yanında gelir dağılımının çarpıklığı ve siyasi istikrarsızlık da önemli rol oynamaktadır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde kriz zamanlarında bu tür gelir kaynaklarının kötüye kullanılması yönünde bir eğilim ve yerleşmiş teamüller olduğu düşünülmektedir.

Kamu açıklarının iç borçlanma ile karşılanması yoluna gidildiğinde merkez bankasının önemli bir para politikası silahı elinden alınmaktadır. Çünkü merkez bankası hedef enflasyonu tutturmak için kısa vadeli faizlerde ayarlamalara gitmektedir. Yüksek bir iç borç yükü durumunda merkez bankasının faiz artırımına gitmesi devletin borç yükünü önemli miktarda arttıracığı için borçların çevrilmesi ile ilgili kuşkular uyanabilecek ve programın yürütülmesi ile ilgili ciddi sorunlar ortaya çıkabilecektir.

Mali üstünlüğün diğer bir göstergesi ise sermaye piyasalarının derin olmamasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde mali üstünlük ve sermaye piyasalarının sağlığı arasında karşılıklı etkileşim mevcuttur. Gelişmemiş sermaye piyasaları mali üstünlüğe sebep olurken, mali üstünlük de daha sık sermaye piyasalarına neden olmaktadır. Aralarında çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır (Mason ve diğerleri, 1997, s. 8).

Zorunlu karşılık oranlarının yüksek olması, sektörel kredilere ilişkin politikalar, kamu borçlanma gereksinimleri ve faiz oranlarıyla mali sistemden gelir elde etmek için yapılan mali baskılar sermaye piyasalarının gelişmesini önleyici ve/veya sınırlandırıcı başlıca engellerdir

Mali piyasaların sık olması, fonların daha çok kamuya aktarılması, özel sektörün dışlanması, faizlerin yükselmesi, mali şişkinliğin artması ve dolayısıyla ekonominin krizlere karşı daha duyarlı hale gelmesine sebep olacaktır. Dış borçlanmaya gidilmesi durumunda döviz kurundaki dalgalanmaların hem borç miktarı üzerinde, hem de diğer ekonomik göstergeler üzerinde olumsuz etkileri tetiklemesi kaçınılmaz olacaktır (Akyazı, 2004, s. 222-223)

### **2.3.3. Enflasyon hedefi dışında diğer Nominal Çıpların Bulunmaması**

Kur hareketleri, enflasyon üzerinde önemli etkilere sahip olduğundan enflasyon hedeflemesi uygulaması ya da uygulamasın bütün ekonomilerin göz önünde tutmaları gereken önemli bir problemdir. Özellikle üretimin ithal edilen hammadde, ara mal ve sermaye mallarına bağlı olduğu, üretim fiyatlarının yabancı para cinsinden hesaplanan girdiler

sebebiyle yabancı para dalgalanmalarına çok duyarlı olduğu, dışa açık küçük ekonomilerde bu etki çok daha fazla hissedilir. Kur hareketlerinin cari denge üzerindeki olumsuz etkisi, kamuoyu ve politikacıların gözlerinin daima kur üzerinde olması, merkez bankasını uygulanan para politikalarını değiştirmeye mecbur bırakabilir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kur hareketlerinin etkileri çok daha güçlüdür. Ulusal para biriminin değerlendirilmesi yerli firmaların dünya pazarlarında rekabet gücü kaybetmesine sebep olup ihracatı azaltırken, ithalat talebini arttırarak cari dengenin ülke aleyhine bozulmasına sebebiyet verir. Ulusal paranın değerlendirilmesi sonucunda sermaye girişi yavaşlar, bir de dışarı doğru sermaye hareketleri gerçekleşirse ülke ekonomisi daha kötü duruma düşebilir.

Gelişme ters yönde olursa, yani ulusal para birimi değer kaybederse, genellikle kamunun ve özel sektörün borcunun ulusal para birimi cinsinden değeri yükselir. Ancak ülkedeki varlıklar (servet) ulusal para birimi cinsinden hesaplandığından ve değerleri ulusal para birimi cinsinden değişmediğinden bu durum şirket bilançolarında bozulmalara ve ahlaki risk (moral hazard) problemlerinin baş göstermesine neden olur.

Bu gibi durumlar ise merkez bankasının enflasyon hedeflerine nazaran kur hareketlerine ve kontrolüne öncelik vermesine, yani nominal çıpayı enflasyon hedefinden alıp döviz kuru üzerine kaydırmasına neden olabilir. Kur hedeflerinin konulması ise enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşma şansını önemli ölçüde azaltır.

Tabii ki burada vurgulanmak istenen merkez bankalarının kur hareketlerini hiç dikkate almamaları değildir. Ani oluşan, ekonomiye ve enflasyon hedeflemesi rejimine zarar verebilecek sert ve spekülasyon dalgalanmalara kısa vadeli müdahaleler yapılmalıdır, ancak bu müdahaleler orta ve uzun vadede kuru belirleyecek nominal bir çıpa durumuna gelmemeli ve kur uzun vadede piyasa şartlarında belirlenmelidir. Eğer müdahaleler orta veya uzun vadede devam edecek olursa ve sterilizasyon yapılmazsa bu enflasyon hedeflemesi rejiminde olumsuz etkiler yaratır. Çünkü bu tip müdahaleler şeffaf değildir ve enflasyon hedeflemesi mantığı ile çelişir.

Bunun yerine kurda istenen dengenin sağlanabilmesi için döviz piyasasına doğrudan müdahale yerine faiz ayarlamalarına gidilmesi kamuoyuna nominal çıpanın kur değil, hala enflasyon olduğu konusunda güvence verir. Döviz piyasasına yapılan doğrudan kur müdahalelerinin mantığı veya gerekliliği kamuoyuna anlatılmalıdır (Mishkin ve Hebbel, 2001, s. 24-25).

Döviz kuru haricinde diğer bir nominal çıpa alternatifi parasal büyüklüklerdir<sup>2</sup>. Parasal büyüklük hedeflemesinin sorunsuz çalışması iki şarta bağlıdır.

Birinci koşul amaç değişken (enflasyon ya da nominal gelir) ile hedeflenen parasal büyüklük arasında güçlü, güvenilir bir ilişki olması gereğidir. Eğer paranın dolaşım hızı değişkenlik gösteriyorsa ve bunun sonucunda parasal büyüklük ile amaç değişken arasındaki ilişki zayıflarsa parasal büyüklük hedeflemesi sağlıklı çalışmaz. Aradaki zayıf ilişki nedeniyle istenilen hedefin tutturulması halinde dahi istenen sonuç elde edilemeyecek, böylelikle enflasyon beklentileri sabitlenemeyip merkez bankasının güvenilirliği konusunda şüpheler oluşacaktır.

İkinci koşul hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından tam kontrol edilebilmesidir. Bu olmadığı takdirde parasal büyüklük politika otoritesinin amaçları konusunda doğru sinyaller veremeyecek ve merkez bankasının hesap verebilirliği sorgulanacaktır. (Mishkin, 1999, s. 13).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde fiyat endeksi genel olarak anlaşılabilir, ve kamuoyu tarafından gözlemlenebilir olmalıdır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler genel olarak tüketici fiyat endeksini (TÜFE) veya çekirdek enflasyonu<sup>3</sup> kullanmaktadırlar. Bu endekslerden TÜFE, kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilir olması açısından basit, şeffaf ve güvenilir bir ölçüt olarak düşünülebilir.

Ancak TÜFE endeksi merkez bankasının kontrolünde olmayan ve dönemler itibarıyla dalgalı bir seyir izleyebilen, tarım ve enerji fiyatlarını da içermektedir. Maksimum esneklik sağlaması açısından, seçilen endeks, bir kerelik fiyat sıçramaları gösteren mal

---

<sup>2</sup> 2001 yılından bu yana Türkiye’de enflasyon hedefi yanında parasal büyüklüklerin de nominal çıpa olarak izlendiği bir “örtük enflasyon hedeflemesi” programı uygulanmaktadır.

<sup>3</sup> Bazı ülkelerde çekirdek enflasyonun TÜFE’ye tercih edilmesinin sebebi merkez bankası kontrolünün dışında, parasal olmayan belirleyici unsurları soyutmaktır. Bu unsurlar mevsimsel ve iklimsel özellik gösterdiği için yiyecek, dünya arz ve talebine bağlı olup döviz kuru hareketleri ile yakın ilişkili olan enerji fiyatları, dolaylı vergiler ve ipotek faiz ödemeleri olarak sıralanabilir.

gruplarını ve dar tanımlı sektörlerin fiyat değişikliklerini hariç tutmalıdır<sup>4</sup> (Debelle, 1997, s. 12-13).

Ancak bu tür endeks hedeflemeleri durumunda, merkez bankaları kamuoyuna endeksin nasıl hesaplandığını, hangi mal gruplarının hariç tutulduğunu ve TÜFE ile nasıl ilişkilendirildiğini şeffaflık prensibi dahilinde anlatmak durumundadır. Önemli olan nokta, hedeflenen endeksin hangi öncelikler gözetilerek, nasıl oluşturulduğunun kamuoyu tarafından algılanabilir olmasıdır. Endeks bir kez belirlendiğinde ise hedefleme süreci boyunca değiştirilmemelidir.

Çekirdek enflasyon hedeflemesi daha etkin olmasına rağmen, kamuoyu ile daha basit ve şeffaf bir iletişim kurulması amacı ile bir çok merkez bankası TÜFE hedefini tercih etmiştir. Schmidt ve Tapia (2002) enflasyon hedeflemesi uygulayan 20 merkez bankasını inceledikleri çalışmalarında, bu bankalardan 16 tanesinin TÜFE, 4 tanesinin ise çekirdek enflasyonu hedeflediklerini belirtmişlerdir.

#### **2.3.4. Politika Enstrümanlarının Seçiminde Bağımsızlık**

Merkez bankasının enstrüman bağımsızlığı, fiyat istikrarını sürdürmek için gereken para politikaları programlarını ve kullanacağı parasal araçları kendi karar ve sorumluluğunda belirlemesidir. Bağımsız bir merkez bankası politik müdahalelere maruz kalmadan para politikası uygulayabilmelidir.

Merkez bankasının mali ve idari özerkliğe haiz olması bu kurumun bağımsızlık derecesini ortaya koyan diğer göstergelerden biridir. Buna ek olarak merkez bankasının bağımsızlığını pekiştirilebilmesi için merkez bankasının birincil görevinin fiyat istikrarı hedefini tutturmak olduğu ve hiçbir politik müdahaleye mahal verilmeden bu görevi yerine getirmek için bağımsız olarak politikalarını oluşturacağı yasada belirtilmeli ve güvence altına alınmalıdır.

Merkez bankasının asgari koşullarda bağımsız olması şartıyla, enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen bir ülkede maliye politikalarının para politikası uygulamaları karşısında bir üstünlüğü olmamalıdır. Bu durum hükümetin merkez bankasından borçlanmasının ya çok

---

<sup>4</sup> Yeni Zelanda hedeflemeye ilk başladığı dönemde dolaylı vergiler, sübvansiyonlar ve faiz maliyetlerini hariç tuttuğu tüketici fiyatları endeksini hedeflerken, İngiltere ipotek faiz oranlarının hariç tutulduğu RPIX (Retail Price Index Excluding Mortgage Interest Payments) endeksini hedeflemiştir.

düşük bir düzeyde tutulması ya da hiç olmaması anlamına gelmektedir. Aksi halde merkez bankasının hükümetin taleplerini yerine getirmeye zorlanması nedeniyle ortaya çıkan enflasyonist baskılar para politikasının etkinliğini azaltmaktadır.

### **2.3.5. Politikaların Şeffaflığı ve Hesap Verebilirlik**

Enflasyon hedeflemesi rejimlerinde merkez bankasının sorumluluk alanının belirlenmesi ve şeffaf ve hesap verebilir olması önemli temel şartlardan bir başkasıdır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde programa başlamadan önce hazırlanan çerçevede belirlendiği üzere programın başarısı ile ilgili sorumluluğu merkez bankası ya tek başına üstlenmekte ya da bu sorumluluğu hükümet ile paylaşmaktadır. Genellikle programın gidişatı ile ilgili açıklamalar merkez bankası tarafından veya merkez bankası ve hükümet tarafından ortak kaleme alınan mutabakatlar vasıtasıyla kamuoyuna duyurulur. Pratikte yazılı anlaşmalar ile merkez bankasının görev ve sorumluluk alanlarının sınırları açıkça ortaya konur ve enflasyon hedeflerinin tutturulamaması durumunda uygulanacak cezai yaptırımların ana hatları belirlenir.

Eğer merkez bankasıyla hükümet arasında yazılı anlaşmalar yok ise ve merkez bankası enflasyon hedefleri konusunda sorumluluğu tek başına taşıyorsa, merkez bankası fiyat istikrarını nihai amacını sağlamak için uygulayacağı para politikasını kamuoyuna açıklamak ve bilgilendirme yapmak durumundadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankaları belli aralıklarla (birçok ülkede üç ya da altı aylık aralıklarda) enflasyon hedeflerini, planlanan uygulamaları ve gelişmeleri içeren raporlar yayınlamak ve bu suretle politikalarını şeffaflaştırmak zorundadır. Bu raporlar enflasyon hedeflemesi rejiminin önemli şartlarından biridir. Şeffaflık ve kamuoyu bilgilendirilmesinin artmasıyla programın daha anlaşılabilir hale geleceği ve daha geniş çevrelerden destek alarak hedeflere daha rahat ulaşacağı beklenmektedir (Bernanke ve Mishkin, 1997).

Şeffaflık ve hesap verebilirlik enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli ön şartlarından biridir. Maliye ve para politikalarını ne kadar iyi uygularsa uygulansın insanların ikna olmadığı ve dolayısıyla enflasyonist beklentileri kırılmadığı bir ortamda enflasyonla savaşta başarısız olmak kaçınılmaz olmaktadır. Şeffaflık ve hesap verebilirlik ekonomik birimlerin güvenini sağlayıp enflasyonist beklentilerin gerilemesini sağlayabilmektedir.

## 2.4. Enflasyon Hedeflemesi Stratejileri

Enflasyon hedeflemesi programları stratejileri açısından değişik kategorilerde incelenebilirler. Tezin bu bölümünde uygulama açısından bir takım farklılıklar gösteren enflasyon hedeflemesi stratejileri incelenecektir.

### 2.4.1. Esnek ve Katı Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, uygulandığı ülkelerde hedefleri tutturma konusunda merkez bankasının enflasyon hedefi dışında diğer ekonomik verileri göz önüne alması ile değişik bir görünüm alabilir ve katı olması gereken kurallar esnetilebilir. Bunun sonucunda enflasyon hedeflemesi programı katıdan esneğe doğru sınıflandırılabilir.

Katı enflasyon hedeflemesi merkez bankasının hedef alınan enflasyonu tutturmaya konsantre olması ve bunun dışındaki faktörler ve gelişmeler ile hiç ilgilenmemesi durumudur. Esnek enflasyon hedeflemesinde ise merkez bankası cari enflasyon hedefi dışında üretim, istihdam, büyüme, faiz oranı, döviz kuru gibi diğer ekonomik verileri de göz önünde bulundurur (Svensson, 1997, s. 7).

Katı enflasyon hedeflemesi sistemini yürüten merkez bankasının dışsal şoklara enflasyon hedefi tehlikeye düşmediği sürece müdahale etmemesi ve enflasyon hedefini tutturması için diğer bütün ikincil hedefleri göz ardı etmesi gerekmektedir. Dışsal şokların gerçekleşmesi durumunda dahi hiçbir istisnai uygulamanın yapılmayacağını halk tarafından kavranması durumunda enflasyon beklentilerinin azalacağına inanılmaktadır.

Özel durumlarda para politikasının değişmesi gerektiğini (discretion) savunan iktisatçılar, merkez bankasının değişen koşullar karşısında en uygun politikayı kendisinin belirlemesinin ve lüzumlu değişikliklerin yine merkez bankası tarafından yapılması gerektiğini savunmaktadırlar.

Bu iki yaklaşımın sentezi ise kural benzeri (rule-like) stratejilerdir. Esnek enflasyon hedeflemesinin temelini bu stratejiler oluşturmaktadır. Sistem para otoritesinin müdahalelerini kurullarla sınırlandırırken, beklenmeyen sorunlar ortaya çıktığında politika değişikliğine gidilebilmesi için gerekli şartları hazırlar. Bu tip politikalar yalnızca enflasyonun değil, büyümenin de dikkatle takip edilmesi gerektiğini, ancak bu şekilde arz yönlü şoklar nedeniyle ekonomideki üretim seviyesinde büyük dalgalanmaların ve istikrarsızlıkların önüne geçilebileceğini savunmaktadır (Bernanke ve Mishkin, 1997, s. 9-10).

Katı enflasyon hedeflemesinin en büyük eksikliği bu noktadır. Enflasyon hedefi tutturulsa dahi arz yönlü şoklar sebebiyle reel ekonomi çok istikrarsız olabilecek, bazı dönemlerde aşırı durgunluk, bazı dönemlerde ise yüksek büyüme oranları görülebilecektir. Sonuç olarak fiyat istikrarının kurala bağlanması reel ekonomiyi istikrarsızlığa sürükleyebilecektir.

Bunun tam tersi tam keyfi para politikaları uygulandığında ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini frenlemek olanaksızlaşacaktır. Bu olgu merkez bankasının cari enflasyon hedeflerini tutturmasını imkansızlaştıracaktır. Bu durumda en iyi politika şoklara karşı yeterince esnek, ancak fiyat istikrarının korunacağı inancını sağlamlaştıracak kadar kurala bağlı olmalıdır. Bu noktada merkez bankasının hesap verebilirlik ve şeffaflık konusunda çok güçlü olduğu esnek bir enflasyon hedeflemesi stratejisi en başarılı sonucu verecektir.

Svensson (1996) enflasyon hedeflemesi rejimini merkez bankası açısından 1996 yılında aşağıdaki model çerçevesinde formüle etmiştir. Modelde merkez bankasının para politikası aracı olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranı (ör: gecelik repo oranı) gecikmeyle hem toplam talebi, hem de enflasyonu etkiler. Bu gecikme enflasyonda toplam talebe göre daha fazladır. Bu olgu iki denklem ile ifade edilir. Birincisi enflasyondaki değişimin bir yıl önceki üretim seviyesine bağlı olduğu hızlandırıcı Philips eğrisidir.

$$(2.3) \quad p_{t+1} = p_t + a y_t + e_{t+1}$$

Burada  $p_t$   $t-1$  ile  $t$  dönemi arasındaki enflasyon oranını,  $y_t$  üretim (üretim açığını veya fazlasını),  $e_t$  ise ortalaması sıfır olan, bağımsız negatif arz şoklarını temsil etmektedir.  $a$  ise pozitif sabit bir değerdir.

İkinci denklem ise bir dönem önceki reel faiz oranı ve üretim seviyesinin üretimi belirlediği bir toplam talep (IS eğrisini) denklemdir.

$$(2.4) \quad y_{t+1} = b_1 y_t - b_2 (i_t - p_t) + h_{t+1}$$

Buradaki faiz oranı  $i_t$  birçok ülkede uygulanan ve para politikası enstrümanı olarak kullanılan gecelik repo faizlerine eşdeğer nominal faiz oranıdır.  $h_t$  ortalaması sıfır olan, serisel olarak



ilişkisiz talep şoklarıdır.  $b_1$  ve  $b_2$  ise pozitif sabit değerlerdir. Cari enflasyon beklenen enflasyon için bir öngörü olduğuna göre  $i_t - p_t$  reel faiz oranını temsil edebilecektir.

2.3 ve 2.4 denklemlerinden oluşan bu modele göre gecelik faizlerdeki bir artış bir dönem sonraki üretimi ve iki dönem sonraki enflasyonu etkileyecektir.

$$(2.5) \quad i_t \uparrow \Rightarrow y_{t+1} \downarrow \Rightarrow p_{t+2} \downarrow$$

Bu iki dönem içinde gelişen arz ve talep şokları enflasyonun ve üretim seviyesinin tam olarak tahmin edilmesini zorlaştıracaktır. “ $t$ ” dönemindeki enflasyon, üretim ve gecelik faizler veri olarak alındığında aşağıdaki formül ile iki yıl sonrasının enflasyon tahmini  $p_{t+2|t}$  ortaya çıkacaktır.

$$(2.6) \quad p_{t+2|t} = p_t + a(1 + b_1)y_t - a b_2(i_t - p_t)$$

$t+2$  yılında gerçekleşecek olan enflasyon  $t+1$  ve  $t+2$  dönemlerinde ortaya çıkacak olan arz ve talep şokları sebebiyle iki dönem önce yapılmış olan tahminden sapacaktır.

$$(2.7) \quad p_{t+2} = p_{t+2|t} + (e_{t+1} + a h_{t+1} + e_{t+2})$$

$p^*$  uzun dönem enflasyon hedefini (örn. yıllık yüzde 2) temsil etsin. Merkez bankasının kısa dönem enflasyon ve üretimdeki dalgalanma tercihlerini aşağıdaki quadratik kayıp fonksiyonu ile tanımlandığını düşünelim.

$$(2.8) \quad L_t = (p_t - p^*)^2 + I y_t^2$$

Formülde  $I \geq 0$  üretimin doğal üretim seviyesi etrafında stabilize edilmesinin, enflasyonun uzun vade enflasyonun çevresinde stabilize edilmesi karşısında hangi ağırlığa sahip olduğunu belirtmektedir. John Taylor’ında belirttiği gibi uzun vade üretim hedefi doğal üretim seviyesinden ayrılmaz. Eğer  $I$  sıfır ise para politikasının tek hedefi vardır o da enflasyonu kontrol altında tutmaktır. Eğer  $I$  pozitif ise enflasyonun yanında üretim de kayıp fonksiyonuna girdiği için para politikası için birden fazla hedef mevcuttur.

Katı ve esnek enflasyon hedeflemesi programları arasındaki fark bu model üzerinde görülebilir. Katı enflasyon hedeflemesi programlarında  $I$  sıfır değerini almaktadır.

Dünya’da hiçbir merkez bankası katı enflasyon hedeflemesi programı yürütmemekte ve toplam üretim seviyesindeki dalgalanmaları en alt seviyeye indirilmesi enflasyon hedeflerinin tutturulmasının yanı sıra büyük önem arz etmektedir. Toplum için optimal çözüm gelecekteki kayıp fonksiyonlarının beklenen değerlerinin minimize eden üretim ve enflasyon değerlerinin hedeflenmesi ile bulunabilir.

Para politikasının tek hedefinin enflasyon, üretim dengelemesinin ağırlığının sıfır olduğu rejim en rahat analiz edilebilecek durumdur. Bu sistemde de optimal para politikası için gerekli ve yeterli koşul iki dönem sonrası için yapılan enflasyon tahmininin uzun vadeli enflasyon hedefine eşit olmasıdır.

$$(2.9) \quad p_{t+2|t} = p^*$$

Böylece merkez bankası iki dönemlik enflasyon tahminini orta vade hedef olarak belirlemeli ve araçlarını bu tahminin enflasyon hedefine eşit olabilecek şekilde kullanmalıdır. Eğer enflasyon tahmini enflasyon hedefinin üstünde (altında) kalırsa merkez bankası gecelik faiz oranlarını yükseltmesi (düşürmesi) gerekmektedir.

İki dönem içinde oluşacak olan şoklar sebebiyle gerçekleşen enflasyon seviyesinin enflasyon tahmininden sapması kaçınılmazdır. Sapmaları minimize etmek için merkez bankasının yapması gereken en doğru uygulama enflasyon tahminini hedef üzerinde tutmaya çalışmaktır.

Birden fazla hedef olması ve üretim dengelemesinin ağırlığının ( $I$ ’nin) pozitif olması durumunun basit ve sezgisel bir yorum ortaya çıkar. Bu durumda merkez bankası iki dönemlik enflasyonu tahminini enflasyon hedefine adapte etmek yerine, bu tahmini daha uzun bir sürede uzun dönem enflasyon hedefine eşitlemek isteyecektir. Daha açık bir ifade ile iki dönemlik enflasyon tahmini uzun dönem enflasyon hedefinin ve bir dönemlik enflasyon tahminin ağırlıklı ortalamasından oluşacaktır.

$$(2.10) \quad p_{t+2|t} = c p^* + (1-c) p_{t+1|t}$$

Yukarıdaki formülde  $p_{t+2|t}$  iki dönem sonrası için yapılan enflasyon tahminini ve  $c$  ( $0 < c < 1$ ) enflasyon tahmininin uzun dönem enflasyon hedefine ne ağırlıkla adapte edileceğini belirleyen katsayı olacaktır. Bu denklemde bir dönemlik enflasyon tahmini geçmiş dönemlerin politikaları ve şokları ile ortaya çıkmış ve merkez bankasının kontrolü dışında

oluşan bir veridir. Bu veriyi iki dönemlik enflasyon tahmini için değişken bir kısa dönem hedef olarak yorumlayabiliriz. Bu bir yıllık enflasyon tahmini göz önüne almadan yapılacak olan ve iki yıllık enflasyon tahminini uzun vade enflasyon hedefine eşitleyecek bir uygulama ( $c=1$ ) büyük üretim dalgalanmalarına sebep olabilir. Buna karşılık üretim dengelemesinin ağırlığının pozitif olduğu durumda iki dönemlik enflasyon tahminlerinin uzun vade enflasyon hedefine intibak etmesi daha geç olacak, bununla birlikte üretim dalgalanmalarında azalma görülecektir. Üretim dengelemesinin ağırlığı ne kadar fazla olursa enflasyon tahmininin uzun dönem enflasyon hedefine ulaşması o oranda gecikecektir ( $c$  katsayısı küçük olacaktır).

#### 2.4.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi ve Açık Enflasyon Hedeflemesi

Son yıllarda, başta Amerika olmak üzere bazı ülkeler döviz kuru, parasal büyüklük ya da enflasyon gibi açık nominal bir çapa kullanmadan düşük ve istikrarlı enflasyon içeren mükemmel bir makroekonomik performans göstermeyi başarmışlardır.

Örtük enflasyon hedeflemesinde bazı parasal büyüklükler tespit edilir ve seçilen bu parasal büyüklüklere ilişkin hedef belirlenerek politikalar bu hedefe yönelik uygulanır. Burada vurgulanması gereken nokta, bu politikanın uygulanmasında hedefler hakkında herhangi bir açıklama yapılmamasıdır. Bu uygulamalar “açık” enflasyon hedeflemesi uygulamaları değildir ve “örtük” ya da “örtülü” enflasyon hedeflemesi adlarını alır (Öztürk, 2003, s. 28).

Enflasyon hedeflemesi için çok önemli olan şeffaflık merkez bankası tarafından yayınlanan düzenli enflasyon raporları ve projeksiyonları ile güçlendirilmektedir. Bu yayınlar yapılmadığı takdirde açık enflasyon hedeflemesinin ön şartlarından biri olan şeffaflık ve hesap verebilirlik zedelenen ve sisteme olan güven azalacaktır. Bunun sonucunda enflasyon beklentilerini kırmak ve yönlendirmek zorlaşacak ve sistemin başarı şansı azalacaktır.

Tipik bir örtük enflasyon hedeflemesi rejiminde belirlenen hedefler bağlayıcı hedefler değildir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesine başlamadan önce varolan yüksek çift haneli enflasyon oranı sebebiyle belirlenen hedeflerin ıskalanma olasılığı oldukça yüksektir. Hedefin ıskalanması durumunda ise yeni uygulanan sisteme güvensizlik doğacak ve bu durum ileriki dönemlerde enflasyon beklentilerinin kontrol edilememesine ve tüm sistemin başarısız olmasına neden olabilecektir.

Bu sorunu ortadan kaldırabilmek için merkez bankaları enflasyon tek haneli seviyelere ininceye kadar belirlenen hedefleri kamuoyuna bağlayıcılığı olmayan resmi

enflasyon projeksiyonu olarak tanıttak ve hedefi tutturmak için gerekli tek haneli enflasyon ortamı sağlandığında resmi enflasyon projeksiyonu olarak lanse edilen rakamlar bağlayıcı enflasyon hedefi olarak kamuoyuna açıklanacaktır (Mishkin, 2000, s. 7).

Örtük enflasyon hedefi uygulamasının bir örneğini ise 2002 yılından beri Türkiye vermektedir. 2002-2005 döneminde enflasyon hedefi yanı sıra nominal çıpa olarak parasal büyüklükler de hedeflenmiş, enflasyon hedefleri sert hedef olarak belirlenmemiş, sadece enflasyon tahmini olarak kamuoyuna açıklanmıştır. Cari enflasyon 2002, 2003 ve 2004 yıllarında yapılan tahminlerin altında kalmış ve bu kamuoyu tarafından önemli bir başarı olarak yorumlanmıştır. Oysa enflasyon hedeflemesi programında gerçekleşen enflasyon oranının enflasyon hedefinin üstünde kalması kadar, altında kalması da başarısızlık olarak nitelenmektedir. Eğer bu enflasyon tahminleri sert hedefler olarak belirlenmiş olsaydı Merkez Bankası başarısız sayılacak, bunun sonucunda tüm sistem güven kaybına uğrayacaktı<sup>5</sup>.

### **2.4.3. Tam (full-fledged) Enflasyon Hedeflemesi**

Tam (full-fledged) enflasyon hedeflemesi programlarında, tezin 2.3. bölümünde tasvir edilen beş temel şartın yerine getirilmesi gereklidir. Bazı ülkelerde merkez bankaları enflasyon hedefleri dışında “döviz kuru” ya da “parasal büyüklük” gibi ara hedefleri gözetmekte, bunun sonucunda fiyat istikrarına konsantre olması zorlaşmaktadır. Ayrıca, bu büyüklükler hedeflenirken kamuoyuna para politikaları ile ilgili açık sinyaller verilememekte ve kamuoyu nazarında para politikaları azalan şeffaflık ve hesap verebilirlik nedeniyle güven kaybetmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimini bu beş ön şart ile uygulamamış olan ülkelere birçok örnek verebiliriz. Şili ve İsrail 90 yıllarda enflasyon hedefi yanında döviz kurunu nominal çıpa olarak almıştır. İngiltere Merkez Bankası enstrüman bağımsızlığını elde etmeden enflasyon hedeflemesi programına geçmiştir. Birçok merkez bankası tam politika şeffaflığına (enflasyon raporlarının yayınlanması, enflasyon projeksiyonları, parasal politika toplantıları) ve hesap verebilirliğe geçmeden önce enflasyonu hedefleyen uygulamaları devreye sokmuşlardır. Bazı ülkeler (Kolombiya, İsrail, Kore, Meksika Peru, Güney Afrika) uzun yıllar enflasyon tahminleri yayınlamamıştır. (Mishkin ve Hebbel, 2001, s).

---

<sup>5</sup> Türkiye parasal büyüklük hedefini 2006 yılında bırakacak, açıklanan sert hedefler ve düzenli enflasyon yayınları ile açık enflasyon hedeflemesine geçecektir.

## 2.5. Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları

Her ekonomik seçimde olduğu gibi tam enflasyon hedeflemesi rejiminde de, istenen getiriler yanında istenmeyen götürüler de vardır. Farklı bakış açılarına göre enflasyon hedeflemesinin avantajlarının mı yoksa dezavantajlarının mı daha fazla olduğu çeşitli platformlarda tartışılmaktadır. Bu bölümde henüz çok kısa bir geçmişi olan enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajları ve dezavantajları incelenecektir.

### 2.5.1. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları

Para politikasını enflasyon hedeflemesi altında uygulamanın birçok avantajı mevcuttur. Kur hedeflemesinin aksine, enflasyon hedeflemesi para politikasının iç sorunlara odaklanmasını ve böylece bu sorunlardan doğan şoklara gerekli tepkiyi göstermesini mümkün kılar. Başka bir para politikası uygulama stratejisi olan parasal hedefleme ile karşılaştırıldığında bu hedeflemenin başarısı için para ve enflasyon arasında bulunması gereken istikrarlı bir ilişki enflasyon hedeflemesinin başarısı için gerekli değildir. Enflasyon hedeflemesi altında, enstrümanlarda en uygun ayarlamayı yapabilmek için var olan her türlü bilgi kullanılır. Enflasyon hedeflemesinin temel avantajı kamuoyu tarafından rahatlıkla anlaşılabilir ve bundan dolayı şeffaf olmasıdır. İlan edilen enflasyon hedefleri bir taraftan merkez bankasının hesap verebilirliğini arttırırken, diğer taraftan merkez bankasının zaman tutarsızlığı açmazına düşme olasılığını azaltır. Buna ek olarak, zaman tutarsızlığının kaynağının çoğunlukla merkez bankasına politik baskı yolu ile empoze edilen genişletici politikalar olduğu göz önüne alınırsa, enflasyon hedeflemesi merkez bankasının para politikası vasıtasıyla başaramayacağı işlerden (örneğin: üretim ve dış rekabeti arttırma, işsizliği düşürme) uzun vadede başarabileceği işlere (örneğin: enflasyonu kontrol altına alma) odaklayacaktır. Enflasyon hedeflemesinin bunu başarabilmesi için yukarıda değinildiği gibi ekonomiyi yöneten kurumların fiyat istikrarına odaklanması gerekmektedir.

Geçmişlerinde para politikalarının sıkça yanlış yönetildiği gelişmekte olan ülkelerde bu odaklanma önem kazanmaktadır. Bağımsız bir merkez bankası için kurumsal taahhüt ve yasama desteği gerekli olup iki önemli nokta garanti altına alınmalıdır.

- 1) Politika yapıcı merkez bankası yönetiminin siyasi otoriteden bağımsızlaştırılması,
- 2) Merkez bankasına para politikalarını kontrol etme konusunda tam yetki. Fiyat istikrarına olan kurumsal odaklanma merkez bankasının enflasyon hedefi ile

herhangi bir diğer hedefin (ör: döviz kuru) çakışması halinde fiyat istikrarının tercih edilmesini gerektirmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimleri para politikasını şeffaflaştırmak için büyük çaba gösterir. Özellikle sanayileşmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesinin başarısında şeffaflık büyük rol oynamıştır. Enflasyon hedeflemesini uygulayan merkez bankaları hükümet ile sık sık bilgi alışverişlerinde bulunmuş ve para politikaları hakkında kamuoyunu bilgilendirebilmek için her fırsatı kullanmıştır.

Bunu bir adım daha öteye götüren merkez bankaları geçmişteki ve gelecekteki enflasyona bakış açılarını açıkça ortaya koyan enflasyon raporları yayınlamışlardır. Bunların sonucunda artan şeffaflık sebebiyle merkez bankalarının hesap verebilirliği artmış ve daha önceden açıklanmış olan enflasyon hedefine ulaşmada ve bu hedefleri sürdürülebilir seviyelere taşımada en büyük faktör olan kamuoyu desteğinin ortaya çıkmasına yol açmıştır (Mishkin, 2000, s. 4).

Enflasyon hedeflemesi yurtiçindeki gelişmelere konsantre olduğu için para politikasının ekonomiyi etkileyen şoklara karşı önlem alması kolaylaşmaktadır. Merkez bankalarının üretim dalgalanmalarına karşı önlemlere ağırlık vermesi halinde enflasyon öngörüsü uzun dönem enflasyon hedefine adım adım yaklaşmalıdır. Bu yolla enflasyonu düşürmenin üretim dalgalanmaları nedeniyle yaratacağı maliyetleri azaltmak mümkün olacaktır (Telatar, 2002, s.214).

### **2.5.2. Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları**

Uygulanan ülkelerde sağladığı büyük başarılarla rağmen, enflasyon hedeflemesi bazı eleştirilere maruz kalmıştır.

Enflasyon hedeflemesi altındaki para politikalarının etkileri ekonomilerde genellikle belirli bir zaman aralığından, genellikle 2 yıl sonra ortaya çıkmaktadır. Bu durumun yarattığı en önemli sorun enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin programın sonuçlarını alabilmek için önemli bir süre beklemeleri gerekesidir.

Enflasyon hedeflemesi programları enflasyonu düşürmede oldukça başarılı olurken reel ekonomi tarafındaki etkileri oldukça belirsizdir. Teorik olarak merkez bankasının kendini fiyat istikrarına adanması enflasyonu ve enflasyonist beklentileri düşürmeli, merkez bankası güvenirliliğini arttırmalı ve enflasyonla mücadele sonucu oluşan üretim kayıplarını bertaraf

etmelidir. Tecrübeler ve ekonometrik veriler ise bu varsayımı doğrulamaz. Enflasyonist beklentiler enflasyon hedeflemesi programına geçildiği anda aşağıya çekilemez.

Enflasyon hedeflemesi hakkında ortak bir endişe programın düşük ve değişken üretim artışına ve istihdama yol açacağıdır. Tecrübeler deflasyonist süreçte üretim ve istihdamın doğal seviyelerin altına düştüğünü kanıtlamıştır. Ancak enflasyon belli bir seviyenin altına çekilip bu düşük seviyelerde tutulduğunda üretim ve istihdam doğal seviyelerine geri dönmüştür. Ekonomi düşük enflasyon seviyelerini yakaladıktan sonra enflasyon hedeflemesinin reel ekonomiye zarar vermediği görülür. Enflasyon hedeflemesini uygulayan bir çok ülke anti-enflasyonist dönemden sonra yüksek büyüme rakamlarına ulaşmıştır.

Friedman ve Kuttner (1996) gibi ekonomistler önceden tahmin edilemeyen durumlara karşı enflasyon hedeflemesinin katı disiplininin politika otoritesine gereken esnekliği vermediği görüşündedir. Bu yaklaşım keyfiyete karşı kural (rule vs. discretion) tartışmalarında önemli bir yer tutmuştur. Örnek olarak parasal büyüklükleri hedefleyen bir ülkede parasal büyüklüklerle nihai amaç büyüklükler olan nominal harcamalar veya enflasyon arasındaki ilişkinin bozulduğunu fark edemeyen politika otoritesi parasal kurala bağlı kalmayı sürdürerek felaket olarak adlandırılacak sonuçlara sebep olabilirler. Kural uygulaması olarak ortaya çıkan enflasyon hedeflemesi rejimi benzer sonuçlar doğuracaktır. Örnek olarak arz yanlı bir şokla ortaya çıkan ve üretim azalmasına yol açan bir fiyat artışına merkez bankasının sıkı para politikası ile cevap vermesi üretimin daha fazla düşmesine yol açacaktır. Ancak enflasyon hedeflemesi rejiminin bir kural uygulaması olduğu doğru değildir. Bu yorum kural-keyfiyet tartışmasının yarattığı bir karışıklıktan ortaya çıkmıştır. Oysa enflasyon hedeflemesini klasik kural-keyfiyet tartışması içinde görmemek gerekir. Enflasyon hedeflemesi rejimi kuraldan çok sınırların kesin olarak çizilmiş olduğu bir keyfiyettir.

Gerçekten de pratikte enflasyon hedeflemesi kural kavramının dışındadır. Öncelikle enflasyon hedeflemesi para politikasının nasıl olması gerektiği konusunda mekanik bilgiler ve emirler vermez, bilakis merkez bankasının var olan bütün bilgileri kullanıp enflasyon hedefine ulaşılması için ne gibi politikalar uygulanması gerektiğini belirler. Ayrıca, ekonomik duruma bağlı olarak enflasyon hedeflemesi politikaları önemli miktarda politika keyfiyeti taşırlar. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları çok defa ekonomik durumlara göre hedeflerini revize etmişlerdir. Buna ek olarak merkez bankaları üretimde ve büyümede görülen dalgalanmalara karşı kendilerine çeşitli enstrümanlarla önemli miktarda hareket alanı bırakmışlardır (Mishkin, 1999, s. 26).

Kur ve para büyüklükleri ile karşılaştırıldığında, enflasyon para otoritelerinin kolayca kontrol edebileceği bir değişken değildir. Buna ek olarak aktarma mekanizmaları dolayısıyla para politikalarının etkisi önemli bir zaman gecikmesinden sonra ortaya çıkmaktadır. Enflasyonun çok yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu kontrol etmenin güçlüğü önemli bir problem olarak ortaya çıkmaktadır. Böyle bir durumda enflasyon tahmin hataları ve enflasyon hedeflerini ıskalama ihtimali yüksek, dolayısıyla merkez bankası için güven kazanmak ve topluma sapmanın nedenlerini açıklamak zor olacaktır. Bu durum enflasyon hedeflemesi programına ancak diğer anti-enflasyonist politikalarda başarı sağlandıktan sonra geçilmesinin uygun olacağı sonucuna götürmüştür.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin hedeflerini tutturması, kamunun maliye politikalarını bu programın başarılı olabilmesi doğrultusunda oluşturmasıyla yakından bağlantılıdır. Program mali disiplin sağlama ve mali üstünlüğü önleme konusunda yeterince güçlü olamayabilir. Hükümetler enflasyon hedeflemesi rejimini olumsuz etkileyecek biçimde popülist maliye politikaları uygulayabilirler. Uzun vadede büyük kamu açıkları yüksek devalüasyon yaratarak enflasyon hedeflemesi rejiminin çökmesine sebep olmaktadır. Bundan dolayı mali üstünlüğün olmaması enflasyon hedeflemesi için anahtar ön şartlardan biridir. Ayrıca, sağlam ve derinliği olan finans piyasaları enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olmasını destekleyecek önemli bir faktördür.

Yüksek düzeyde para ikamesi (dolarizasyon) enflasyon hedeflemesi için potansiyel bir problem olabilir. Gelişmekte olan ülkelerin önemli bir bölümünde şirket bilançoları, sıradan insanların ve bankaların uzun vadeli borçları dolara endekslenmiştir. Enflasyon hedeflemesi diğer nominal çıparaları reddettiği için dalgalı kur altında kur hareketleri kaçınılmaz olacaktır. Döviz kurunun ani ve büyük ölçüde artışı bilançoların kötüleşmesine, dövize endekli borçların yerli para birimi cinsinden artmasına ve finansal krizlerin tetiklenmesine sebep olacaktır.

Bu gerçekten yola çıkarak enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan gelişmekte olan ülkeler için kur riskini göz ardı etmek imkansızdır. Ancak kur hareketleri takibi ve kontrolü açık bir şekilde enflasyon hedefinin ardında ikinci planda yer almalıdır. Para ikamesinin yaygın olduğu ekonomilerde finansal kurumların sıkı kontrol altında olmadığı durumlarda enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olması imkansızdır (Mishkin, 2000).

Enflasyon hedeflemesi fiyat düzeyini etkileyen öngörülmedik şokları geçmiş olarak değerlendirmekte ve bu tip şoklarla gerçekleşen fiyat seviyesindeki artış telafi



edilmemektedir. Böylelikle uzun dönemler için fiyat düzeyi öngörülerinin varyansı daha büyük olabilmekte ve fiyat düzeyindeki değişkenliğin yarattığı belirsizlik özel sektörün geleceğe ilişkin yaptığı planları bozabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ekonomilerin bazılarında arz şoklarının etkisini azaltmak için merkez bankalarının daha iyi kontrol edebileceği mallardan oluşan bir sepet fiyat endeksi olarak alınmaktadır. Çekirdek enflasyon olarak ta adlandırılan bu fiyat endekslerine gıda ve enerji gibi arz şoklarına duyarlı olan mallar eklenmemiştir. Bu tip endeksleme politika otoritesinin arz şoklarına herhangi bir tepki vermesini engelleyerek enflasyonu düşürmeye yönelik açıklamaların kamuoyu nezdinde inandırıcılık kazanmasını sağlayabilmektedir. Bu nedenle, politika otoritesine arz şoklarına karşı tepki verme serbestisini sağlayan istisna içeren kurallara oranla daha güvenilir oldukları söylenebilir. Ancak hem çekirdek enflasyon, hem de istisna içeren kurallar uygulamalarının dezavantajı sadece arz şoklarını göz önüne almaları ve toplam talep şoklarını göz ardı etmeleridir.

Çekirdek enflasyon uygulamaları konusunda en önemli eleştiri bu endekslerin TÜFE'den daha zor anlaşılır olduğu ve halk ile merkez bankası arasındaki iletişimi zayıflattığı yönündedir. Bu endekslerden gıda ve enerji gibi düşük gelirli kesimlerin bütçelerinin önemli kısmını oluşturan malların dışlanması, bu kesimlerin ihmal edildiği eleştirisini ortaya çıkarmaktadır (Telatar, 2002, s. 214-215).

## **2.6. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Gelişmekte Olan Ülkelerde Karşılaşabileceği Sorunlar**

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejimi başarılı olma konusunda gelişmiş ülkelerdeki uygulamalardan daha fazla sorun yaşar. Bu durumun nedenlerini beş başlık altında toplamak mümkündür.

- Zayıf mali kurumlar
- Zayıf finansal kurumlar
- Parasal kurumların düşük kredibilitesi
- Para ikamesi ve borçların dolarizasyonu
- İçeriye doğru olan sermaye hareketlerinin aniden durması (sudden stop) problemine açık olma

Mali istikrar enflasyon hedeflemesi için ana koşullardan en önemlisidir. Eğer mali dengesizlikler ciddi seviyelerde ise para politikası maliye politikalarından olumsuz (mali

üstünlük bölüm 2.3.2) etkilenir ve enflasyon hedefi bırakılmak veya ciddi şekilde revize edilmek durumunda kalır.

Buna benzer olarak kırılğan bir finansal sistem enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısını engelleyecektir. Bir ülkede bankacılık sistemi zayıf ise merkez bankası enflasyonu kontrol etmek için kısa vadeli faizleri arttırdığında bankacılık sistemi zorlanacak veya çökecektir. Bunun dışında bankacılık sisteminin zayıflığı piyasalar tarafından fark edildiğinde büyük miktarda sermaye çıkışı olacak, yüksek oranda devalüasyon gerçekleşecek ve enflasyon patlayacaktır. Yerli para birimi cinsinden firmaların borcu artacak bozulan bilançolar ekonomik aktivitede ve yatırımda sert bir düşüşe neden olan kredi pazarlarında ahlaki risk (moral hazard<sup>6</sup>) sorunlarına sebep olacaktır. Banka sistemindeki çöküş sonrası artan kamu borçlarının monetizasyonu enflasyon hedeflerinin aşılmasına yol açacaktır. Ne yazık ki yukarıda ki senaryo son dönemde 1982 Şili, 1994-95 Meksika, 1997 Doğu Asya, 1999 Ekvator, 2000-01 Türkiye Krizleri olarak sıkça tekrar etmiştir.

Para otoritesinin enflasyonu kontrol altında tutması için iki önemli nokta gereklidir. Birincisi hükümet ve ekonomi yönetiminin para politikasının uzun vadeli hedefi olarak fiyat istikrarına bütün varlıklarıyla odaklanmasıdır. Kurumsal odaklanmanın merkez bankası kanununa kanun koyucu vasıtası ile sokulması merkez bankasının kredibilitesinin artmasını sağlayacaktır. Ancak, kamunun ve siyasi otoritenin kendilerini fiyat istikrarına adanmaları halk üzerinde kanunlardan daha önemli bir etki yaratacaktır. Buradaki en önemli nokta birçok gelişmekte olan ülkenin geçmişinde zayıf destek nedeniyle başarılı olamamış fiyat istikrarı programları olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde yasaları değiştirmek zor olmadığından, sadece kanunlar para otoritesinin kredibilitesini arttırmayacaktır. İkinci önemli unsur ise tezin 2.3.4. numaralı bölümünde açıklandığı gibi merkez bankasının araç bağımsızlığının kurumsal ve kamusal olarak tanınmasıdır..

Yukarıda ilk üç nokta gelişmiş ülkelerin de sorunları arasında olabilmektedir. Ancak mali, finansal ve parasal kurumların zayıflıkları gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere daha sıklıkla yüksek enflasyon ve likidite krizlerine sebep olmaktadır. Bunun sonucunda

---

<sup>6</sup> Finans krizlerinin bir başka sonucu aktörlerin moral hazard davranışı içinde girmesidir. Moral hazard kısaca var olan bir aksiyonun sonuçlarının her katılımcı için aynı oranda izlenebilir olmamasıdır. Bu işlemin sonunda asimetrik bilgi dağılımı sebebiyle aktörlerden biri zarar görebilir. Bu olguyu kredi sözleşmeleri çerçevesinde özetlemek gerekirse kredi alanın, aldığı krediyi kredi verenin bilgisi ve yaptıkları sözleşme dışında daha riskli işlerde kullanmasıdır. Böyle bir durumda sermaye kaybı riski kredi verende, potansiyel yüksek kazanç ise kredi alandır.

yurtiçinde ikamet edenler yabancı bir parayı kullanmayı tercih edip para ikamesi sorununa yol açabilirler.

Para ikamesi sadece geçmişteki enflasyonist dönemlerden değil, amerikan doları gibi paraların milletlerarası işlemlerde ana ödeme birimi olmasından da kaynaklanır. Bu olay parasal otoritenin bankalara döviz tevdiat hesapları açmalarına izin vermesine neden olmuştur. Bu gelişmeler dahilinde gerçekleşen yerli paradan yabancı paraya bir geçiş bankalardaki paraya çekerek değil sadece mevduatların para birimini değiştirerek gerçekleşecektir. Oluşan döviz tevdiat hesapları bankaları (bazı durumlarda kanunsal yaptırımlar sebebiyle) döviz kredileri vermeye teşvik edecektir. Bunun sonucu borçların dolarizasyonu gerçekleşecektir.

Gelişmekte olan ülkelerde yüksek bir devalüasyon bu borçların miktarını yerli para cinsinden arttıracak ve şirketlerin ve gerçek kişilerin varlıklarını azaltacaktır. Bu ciddi olumsuz şok bilançoları bozacak, kredi pazarlarında asimetrik bilgiye sebep olacak ve ekonomik aktiviteleri olumsuz etkileyecektir. Bu şartlar ekonomi yönetiminin “döviz kurunun dalgalanması korkusunu” yaşamasına ve döviz kurunu ikinci bir çapa gibi yönlendirmek istemesine neden olacaktır. Ancak her gelişmekte olan ülkenin bu problemle karşılaştığını iddia etmek imkansızdır.

Gelişmekte olan ülkelerde önemli bir diğer sorun ise sermaye girişinde ani bir durma ya da sermaye akışının tersine dönmesidir. Bu durum zayıf mali ve finansal kurumları sebebiyle sadece gelişmekte olan ülkelerde görülür. Son göstergeler gelişmekte olan ülkeler arasında sermaye kaçıışı açısından bir bağlantı olduğunu göstermektedir. 1998'deki Rusya krizi birçok gelişmekte olan ülkeye sermaye çıkışları olarak bulaşmıştır. Bir gelişmekte olan ülkede kriz oluştuğunda önemli finans merkezlerinde oluşan ya da oluşabilecek olan finansal zararları azaltmak için bütün gelişmekte olan ülkelerin tahvillerini satma en azından yeni pozisyon açmama eğilimi oluşur (Mishkin, 2004, s. 3-12).

## BÖLÜM 3

### ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMA ÖRNEKLERİ

Bu başlık altında enflasyon hedeflemesi programlarının uygulayan ülkelerden Yeni Zelanda, Brezilya ve Şili ele alınacak, program öncesinde bu ülkelerde hangi şartların var olduğu, programın nasıl yürüdüğü ve nasıl sonuçlar verdiği incelenecektir.

#### 3.1. Yeni Zelanda

İlk enflasyon hedeflemesi programını uygulayan ülke olan Yeni Zelanda, bu rejimin incelendiği çalışmalarda özel bir ilgiyi hak etmektedir.

1970-80 yılları arasında Yeni Zelanda'da makro ekonomik göstergeler kötüleşmiş, enflasyon oranı OECD ülkeleri ortalamalarını aşmıştır. Kamu açıkları, döviz kuru ve faiz oranına müdahaleler ve sınırlamalar finans sektöründe kırılganlık yaratmıştır. 1984 yılında İşçi Partisi iktidara geldikten sonra yeni bir ekonomik program yürürlüğe konmuştur. Bu program ile enflasyonist beklentileri aşağıya çekme ve makro ekonomik büyüklükleri iyileştirme hedeflenmiştir. Merkez bankasının para politikası uygulamalarını fiyat istikrarı sağlama hedefine odaklaması konusunda ekonomik ve siyasi çevrelerin fikir birliği yine bu yıl içinde oluşmuştur.

Yeni Zelanda'nın uyguladığı programda en önemli nokta birçok sektörü kapsayan yapısal reformlardır. Finans sektöründeki kırılganlığı ortadan kaldıran bankacılık düzenleme yasalarının yanı sıra özelleştirme konusunda önemli gelişmeler yaşanmıştır. Sermaye hareketlerindeki serbestleşme, gümrük engellerinin kaldırılması, vergi ve işgücü piyasasındaki reformlar ve sanayide sübvansiyonların kaldırılması diğer önemli iyileştirmeler olarak sayılabilir. Para politikası kanadında döviz kuru 1985 Mart ayında dalgalanmaya bırakılmış ve kamunun borçlanma ihtiyacının serbest piyasa koşulları altında özel kesim tarafından karşılanmasına karar verilmiştir (Öztürk, 2003, s. 113.)

1984-89 yılları arasında uygulanan bu politikalar sonucunda ekonomi hızlı bir büyüme sürecine girmiş ve enflasyon aşağıya çekilmiştir. Ekonomi yönetimi bu dönemde parasal tabanı kontrol etmeye çalışarak parasal büyüklük hedeflemesine geçmeye çalışmış, ancak artan mali liberalleşme ve meydana gelen finansal yenilikler sonucunda bunda başarılı olamamıştır. Bu doğrultuda Yeni Zelanda Merkez Bankası bazı temel değişkenlerin gösterge olarak izlendiği bir yaklaşımı benimsemiştir. Döviz kurları, parasal büyüklükler, faiz oranları

düzeyi, enflasyon beklentisi ve reel ücret düzeyini içeren bu değişkenler içinde faiz oranları ve döviz kurları daha sıkı takip edilen değişkenler olmuştur. Programın başında % 17 olan enflasyon oranı 1989 yılında % 7,5'e gerilemiştir. Bu ortam enflasyon beklentilerinin aşağıya çekilmesiyle enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli altyapıyı hazırlamıştır.

Yeni Zelanda'da uygulanan enflasyon hedeflemesi programı altyapısı 1989 yılında değiştirilen Yeni Zelanda Merkez Bankası için yeni kanun çıkarılarak hazırlanmıştır. Kanun, hükümet tarafından 4 Mayıs 1989 tarihinde parlamentoya sevk edilmiş, 15 Aralık 1989'da kabul edilmiş ve 1 Şubat 1990 tarihinde resmi olarak enflasyon hedeflemesi rejimi başlatılmıştır (McCallum, 1996, s. 3).

Programın ana hatları ve uygulama şekli Yeni Zelanda Merkez Bankası ile Hükümeti arasında fikir birliğine varılan Politik Hedefler Anlaşması (PTA<sup>7</sup>) ile belirlenmiştir. Programa geçilmeden önce kapsamlı başarılı bir anti-enflasyonist politika izlenmiş, enflasyonu TÜFE'den hesaplamak yerine, enerji ve bazı malların fiyatlarından ve dolaylı vergiler, sübvansiyonlar ve tüketici faiz oranları değişiminin etkilerinden arındırılmış bir endeks oluşturulmuştur. Bu endeksten hesaplanan enflasyon, çekirdek enflasyon olarak adlandırılmıştır.

Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesi programı dünyada oldukça katı bir program olarak anılmasına rağmen, enflasyon dışında ekonomik büyüme gibi önemli kalkınma değişkenlerini göz ardı etmemiştir. Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın hesap verebilirliği en önemli noktalardan biridir. Merkez Bankası Başkanı hedefin tutturulamaması durumunda görevini bırakmak zorundadır.

Yeni Zelanda'da program öncesinde 1974-88 dönemi birikimli enflasyon % 480 olarak gerçekleşmiştir. Bu ise yıllık ortalama olarak % 11'in çok az üstünde bir enflasyon oranına karşı gelmektedir. Mart 1990'da başlayan enflasyon hedeflemesi programı Mart 1992 sonuna kadar enflasyonu % 0-2 aralığında tutmayı başarmıştır. Hedef olarak Aralık 1990 için % 3-5, Aralık 1991 için % 1,5-3,5 ve Aralık 1992 için % 0-2 bantları açıklanmıştır.

Bu dönemdeki ilk kötü sürpriz Irak'ın Kuveyt'i işgali ile patlayan petrol fiyatları ve Yeni Zelanda ekonomisinin 1988'deki resesyondan sonra beklenmedik şekilde devam eden

---

<sup>7</sup> Politik Hedefler Anlaşması her Merkez Bankası Başkanı değişikliği sonrasında yenilenmiş ve sonuncusu 17 Eylül 2002 tarihinde imzalanmıştır. Maliye Bakanı değişikliği sonrasında Politik Hedefler Anlaşması yenilenmesine gidilmemektedir.

zayıflığı olmuştur. Petrol fiyatları artışı karşısında Merkez Bankası, para politikasını Ağustos 1990 tarihi itibarıyla önce sıkılaştırmış daha sonra Ekim 1990'da ise enflasyon hedefini petrol fiyatlarından arındırarak hesaplanacağını açıklamıştır. Aralık 1990 sonunda petrol fiyatlarını içeren enflasyon oranı % 4,9 olarak gerçekleşmiştir. 1990 yılı sonunda seçilen yeni Hükümet hedefleri revize etmiş, % 0-2 hedef aralığı 1993 yılı sonuna bırakmıştır.

Kasım 1990'da Merkez Bankası 90 günlük bonoların faizlerinin düşmesine izin vermiştir. Bu düşüşte en büyük faktör petrol fiyatları artışına rağmen fiyat düzeyinin hedef enflasyon hedef aralığında kalması ve yeni hükümetin programı desteklemeyi sürdürmesidir. Ağustos 1990'da % 14,6 olan faizler Ocak 1991'de % 11,5 seviyesine gerilemiş ve 1991 sonunda enflasyonun % 2 civarında gerçekleşeceği beklentisini doğurmuştur. % 2,5-4,5'lük revize edilmiş hedef aralığının altına düşen bu enflasyon beklentisi Merkez Bankasının para politikasını gevşetmesini gerektiriyordu. Faizler hızla düşerek % 8,8 seviyesine inmiş ve Yeni Zelanda Doları son beş yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. 1992 sonunda faiz oranları % 6,6 seviyesine kadar düşmüştür.

1992 ortasından 1993 sonuna kadar para politikalarını zorlayan herhangi olumsuz bir gelişme olmamış ve Aralık 1993'de faizler % 5'e gerilemiştir. 1992 yılı sonunda Hükümet ile Merkez Bankası yeni bir anlaşma ile enflasyonun ulaşılan % 0-2'lik aralığında tutulmasına karar verilmiştir. 1993 yılında büyüme % 5 olmuş, ekonomi beklenmedik bir gelişme göstermiştir. Merkez bankası derhal para politikası ile cevap vermiş ve faizler Haziran 1994'te tekrar % 6,2 seviyesine yükselmiştir. Bu yüksek faiz seviyelerinde dahi ekonominin bütün sektörleri büyüme kaydetmiş ve bu da Merkez Bankasını enflasyonun artacağı yönünde kaygıya sevk etmiştir. Sıkı para politikası sonucu 1994 yılı sonunda faizler % 9,5'a yükselmiştir.

1995 yılı ortasında korkulan gerçekleşmiş ve enflasyon % 4,2 seviyesine kadar yükselmiştir. Maliye Bakanı Birch, Merkez Bankası Başkanı Brash'ın görevden alınıp alınmayacağı yönündeki sorulara, üçüncü çeyrekte enflasyonda düşüş beklendiğini ve yıl sonu hedeflerinin tutturulacağını ve geçici bir hedef tutturamama sorunu nedeniyle Merkez Bankası'nda bir görev değişikliğinin gerekli olmadığı yönünde cevap vermiştir.

Üçüncü çeyrekteki enflasyon azalmasının ardından son çeyrekte yine yükselme eğilimi başlamış ve Merkez Bankası tekrar sıkı para politikası uygulamasına geçmek durumunda kalmıştır. 1996'nın ilk yarısında da işler olumlu gitmemiş ve Nisan ayında enflasyon hedef aralığının aşılabacağı belli olmuştur. 19 Nisan 1996'da Merkez Bankası

Yönetim Kurulu Maliye Bakanlığı'na bir mektup yollayarak Merkez Bankası Başkanı'nın görevden alınmasının tekrar tartışmaya açılmaya başlanması gerektiğini bildirmiştir.

Aslında yönetim kurulundan hiç kimse görev ihmal sonucunda oluşan gevşek para politikasının enflasyona sebep olduğu düşüncesini taşııyordu. Bu oluşan enflasyonda hata Merkez Bankası Başkanı'nın değildi. Mektup Merkez Bankası Başkanı'nın performansını övüyor, enflasyonun nedenini çekirdek enflasyonun trendine bağlıyor ve Merkez Bankası Başkanı'nın görevine devam etmesini savunuyordu. 1996 yılı ortalarında çekirdek enflasyon hedef aralığının % 1-3 arasına çekilmesi tartışmaları başlamıştı.

Artık enflasyonun % 0-2 aralığını aşp yaklaşık % 2,6 civarında gerçekleşeceği görülmeye başlanmıştı. Sonuç olarak koalisyondaki partilerinde anlaşması ile enflasyon hedef aralığı 10 Aralık 1996 tarihinde % 0-3 aralığına çekilmiştir. Merkez Bankası Başkanı bu değişikliğin ılımlı bir değişiklik olduğunu, enflasyon hedefinin ortalamada % 1'den % 1,5'a çekildiğini açıklamıştır.

1990-1997 yılları arasında Yeni Zelanda'da uygulanan enflasyon hedeflemesi politikalarından önemli sonuçlar çıkarılabilir. Bu çıkarımlardan en önemlisi Yeni Zelanda gibi enflasyon hedeflemesi rejimi öncesinde yüksek ve değişken karakterli enflasyona sahip bir ülkenin dahi, düşük enflasyon düzeyine sahip ülkeler kategorisine girebileceği gerçeğidir. Bunu gerçekleştirirken büyüme potansiyelinden feragat etmek gerekli değildir ve Yeni Zelanda bu yedi yıllık periyot içerisinde yakaladığı büyüme oranları ile bunu kanıtlamıştır (Mishkin ve Posen, 1997, s. 29-47).

1990-97 dönemi sonrasında enflasyon hedefi programındaki en önemli değişiklik 15 Aralık 1997 tarihinde imzalanan politik hedefler anlaşması çerçevesinde çekirdek enflasyon hedeflemesinin bırakılıp tüm malların ve hizmetlerin kapsandığı TÜFE hedeflemesine geçilmesidir. Bundan önceki yıl enflasyon oranı olarak belirlenen % 0-3 hedef aralığı değiştirilmemiştir.

Yapılan son politik hedefler anlaşması 17 Eylül 2002 yılında yapılmıştır. Bu anlaşmada TÜFE hedef aralığının % 1-3 aralığı olmasına karar verilmiştir (Öztürk, 2003, s. 118). Aşağıdaki tabloda enflasyon hedeflemesi rejiminin başlangıcından bu yana Yeni Zelanda'da gerçekleşen TÜFE oranları görülmektedir.

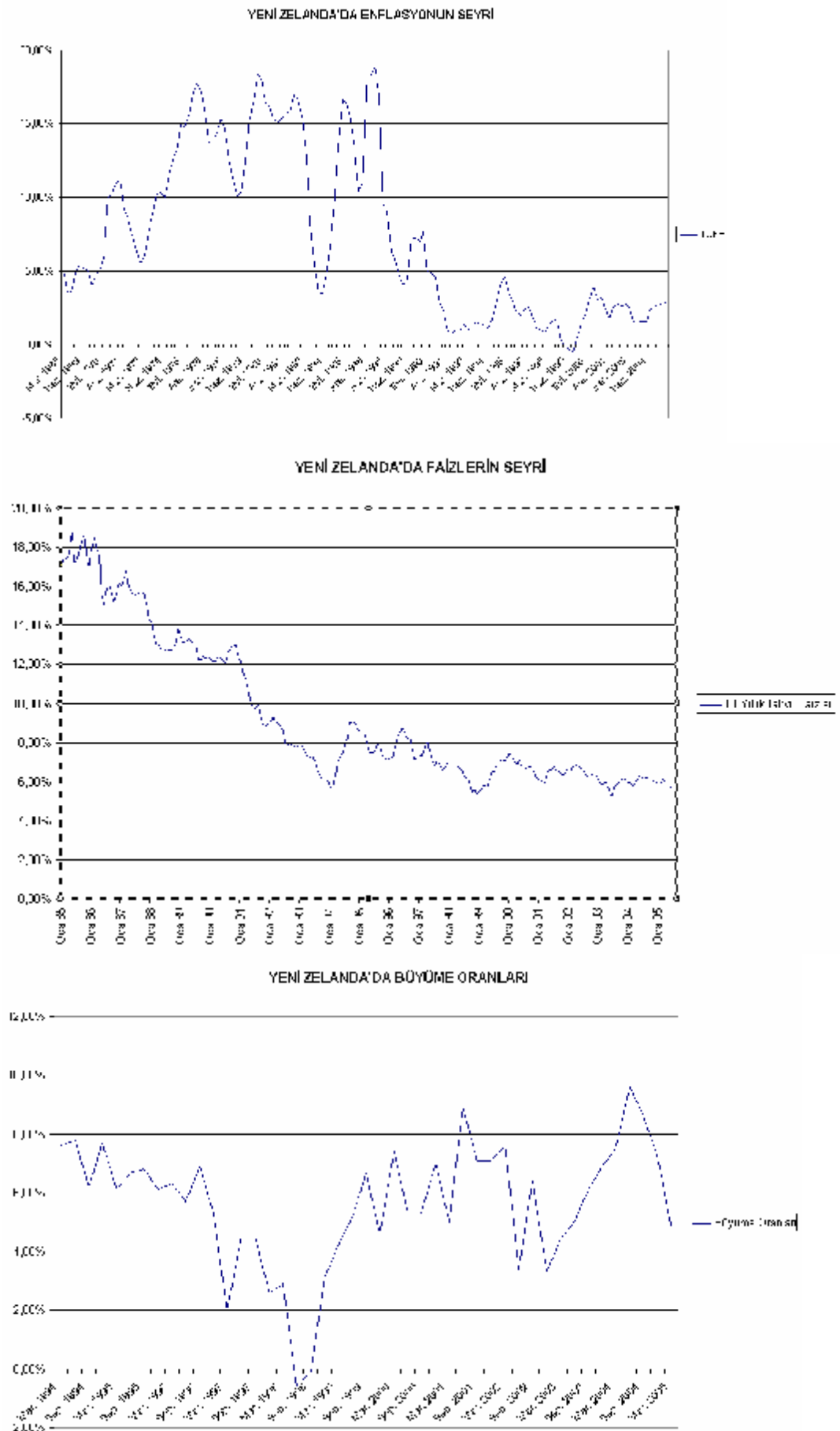
Yıl	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Oran	7,65%	4,66%	2,11%	2,18%	1,57%	2,32%	2,05%	2,33%
Yıl	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Oran	1,65%	1,12%	1,31%	3,87%	1,91%	2,81%	1,46%	2,79%

**Tablo 3.1.** Yeni Zelanda TÜFE oranları

Kaynak: Reserve Bank of New Zealand. [www.rbnz.govt.nz](http://www.rbnz.govt.nz)

1990 yılından bu yana enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan Yeni Zelanda gerek ulusal düzeyde yaşadığı negatif şoklarla (1996-1997 dönemindeki kuraklık ve tarımsal üretimde önemli daralma) gerekse dünyada yakın çevresinde yaşanan krizlere (Doğu Asya ve Rusya krizleri) rağmen enflasyonu kontrol altında tutmada önemli başarılar göstermiştir. Aşağıdaki tablolarda görüldüğü üzere enflasyon hedeflemesine başlanıldığı 1990 yılından itibaren enflasyonda ve faizlerde belirgin bir düşme eğilimi gerçekleşmiştir.





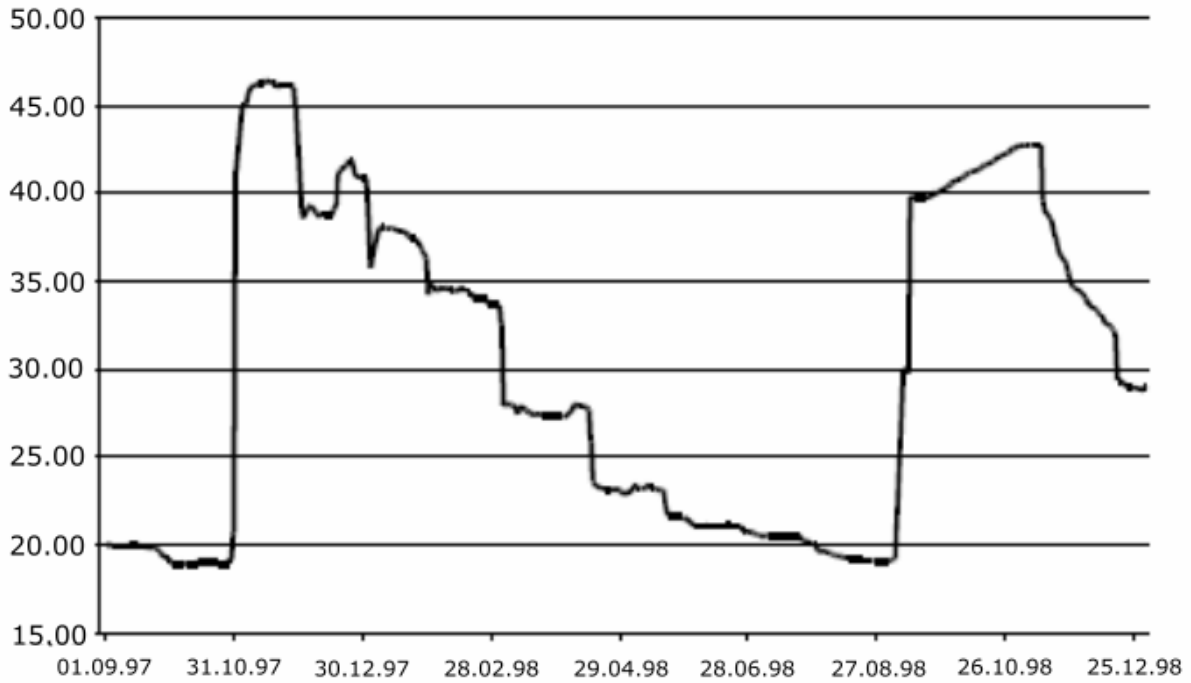
**Şekil 3.2.1.** Yeni Zelanda'da enflasyonun, faizlerin ve büyümenin seyri

Kaynak: Reserve Bank of New Zealand. [www.rbnz.govt.nz](http://www.rbnz.govt.nz)

### 3.2. Brezilya

Brezilya’da enflasyon hedeflemesi rejimi öncesine bakacak olursak, 1 Temmuz 1994 tarihinde enflasyonu düşürmek için yürürlüğe konan sabit döviz kuru rejimine dayalı olan “Real Plan” göze çarpmaktadır. Bu rejim dahilinde 1994 yılında % 916 olan enflasyon 1998 yılında büyük bir başarı sonucunda % 1,65 seviyesine indirilmiştir. Bu büyük başarıya rağmen uygulanan maliye politikaları oldukça gevşektir ve para birimi sabit kur sistemi içerisinde aşırı değerlenmiştir. Bunun doğal sonucu olarak Ekim 1997’de Asya Krizi ve Eylül 1998’de Rusya krizi ile iki defa spekülasyon atak gerçekleşmiştir (Nicias, 2000, s. 132).

Birinci spekülasyon atak sonucu faizler % 19’dan % 46’ya, ikincisinde ise % 19’dan % 40’a yükselmiştir. 1998 yılında GSYİH artışı 1997’deki % 3,6 seviyesinden -% 0,12’ye düşmüş, işsizlik ise % 5,7’den % 7,6’ya çıkmıştır. Aşağıdaki şekilde Brezilya’da faiz oranlarının seyri görülmektedir.



**Şekil 3.2.1.** 1997 ve 1998 yıllarındaki iki spekülasyon atakta ve sonrasında Brezilya’da faiz oranlarının seyri

Kaynak: Nicias, 2000

1998 yılı sonunda bu zorlukları aşmaya uğraşan Brezilya IMF ile bir anlaşma imzalamış ancak düşük kredibilite sebebiyle kur baskısı ve sermaye çıkışı önlenememiştir. Bunun sonucunda Ocak 1999 yılında sabit kur rejimi çökmüştür. Oluşan devalüasyon sonucunda 45 günde para birimi % 78 değer kaybetmiş, özel sektörün GSYİH büyüme beklentisi eksi % 4-6 ve 1999 yılı enflasyon beklentisi % 40-50 aralığına oturmuştur.

Bu kaos senaryoları sonrasında Mart 1999'da yeni bir kurul oluşturulmuş ve ilk yapılan iş, faizleri % 39 seviyesinden % 45 seviyesine çıkarmak olmuştur. Döviz kurunun başlangıçtaki aşırı artışından sonra beklentiler tersine dönmüş, kurda hızlı bir düşüş yaşanmış, krizden hemen sonra % 45 devalüe olan Real'deki devalüasyon % 30 seviyesinde dengelenmiş ve gayrimenkul fiyatlarında artışlar gerçekleşmiştir. Buna ek olarak devalüasyondan hemen sonra sıkı para politikaları uygulanmaya başlanmıştır. 21 Haziran 1999 tarihinde Brezilya Başkanı resmi enflasyon hedeflemesi stratejisini açıklamış, uygulama başladığında maliye politikalarında gerçekleşen başarılarla birlikte programın kredibilitelerini arttırmıştır (Nicias, 2000, s. 132-135).

Oluşturulan yapı tam enflasyon hedeflemesinin bütün kurallarını içermektedir. Üç yıllık (1999-2001) nümerik enflasyon hedefleri ve 2002 hedefinin iki yıl önceden belirleneceği açıklanmış, Maliye Bakanı tarafından Milli Para Kurulu'na enflasyon hedeflerini ve toleranslarını belirleme yetkisi verilmiş, Brezilya Merkez Bankası'na enflasyon hedeflerini tutturmada gerekli politikaları uygulama sorumluluğu tanınmış, Merkez Bankası'nın hesap verebilirliğini arttırmak için prosedürler<sup>8</sup> geliştirilmiş ve şeffaflığı arttırmak için her çeyrek yılda enflasyon raporları hazırlanması öngörülmüştür (Mishkin, 2004, s. 17) Brezilya enflasyon hedeflemesi kararnamesi enflasyon hedefi olarak geniş kitleler tarafından anlaşılabilen TÜFE endeksini belirlemiştir.

Brezilya'da enflasyon hedeflemesi rejimi öncesinde önemli mali, finansal ve parasal reformlar yoktur. Brezilya hükümetinin maliye politikalarını iyi yürütememesi sonucu çöken Real Plan'ı Ocak 1999'da ilan edilen borçlar moratoryumu takip etmiştir. Brezilya daha sonra maliye politikalarını düzeltmek için IMF ile birlikte yeni adımlar atmış, ancak Brezilya mali reformları hakkında kafalardaki soru işaretleri dağıtılamamıştır. Diğer tarafta Brezilya 1994-96 yıllarındaki bankacılık krizini atlatmış çok güçlü bir bankacılık sistemine sahiptir.

Açılan enflasyon hedefleri birçokları tarafından sürpriz olarak algılanmıştır. 1999 için % 8, 2000 için % 6 ve 2001 için % 4 olarak belirlenmiş ve tolerans olarak her iki yöne de % 2'lik bir marj tanınmıştır (Mishkin, 2004, s. 18).

Brezilya'da kredibilite önemli bir sorun olduğu için Merkez Bankası'na başarısızlık sonucunda istisna hakkı tanıyan "kaçış yolları" düzenlemesine gidilmemiştir. Kaçış yolları

---

<sup>8</sup> Belirlenen hedef tutturulmadığı takdirde Merkez Bankası Başkanı Maliye Bakanı'na hedefin tutturulamamasının sebeplerini ve bu durum karşısında alınması gereken önlemleri içeren açık bir mektup yazmak zorundadır.

olmaksızın enflasyon hedeflemesi programı uygulaması ve TÜFE'nin programın nominal çıpası olarak belirlenmesi Merkez Bankası üzerinde doğal olarak büyük bir baskı oluşturmuştur.

Brezilya için çok zor bir yıl olan 1999 yılı içindeki önemli makro ekonomik gelişmeler olarak nominal kurun % 45 artması buna ek olarak aynı yıl içinde petrol fiyatlarının % 100'ün üzerinde artış göstermesi sayılabilir. Diğer bir olumsuz şok ise hükümet tarafından yönlendirilen fiyatlardaki olağanüstü artışlardır. Bu artışlar merkez bankasını ve özel sektörü hazırlıksız yakalamış buna rağmen Brezilya ekonomisi 1999 senesinde iyi bir performans göstermiştir. Enflasyon hedef aralığı orta değerini çok az aşarak % 8,94 olarak gerçekleşmiş, GSYİH büyümesi % 0,75 olmuştur. Beklentilerin altında kalmasına rağmen dış ticaret açığı 5 milyar dolar azalarak önemli bir iyileşme göstermiştir. Faiz oranları yukarıdaki çizelgeden de anlaşılacağı gibi önemli bir destek noktası olan % 19 seviyesinde yılı bitirmiştir (Nicias, 2000, s. 140).

2000 yılında ise ekonomik performans daha da iyileşmiştir. GSYİH büyümesi ilk yarıyıl % 3,6 olarak gerçekleşmiş, faiz oranları % 19 seviyesinin altına düşmüş ve enflasyon % 7,7 seviyesinde gerçekleşerek belirlenen hedef aralığının içinde kalmıştır.

Sonraki dönemlerde Brezilya Ekonomisi'nin mali ve parasal zayıflıkları enflasyon hedefi rejimine sorun çıkarmaya devam etmiştir. Ekim 2002 yılındaki başkanlık seçimleri sırasında piyasalar favori olarak gözüken Lula'nın<sup>9</sup> mali ve parasal kurumları zayıflatacağı ve popülist politikalar izleyeceği konusunda endişeler taşımaktaydı. Lula seçildiğinde genişlemeci maliye politikaları izleyeceği, Brezilya'nın default olma riskini göz ardı edeceği ve çok saygın olan Merkez Bankası Başkanı Fraga ile çalışmayacağını ifade etmiş ve bu yaklaşımla fiyat istikrarına ne kadar önem verdiğini göstermiştir.

Lula seçildikten sonra enflasyon 2002 yılında % 12,5'lük bir zıplama gerçekleştirip hedefi 3,5 puan aşmıştır. Brezilya seçimlerinin sonucu zayıf mali ve parasal kurumların enflasyon hedefi rejimi için önemli bir problem olacağını göstermiştir.

Ancak enflasyon hedeflemesi rejiminin büyük şoklar karşısında dahi sorunları çözebileceği de 2002 yılındaki Real'in değer kaybıyla ortaya çıkmıştır. Yukarıda enflasyon hedeflerinin aşılması durumunda Brezilya Merkez Bankası'nın Maliye Bakanı'na enflasyonun

---

<sup>9</sup> Brezilya'da ünlü işçi ve sendika lideri. 1989 yılından beri Brezilya'da devlet başkanlığı seçimlerinde katıldı. 27 Ekim 2002 yılında devlet başkanı seçildi.

nedenlerini ve buna karşı ne önlemler alınması gerektiğini içeren açık bir mektup yazma yükümlülüğüne değinilmiştir.

Brezilya Merkez Bankası olayların analizinde ve çözüm önerilerinde çok olumlu bir performans çizmiş ve yaptığı revizyonist yaklaşımlarla şeffaflık ve hesap verebilirlik çerçevesi içinde güvenilirliğini korumayı başarmıştır. Mektupta revize edilen 2003 enflasyon hedefi % 8,5 olarak belirlenmiş ve daha düşük enflasyon oranların negatif büyüme ile sonuçlanacağı belirtilmiştir.

Merkez Bankası'nın krize tepkisi gelişmekte olan ülkelerin kriz anında nasıl davranması gerektiğini anlatan bir ders kitabı niteliğindedir. Öncelikle tercih edilen yol son derece şeffaftır ve hedefin ıskalanmasına rağmen Merkez Bankası'nın neler yapabileceğini göstermekte ve dolayısıyla enflasyonist beklentileri kontrol altında tutmaktadır. İkinci nokta enflasyon revizyonudur. Merkez Bankası enflasyonu revize etmemenin manasız olduğunu görmüş, bütün ekonomik birimlerin enflasyon hedefinin aşılacağını düşündüğü bir noktada enflasyon hedefini revize ederek kredibilitelerini korumuştur. Üçüncü nokta ise Merkez Bankası bu mektup ile enflasyon saplantısı olmadığını kanıtlamış ve negatif ekonomik büyüme pahasına enflasyon hedeflerini gözetmeyeceğini göstermiş olmasıdır.

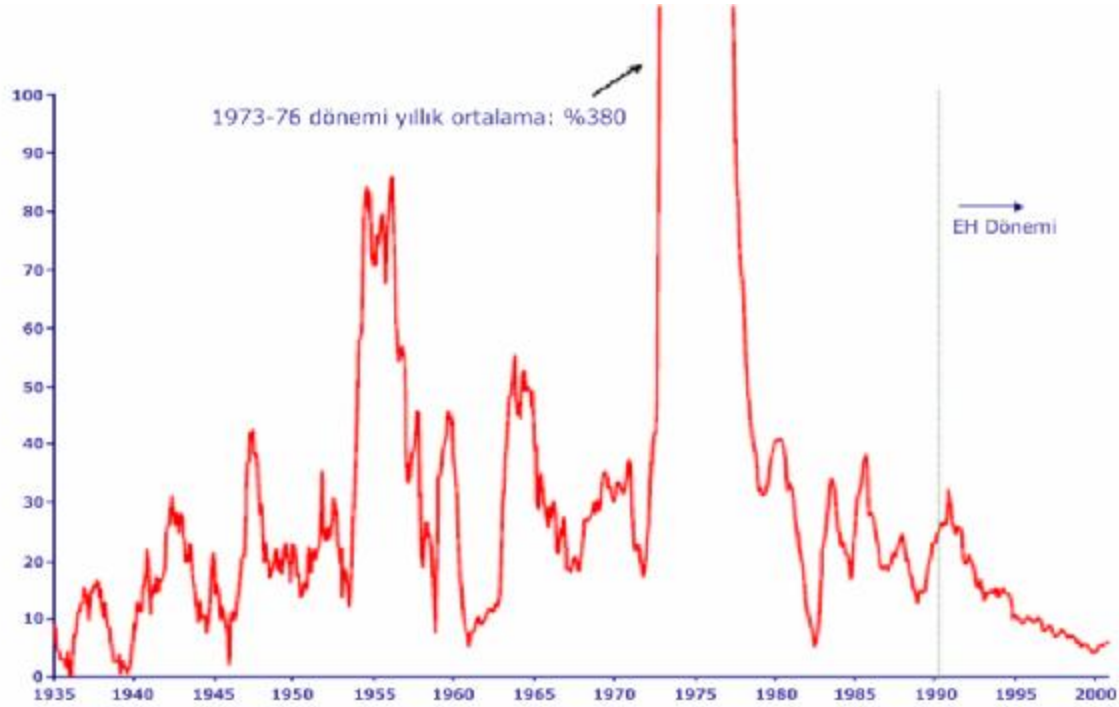
Olaylar zincirinin sonucu olumlu gelişmiş ve enflasyon oranları 2002 yılındaki % 12,5 seviyesinden 2003 yılında % 9,3 seviyesine gerilemiştir. 2004 yılında enflasyon % 6,6 olarak gerçekleşmiş, 2005 yılında da % 6 seviyesi enflasyon hedefi olarak belirlenmiştir. Bankalar arası piyasalarda oluşan faiz oranı Haziran 2003'de % 26,5 seviyesinden Şubat 2004'de % 16,3 seviyesine düşmüştür.

Brezilya Merkez Bankası bu sonuçları tek başına başaramazdı. Özellikle mali üstünlüğün olduğu gelişmekte olan ülkelerde bu gibi şoklara karşı başarılı politikalar hükümetlerin maliye politikalarının desteği ile gerçekleştirilmektedir. Brezilya vakasında da Başkan Lula (birçok rakibinin beklemediği gibi) maliye politikası disiplininin devam etmesi için gerekli önlemleri almıştır. 2003 yılında sağlanan bütçe disiplini sayesinde faiz dışı bütçe fazlası GSYİH oranı % 4,3 seviyesine ulaşmış ve IMF'nin öngördüğü seviyeyi aşmıştır (Mishkin, 2004, s. 19-20).

Brezilya örneği tam enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişmekte olan ülkelerde de bütün kurum ve kuralları ile uygulanabileceğini göstermesi açısından önemlidir. Yapılan cesaretli girişimler, büyük mali sorunları olan bir ekonomide dahi istenen fiyat istikrarını sağlamanın mümkün olduğunu göstermiştir.

### 3.3. Şili

Gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesi programını ilk defa Şili uygulamıştır. Şili diğer Latin Amerikan komşuları gibi uzun süre yüksek ve değişken bir enflasyon süreci yaşamıştır. Bu zaman içinde enflasyondaki dalgalanmalar Şekil 1'de görülmektedir.



**Şekil 3.3.1.** 1935-2001 döneminde Şili’de enflasyonun seyri

Kaynak: Garcia, 2000

Şili’de enflasyona karşı mücadelede sağlanan başarılar genelde Şili Peso'sunun suni olarak değerlendirilmesiyle sonuçlanmış ve kaçınılmaz olarak ödemeler dengesi krizine yol açmıştır ve 70’li yıllarda üç basamaklı hiperenflasyon seviyelerine gelinmiştir. Ülkedeki sosyalist hükümetin devrilmesinin ardından uygulanan sıkı para ve maliye politikaları meyvesini ancak 1977 yılında vermiş ve enflasyon üç haneli seviyelerden % 20-40 aralığına geri gelmiştir. Ancak hem tüketim hem yatırım alanlarındaki özel harcamaların sürdürülemez biçimde genişlemesi 1982-1983 yıllarında ödemeler dengesi ve bankalar krizine sebep olmuştur. İşsizlik % 30’lu seviyelere ulaşmıştır (Garcia, 2000, s. 146).

1989’daki politik dönüşümle askeri hükümet yerini sivil hükümete bırakmış, Şili Merkez Bankası’na bağımsızlık sağlayan yeni Merkez Bankası Kanunu parlamentodan geçmiş ve Merkez Bankası’nın birincil hedefinin fiyat istikrarı olduğu açıklanmıştır. 1990

senesinin Eylül ayında enflasyon % 20'li seviyelerin üzerinde seyrederken 1991 yılının Ocak ayında başlamak ve Aralık ayında bitmek üzere 12 aylık enflasyon hedefi açıklanmıştır.

1991'den 1997'ye kadar bütçe fazlasına yol açan maliye politikaları ve 80'li yılların başında oluşan bankacılık krizi sebebiyle o zamanlar yürürlüğe konmuş ve batı standartlarına oldukça yakın bankacılık düzenleme ve denetleme kanunları başarıyı destekleyen önemli faktörler olarak programın yanında olmuştur.

Şili Merkez Bankası enflasyon çift haneli seviyelerde iken enflasyon hedeflemesi programı uygulamasında hedefi tutturmanın zorluklarını görmüş ve bu sorunu çözmek için çeşitli çözümler üretmiştir. Bundan dolayı enflasyon hedefinin açıklandığı Eylül 1990 tarihinde hedef, enflasyon projeksiyonu olarak lanse edilmiştir. Ancak Merkez Bankası belli başarılar elde ettikten sonra hedefler merkez bankası hesap verebilirliği çerçevesinde sert hedeflere dönüştürülmüştür. Buna ek olarak oldukça yavaş tempoda enflasyonu düşürme çabası içinde olmuşlardır.

Şili enflasyon hedeflemesi programında oldukça başarılı olmuştur. Bu çerçevede enflasyon 1991 yılındaki % 20'li seviyelerden 90'ların sonunda % 3,5'a kadar gerilemiştir. Aynı dönem içinde yıllık büyüme % 8 civarında gerçekleşmiştir. Şekil 2'de enflasyon hedeflemesi programı sürecinde enflasyonun gelişimi detaylı olarak görülmektedir. 1990'ların son iki yılında ise büyüme performansında önemli düşüşler meydana gelmiştir. 1998 yılında büyüme % 3,5'a, 1999 yılında ise % -2.9'a gerilemiştir (Mishkin, 2000, s. 8).



**Şekil 3.3.2.** 1991 ve 1997 yılları arasında Şili’de enflasyonun seyri

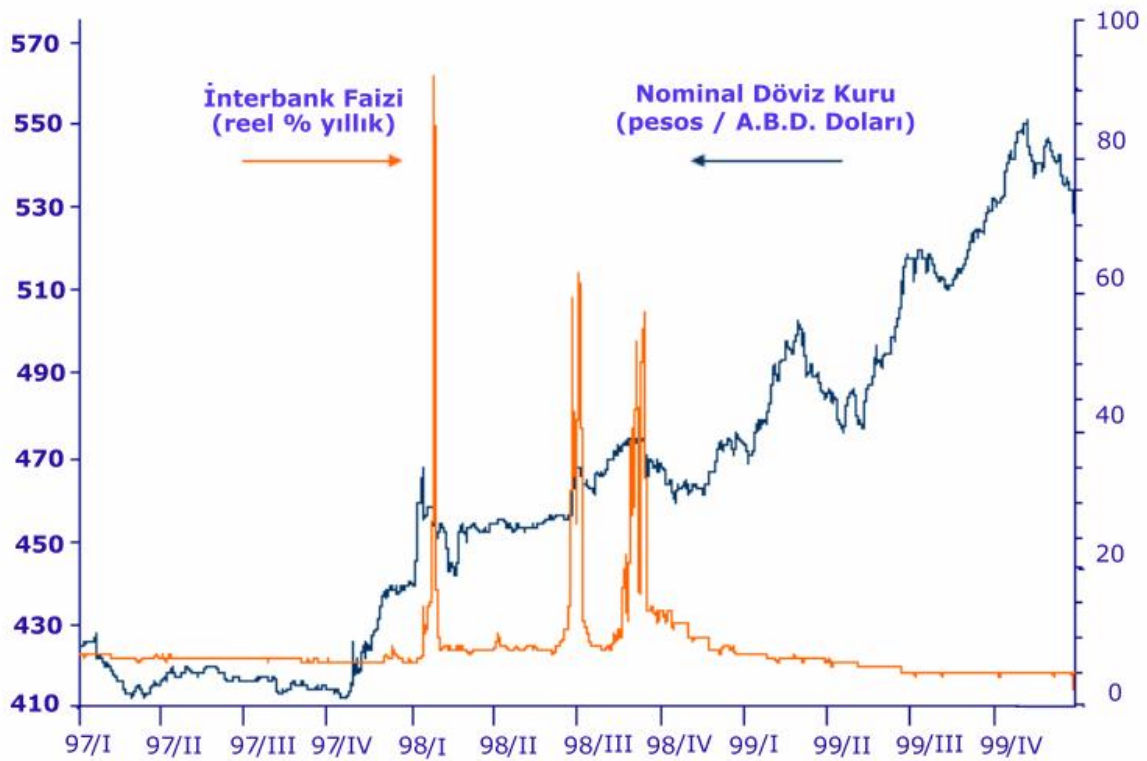
Şekildeki gri çizgiler enflasyon hedef aralığını, siyah çizgi ise gerçekleşen enflasyon değerlerini göstermektedir.

Kaynak: Garcia, 2000

1998 yılında Şili Merkez Bankası’nın belirlenen kur hedef aralığına bağlılığı Peso’ya yapılan üç spekülasyon atak ile test edilmiş ve bu ataklar yüksek faiz pahasına bertaraf edilmiştir. Buna ek olarak yaklaşık 17 milyar ABD Doları olan merkez bankası rezervleri yaklaşık 14 milyar ABD Doları civarına gerilemiştir. İşsizlik % 6 seviyesinden % 12’ye çıkarken enflasyon hedefi de belirlenen % 4,2 seviyesinin altında % 2,7 düzeyinde gerçekleşmiştir. Aşağıda Şekil 3.2.3.’de Şili’de 1997-99 döneminde faizlerin seyri görülmektedir. Şekilde görüldüğü üzere 1998 yılında gerçekleşen üç spekülasyon atak sırasında reel faizler % 60 seviyesini geçmiştir.

Bu atakları takiben gelişen Asya krizi ve daralan ticaret hacmi ve uygulanan genişletici maliye politikaları ekonomik temellerin sarsılmasına yol açmıştır.





**Şekil 3.3.3.** Şili’de 1997-99 arasında İnterbank faiz oranlarının seyri  
Şekilde gri çizgi İnterbank faiz oranlarını, siyah çizgi ise Peso / ABD doları  
paritelerini göstermektedir.

Kaynak: Garcia, 2000

Şili Merkez bankası 1998 spekülâtif atakları ve Asya ve Rusya krizleri sonrasında oluşan olumsuz ticaret şokların sonrası para politikalarını yumuşatmak ve döviz kurunun değerini düşürmek konusunda isteksiz davranmış, bunun sonucunda ekonomi 15 yıllık büyüme döneminden sonra % 1,1’lik bir GSYİH azalması yaşamıştır. Merkez Bankası bu krizli dönem sonrasında Eylül 1999’da önlem olarak kur bandı uygulamasını bırakarak dalgalı kura geçmiş ve döviz piyasasına müdahaleleri bırakmıştır. Bu gelişme Şili’nin enflasyon hedeflemesi rejiminin tam (full fledged) enflasyon programına dönüşümünü gerçekleştirmiştir.

Enflasyon için % 2-4 aralığı benimsenmiş ve % 4’ün üzerindeki enflasyon gerçekleşmesindeki başarısızlık ile % 2’nin altında gerçekleşen enflasyondaki başarısızlığın aynı olduğu kabul edilmiştir. Tam enflasyon hedeflemesinin ayrılmaz bir parçası olan şeffaflık olgusu çerçevesinde Merkez Bankası tarafından enflasyon tahmini ve 4 aylık aralıklarla enflasyon raporları yayınlanmasına başlanmıştır (Garcia, 2000, s. 156).

Şili örneği enflasyon hedeflemesi programının enflasyon % 20'nin üzerinde bulunsa dahi gelişmekte olan ülkelerde başarılı olabileceğini kanıtlamıştır. Ancak Şili enflasyon hedeflemesi politikalarının başarısı sadece Şili Merkez Bankası'nın uyguladığı politikalarla olumlu bir sonuca ulaştığını iddia etmek imkansızdır. Bu başarının arka planında programın temelini destekleyen çok önemli faktörler vardır. Daha önce de değinildiği gibi Şili'de enflasyon hedeflemesi politikalarını destekleyen ve bütçe açığı bulunmayan bir kamu maliyesi ve bankacılık sektörünü denetleyen ve düzenleyen modern bir bankacılık kanunu, programın başarısında önemli katkı sağlamıştır (Öztürk, 2003, s. 148).

Ancak Şili'nin enflasyon hedeflemesi politikasını 1998-1999 döneminde enflasyonun aşırı düşmesinin enflasyonun aşırı yükselmesi kadar maliyetli olduğunu göstermiştir. Görülen bir diğer gerçek ise üretimdeki dalgalanmalar gibi diğer hedefleri gözetmeyen ve sadece fiyat istikrarına konsantre olan bir merkez bankasının sahip olduğu desteğin zamanla eridiğidir (Mishkin, 2000, s. 9).

Burada değinilmesi gereken bir diğer konu ise Şili enflasyon hedeflemesi rejiminin 1999 Eylül ayına kadar tam bir enflasyon hedeflemesi politikası olmadığıdır. Şili Merkez Bankası bu tarihe kadar herhangi bir enflasyon raporuna benzer bir doküman hazırlamamış, enflasyon hedeflerini de kamuya açıklamamıştır. Buna ek olarak kur bandı politikası uygulanmış ve döviz piyasalarına Merkez Bankası tarafından müdahaleler yapılmıştır. Raporların kamuoyuna açıklanmaması para politikalarının hesap verebilirliği mekanizmasını oldukça zayıflatmıştır. Ancak 1999 Eylül'ünden sonra tam enflasyon hedeflemesine geçilmiştir.

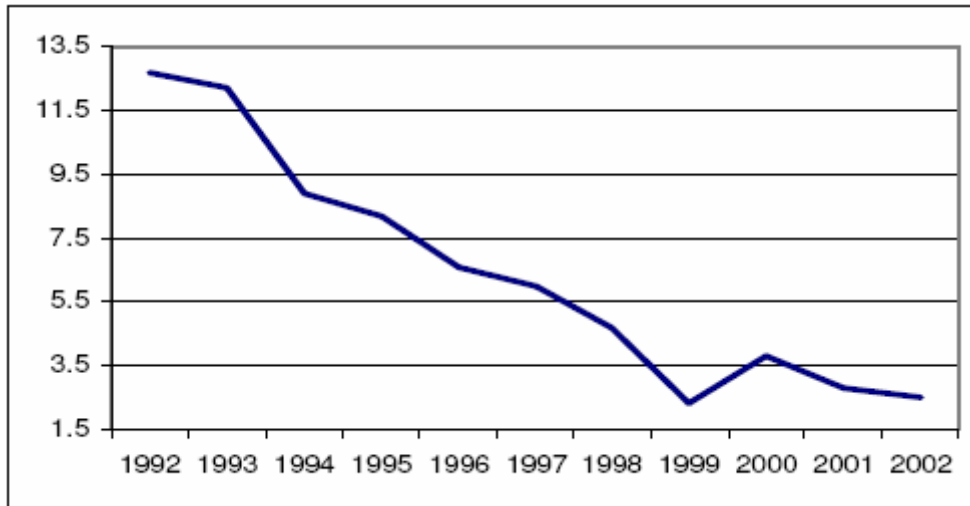
Bu noktada Şili'yi Brezilya ile karşılaştırmak yararlı olacaktır. 1999 yılındaki likidite krizinden sonra tam enflasyon hedeflemesi politikasına geçen Brezilya bu rejimin uygulamaya süratle konabileceğini göstermiştir. Yeni göreve atanan Brezilya Merkez Bankası Başkanı enflasyon hedeflemesi programına geçiş kararı alındıktan sonra programı dört ay gibi kısa bir sürede batı ülkelerinde uygulandığı şekilde bütün kurumsal sistemleri ile işler hale getirmiştir. Bunların arasında Şili'nin 1999 yılına kadar uygulamaya koyamadığı enflasyon raporu ve kamuya açıklanan enflasyon tahminleri de yer almaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi politikaları uygulamasında ortaya çıkan önemli bir sorun kurdur. Gelişmekte olan ülkeler haklı olarak her zaman kur hareketlerini göz önünde bulundurmışlardır. Bu zorunluluğun kaynağı yurt içi ve dışında

bulunan yerli yabancı para cinsinden sermaye ve yüksek düzeyde para ikamesidir (dolarizasyon).

Ancak Şili’de yaşandığı gibi gelişmekte olan ülkeler genellikle kurları, gerek kur bantları belirleyerek gerekse döviz piyasalarına doğrudan müdahale ederek yüksek dozda ve çok uzun sürelerle kontrol etmeye çalışmışlardır. Kura gereğinden yoğun ve sık yapılan müdahaleler kamuoyunda kurun enflasyon hedefinin önüne geçen bir nominal çıpa haline geldiği izlenimini verebilmekte ve bu izlenim gerçeğe dönüşebilmektedir. Bu problemi ortadan kaldırabilmenin en etkin yolu ise kurda kısa vadeli istikrarı bozucu sert dalgalanmaların şeffaf müdahalelerle yumuşatılmaya çalışılması ve bu müdahalelerin uzun vadeli kur hareketlerini değiştirmeyeceğinin kamuoyu nezdinde vurgulanmasıdır (Mishkin, 2000, s. 10).

Mishkin ve Savastano (2002) çifte hedef uygulanan dönemde bile Şili Merkez Bankasının tercihini her zaman enflasyon hedefinin tutturulması yönünde kullandığını belirtmişlerdir. Şili tecrübesi oldukça başarılı gözükmektedir. Enflasyon oranı % 20’lerden 2002 yılı sonunda % 3 seviyelerine gerilemiştir. Bu başarıdaki en önemli etkenlerin başında Şili Merkez Bankasının fiyat istikrarına her zaman birinci önceliği vermesinin yanı sıra söz konusu dönemde, yapısal reformların ve mali disiplinin de sağlanmış olmasıdır.



**Şekil 3.3.2.** 1992 ve 2002 yılları arasında Şili’de enflasyonun seyri

Kaynak: IMF, Eclac Latin Business Chronicle ([www.latinbusinesschronicle.com](http://www.latinbusinesschronicle.com))

### 3.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejimini Uygulayan Ülkelerin Karşılaştırılması

Enflasyon hedeflemesi rejiminin teorik olarak öngördüğü tüm koşulların tam anlamı ile aynı anda sağlandığı bir durum söz konusu değildir. Rejime baslarken her ülke için her bir kategoride ideal duruma yakınsama oranları, ülkelerin kendilerine özgü karakteristikleri nedeniyle farklılıklar göstermiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, uygulayan ülkeler için katı kurallardan ziyade bir çerçeve sunmaktadır. Her ülkenin kendine özgü tarihsel, kültürel, ekonomik ve siyasi farklılıkları nedeniyle “her ülkeye uygun tek ve en iyi uygulama” olmadığı görülmüştür. Etkin iletişim politikası, enflasyon hedeflemesi rejiminin hemen hemen bütün ülkelerde başarılı olmasında temel etken olarak gösterilmektedir.

Türkiye’de enflasyon hedefi olarak TÜFE seçilmiştir. Dünyada Türkiye dışında enflasyon hedeflemesini uygulayan 22 ülkeden 20’si TÜFE’yi diğer ikisi ise çekirdek enflasyonu hedeflemektedir. Türkiye’de uygulanacak olan enflasyon hedeflemesi rejiminde TÜFE hedefi “nokta hedef” olarak belirlenmiştir. Nokta hedef kolay anlaşılabilir olmasıyla iletişim açısından önemli avantajlar içermekte ve bekleyişleri yönlendirme konusunda önemli etkiye sahiptir. Enflasyon hedeflemesini uygulayan diğer ülkelere bakıldığında 11 tanesinin nokta, 10 tanesinin bant ve bir tanesinin üst sınır hedeflediği görülmektedir.

TCMB Enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığını ve diğer makroekonomik öngörülerle uyumunu artıracığı için üç yıllık bir hedef patikası belirlemiştir. 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulaması başlamıştır. 2006 yılı için hedef % 5, 2007 yılı için % 4 ve 2008 yılı için ise % 4 olarak belirlenmiştir. 2009 yılı için hedef 2006 yılı içinde belirlenecektir. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin 12’sinde sürekli, orta ve uzun vadeli adı altında zaman sınırı olmayan hedefler ilan edilmektedir. Bunun dışında 2 ülke 1 yıllık, 5 ülke 2 yıllık, 2 ülke 3 yıllık ve 1 ülke 5 yıllık patikalar açıklamaktadır.

Türkiye’de herhangi bir dönemde, enflasyon gerçekleştirmelerinin ya da tahminlerinin hedeflerden sapma gösterdiği veya sapma olasılığının ortaya çıktığı durumlar iki şekilde değerlendirilecektir. Hedeften belirgin bir sapma olması durumunda sapma nedenleri raporlar aracılığıyla kamuoyuna açıklanacaktır. Hedeften aşırı sapma gerçekleşmesi durumunda TCMB kanununun 42 maddesine dayanılarak TCMB sapmanın nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirilecek ve kamuoyuna açıklayacaktır.

Sapmaların tespitine yönelik mekanizma olarak bir “belirsizlik aralığı” oluşturulmuştur. Bu aralık, geçici dışsal şoklar karşısında makroekonomik dalgalanmaların en aza indirilebilmesi açısından nokta hedefin etrafında bir referanstır. Bu uygulama bir “bant” hedeflenmesi değildir ve para politikasının gevşetileceğini anlamına gelmemektedir. Belirsizlik aralığı her iki yönde aşırı sapma eşikleri için sadece gösterge niteliğindedir. Hedeften aşağı ve yukarı yönlü sapmalar eşit ölçüde değerlendirilecektir. Ayrıca, ileride fiyat istikrarına daha da yakınsanmasıyla belirsizlik aralığının daralması söz konusu olabilecektir. 2006 yılı “belirsizlik aralığı” her iki yönde 2 puan olarak belirlenmiştir. Hedef etrafında bir aralık oluşturulması, nokta hedef ilan eden merkez bankalarının tümü tarafından kullanılmaktadır. Dünya uygulamalarında aralığın hedefe oranının % 40’ın üzerinde olduğu 4 ülke, % 40’ın altında olduğu 4 ülke ve % 40 olduğu 3 ülke olduğu görülmektedir. Türkiye’de bu aralık % 40’tır.

Para politikasının denetimi dışındaki unsurlar nedeniyle hedeften çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumunda hedef değiştirilecektir. TCMB’nın enflasyon hedeflemesi politikasında olağanüstü gelişmeler hariç, hedeflerin değiştirilmemesi esastır. Türkiye’de enflasyon hedefinde revizyon gerektiğinde yasa gereği TCMB, Hükümet ile beraber yeni hedefi belirleyecektir. Geçici şoklar ise, enflasyon hedeflerini değil, kısa vadeli tahminleri değiştirecektir. Bu durumda, ekonomik birimler için referans alınması gereken değer, kısa vadede enflasyon tahminleri, orta vadede enflasyon hedefidir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin önemli temel prensiplerinden birisi şeffaflıktır. Türkiye’de üç ayda bir yayımlanacak olan enflasyon raporları ile bu temel şart yerine getirilecektir. Raporda enflasyon ve genel makroekonomik gelişmeler kapsamlı bir biçimde ele alınacak ve enflasyon öngörülerine ve öngörülerdeki olası değişikliklerin nedenlerine ve gelecekteki politika uygulamalarına ilişkin sinyallere yer verilecektir. Ancak olası şokların ve belirsizliklerin enflasyon öngörülerine yansımaları kaçınılmazdır. Rapor’daki öngörüler, enflasyona TCMB’nın bakışını çıktığı dönem itibarıyla yansıtmaktadır. Her türlü yeni bilgi enflasyon öngörülerini değiştirebilecektir.

Aşağıdaki tablolarda dünyada Türkiye da dahil 23 ülkede uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin çeşitli yönleriyle karşılaştırıldığı tablolar bulunmaktadır. Bu tabloların yardımıyla Türkiye’nin kendine özgü enflasyon hedeflemesi rejimini diğer ülkelerin de tecrübelerinden yararlanarak dünyada yaygın olan ve başarısı kanıtlanmış olan kurallara uygun olarak biçimlendirdiği görülmektedir.

ÜLKELER	KULLANILAN ENDEKS	HEDEFİN NİTELİĞİ	HEDEF (yüzde)	ARALIK UYGULAMASI	HEDEF POLİTİKASI	HEDEFİ BELİRLEYEN MERCİİ
Avustralya	TÜFE	BANT	2 - 3	HEDEF BANT	Sürekli	MB +HÜKÜMET
Brezilya	TÜFE	NOKTA	2005 ve 2006 için 4,5	2005 için $\pm 2,5$ 2006 için $\pm 2$	2 Yıllık	MB +HÜKÜMET
Çek Cum.	TÜFE	NOKTA	3	$\pm 1$	Sürekli	MB
Filipinler	TÜFE	BANT	2005 için 5 - 6 2006 için 4 - 5	HEDEF BANT	2 Yıllık	MB +HÜKÜMET
G. Afrika	Özel Tanımlı TÜFE*	BANT	2005 için 3 - 6 2006 için 3 - 6 2007 için 3 - 6	HEDEF BANT	3 Yıllık	HÜKÜMET
İngiltere	TÜFE	NOKTA	2	$\pm 1$	Sürekli	HÜKÜMET
İsrail	TÜFE	BANT	1 - 3	HEDEF BANT	Yıllık	MB'ndan görüş alan Hükümet
İsveç	TÜFE	NOKTA	2	$\pm 1$	Sürekli	MB
İsviçre	TÜFE	ÜST SINIR	$\leq 2$	2'ye yakın olmalı	Sürekli	MB
İzlanda	TÜFE	NOKTA	2,5	$\pm 1,5$	Sürekli	MB +HÜKÜMET
Kanada	TÜFE	BANT	2001 - 2006 için 1 - 3	HEDEF BANT	5 Yıllık	MB +HÜKÜMET
Kolombiya	TÜFE	BANT	2005 için 4,5 - 5,5 2006 için 4 - 5	HEDEF BANT	2 Yıllık	Banka Yönetim Kurulu**
Kore	Çekirdek Enflasyon	BANT	2004 - 2006 için 2,5 - 3,5	HEDEF BANT	3 Yıllık	MB
Macaristan	TÜFE	NOKTA	2005 için 4 2006 için 3,5 2007 için 3	$\pm 1$	En az 2 Yıllık (2007'den itibaren orta vadeli)	MB +HÜKÜMET
Meksika	TÜFE	NOKTA	3	$\pm 1$	Sürekli	MB +HÜKÜMET 2003'den beri MB
Norveç	TÜFE	NOKTA	2,5	$\pm 1$	Sürekli	HÜKÜMET
Peru	TÜFE***	NOKTA	2,5	$\pm 1$	1 Yıllık	MB +HÜKÜMET
Polonya	TÜFE	NOKTA	2,5	$\pm 1$	Sürekli	MB
Romanya	TÜFE	NOKTA	5	$\pm 1$	2 Yıllık	MB +HÜKÜMET
Şili	TÜFE	BANT	2 - 4	HEDEF BANT	2 Yıllık	MB
Tayland	Çekirdek Enflasyon	BANT	0 - 3,5	HEDEF BANT	Sürekli	MB
Türkiye	TÜFE	NOKTA	2006 için 5 2007 ve 2008 için 4	$\pm 2$	3 Yıllık	MB +HÜKÜMET
Yeni Zelanda	TÜFE	BANT	1 - 3	HEDEF BANT	Orta Vadeli	MB +HÜKÜMET

\*: Kentsel bölgelerdeki "mortgage" faizi maliyeti hariç TÜFE

\*\* : Kurul'da Maliye Bakanı da yer almaktadır.

\*\*\*: Lima şehri TÜFE'si

**Tablo 3.4.1:** Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde hedefleme politikası

Kaynak: TCMB

ÜLKELER	OPERASYONEL ARAÇ	KARAR MERCİİ	FAİZ KARARLARI VE BUNA İLİŞKİN TOPLANTILAR	FAİZ KARARLARININ AÇIKLANMASI
Avustralya	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Banka Yönetim Kurulu	Yılda 11 defa (Ocak ayı hariç) her ayın ilk Salı günü toplanmaktadır. Toplantı takvimi yıllık olarak önceden açıklanmaktadır.	Toplantının ertesi günü genellikle saat 9.30'da
Brezilya	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Para politikası Komitesi	Ayda bir toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı bitiminde. Oylama sonucu da açıklanmaktadır
Çek Cum.	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Banka Meclisi	Her ayın son Perşembe günü toplanmaktadır. Toplantı takvimi 6 ay öncesinden açıklanmaktadır.	Toplantı bitiminde.
Filipinler	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Para Politikası Kurulu	Her dört haftada bir toplanması nedeniyle yılda 13 kez toplanmaktadır. Toplantı takvimi önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün
G. Afrika	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Para Politikası Komitesi	Yılda 6 defa toplanmaktadır. Toplantı takvimi önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün saat 15.00'da
İngiltere	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Para Politikası Komitesi	Ayda bir toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün saat 12.00'da
İsrail	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Para Politikası Kurulu	Ayda bir toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün
İsveç	3 Aylık LIBOR	Para Politikası Kurulu	Yılda 8 defa toplanmaktadır. Toplantı takvimi 6 ay öncesinden açıklanmaktadır.	Toplantının ertesi günü saat 09.30'da.
İsviçre	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Başkanlar Kurulu	Yılda 4 defa toplanmaktadır. Toplantı takvimi önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün
İzlanda	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Başkanlar Kurulu	Ortalama ayda 1 defa toplanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün
Kanada	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Banka Yönetim Kurulu	Yılda 8 defa toplanmaktadır. Toplantı takvimi önceden açıklanmaktadır.	Toplantının ertesi günü saat 9.00'da.
Kolombiya	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Banka Yönetim Kurulu	Yaklaşık olarak ayda bir defa toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantıdan sonraki ilk iş gününde.
Kore	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Para Politikası Komitesi	Her ayın ikinci Perşembesi toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı bitiminde.
Macaristan	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Para Politikası Kurulu	Ayda bir toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün saat 14.00'da
Meksika	Bankacılık sistemi likiditesi ve kısa vadeli faiz oranı	Başkanlar Kurulu	Ayda bir defa toplanmaktadır. Tarihler en az üç ay önceden açıklanmaktadır.	Toplantının ertesi günü saat 9.00'da.
Norveç	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Banka Yönetim Kurulu	6 haftada bir toplanmaktadır. Toplantı takvimi yıllık olarak önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün saat 14.00'da
Peru	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Banka Yönetim Kurulu	Her ayın ilk perşembe günü toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün
Polonya	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Para Politikası Kurulu	Ayda bir toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün
Romanya	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Banka Meclisi	Önceden açıklanan tarihlerde toplanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün
Şili	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Banka Meclisi	Ayda bir defa toplanmaktadır. Tarihler en az altı ay önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün
Tayland	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Para Politikası Kurulu	6 haftada bir toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün
Türkiye	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Para Politikası Kurulu	Ayda bir toplanmaktadır. Toplantı takvimi yıllık olarak önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrası aynı gün saat 17.00 - 19.00 arası yapılacaktır.
Yeni Zelanda	Kısa Vadeli Faiz Oranı	Merkez Bankası Başkanı	Yılda sekiz defa karar alınmaktadır.	1 yıl öncesinden açıklanan tarihlerde saat 09.00'da

**Tablo 3.4.2:** Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde karar alma mekanizması

Kaynak: TCMB

ÜLKELER	HESAP VEREBİLİRLİK - HEDEFTEN SAPMA	İLETİŞİM ARAÇLARI: Raporlar	İLETİŞİM ARAÇLARI: Toplantı Özetleri	MODELİN YAYIMLANMASI
Avustralya	Hedeften sapma durumunda özel bir eylem planı yok. Ancak Hükümet ile karşılıklı görüşmeler yapılmaktadır.	Para Politikası Bildirisi (3 Aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmamaktadır.
Brezilya	Maliye Bakanına gönderilen mektupta (open letter) sapmanın nedenleri, hedefi yakalamak için alınan önlemler ve hedefi tutturmak için gerekli süre belirtilmektedir.	Enflasyon Raporu (3 aylık)	Toplantı özetleri 8 gün sonra yayımlanmaktadır. Toplantı özetleri; toplantıda yer alan sunumları, önemli ekonomik gelişmeleri içermektedir.	Enflasyonun tahminine ilişkin temel modeller "Working Paper"larda yer almaktadır.
Çek Cum.	Merkez Bankası'nın hukuki bir sorumluluğu yok.	Enflasyon Raporu (3 aylık)	Toplantı özetleri 8 gün sonra yayımlanmaktadır. Toplantı özetlerinde karara ilişkin çeşitli görüşler ve üyeler tarafından yapılan yorumlar yer almaktadır.	Yayımlanmaktadır. Modelin yayımlanmasına enflasyon hedeflemesi rejimi uygulaması başladıktan bir süre sonra geçilmiştir.
Filipinler	Merkez Bankası Başkanı, Başbakanı gönderdiği mektupta (open letter) sapmanın nedenlerini ve hedefi tutturmak için alınan önlemleri belirtmektedir.	Enflasyon Raporu (3 aylık)	Toplantı özetleri 6 hafta sonra yayımlanmaktadır. Toplantı özetlerinde güncel ekonomik gelişmeler ile karara temel teşkil eden tahmin ve görüşlere yer verilmektedir.	Kullanılan modeller hakkında açıklamalar yapılmaktadır.
G. Afrika	Hedeften sapma durumunda özel bir eylem planı yok. Ancak Merkez Bankası, Parlamento'yu Para Politikası uygulamaları hakkında düzenli olarak bilgilendirmektedir. Hedeften sapma durumunda da bu uygulama geçerli.	Enflasyon Raporu (6 aylık), Para Politikası Raporu (6 aylık), Para Politikası Bildirisi (2 aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmamaktadır
İngiltere	Merkez Bankası Başkanı tarafından Başbakanı gönderilen mektup (open letter) ile sapmanın nedenleri ve hedefi yakalamak için alınan önlemler belirtilmektedir.	Enflasyon Raporu (3 aylık)	Toplantı özetleri toplantıdan sonraki ikinci hafta içinde yayımlanmaktadır. Toplantı özetlerinde toplantıda ele alınan ekonomik görünüme, farklı görüşlere ve oylama sonuçlarına yer verilmektedir.	Yayımlanmaktadır.
İsrail	"Yıllık Rapor" ile birlikte ekonomik gelişmeleri anlatan ek bir mektup Hükümete gönderilir.	Enflasyon Raporu (6 aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmamaktadır
İsveç	Hedeften sapma durumunda özel bir eylem planı yok. Ancak Merkez Bankası'nın Parlamento'ya yılda iki kez rapor sunması ve yayımlanan Enflasyon Raporu bu kapsamdadır. Hedeften sapma durumunda 2 yıl içinde hedefe tekrar yakınsanması gerekmektedir.	Enflasyon Raporu (3 aylık)	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. Oylama sonucu da açıklanmaktadır.	"Working Paper"larda yayımlanmaktadır.

**Tablo 3.4.3.1:** Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde hesap verebilirlik ve iletişim  
Kaynak: TCMB



ÜLKELER	HESAP VEREBİLİRLİK - HEDEFTEN SAPMA	İLETİŞİM ARAÇLARI: Raporlar	İLETİŞİM ARAÇLARI: Toplantı Özetleri	MODELİN YAYIMLANMASI
<b>İsviçre</b>	Hedeften sapma durumunda özel bir eylem planı yok. Ancak Hükümet ile yaptığı görüşmeler, Meclis'e sunduğu rapor ve yayımladığı diğer raporlarla hesap vermekte.	Para Politikası Raporu (3 aylık) Enflasyon Tahminleri (3 aylık) Para Politikası Değerlendirmeleri (3 aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmaktadır.
<b>İzlanda</b>	Merkez Bankası, sapmanın nedenlerini, hedefi yakalamak için alınan önlemleri ve gerekli süreyi belirten bir raporu Hükümete göndermek zorundadır. Bu rapor aynı zamanda kamuoyuna açıklanmaktadır.	Para Politikası Bülteni (3 aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Enflasyonun tahminine ilişkin modeller "Working Paper"larda yer almaktadır.
<b>Kanada</b>	Para Politikası Raporu'nda hedeften sapmanın nedenleri, hedefi yakalamak için alınan önlemler ve buna ilişkin gerekli süre belirtilmektedir.	Para Politikası Raporu ya da Para Politikası Raporu Güncellemesi (3 aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmaktadır.
<b>Kolombiya</b>	Hedeften sapma durumunda Merkez Bankası'nın hukuki bir yükümlülüğü yok. Ancak Merkez Bankası sapma ile ilgili gerekli açıklamaları yapar.	Enflasyon Raporu (3 aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Bütün modeller yayımlanmamaktadır. Ancak temel model niteliğindeki aktarım mekanizması modeli yayımlanmaktadır.
<b>Kore</b>	Yasal bir yükümlülüğü yok. Ancak, Parlamento'ya altı ayda bir yapılan sunumlarda gerekli açıklamalar yapılır.	Para Politikası Raporu	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.	Yayımlanmamaktadır.
<b>Macaristan</b>	Merkez Bankası Başkanı hedefe ulaşılama nedenlerini Parlamento'ya açıklamak ile yükümlüdür.	Enflasyon Raporu (3 aylık)	Toplantı özetleri, 2 hafta içinde yayımlanmaktadır. Özetlerde, Kurul'un ekonomik koşullar ve faiz kararları konusundaki değerlendirmelerine yer verilmektedir. Oylama sonuçları da açıklanmaktadır.	Model hakkında teknik olmayan bilgiler ve benzer diğer modeller yayımlanmaktadır. Ancak model hakkında daha detaylı ve teknik bilgilerin yayımlanması planlanmaktadır.
<b>Meksika</b>	Enflasyon Raporu'nda hedeften sapma ile ilgili gerekli açıklamaları yapmaları gerekmektedir. Parlamento'ya ek sunum yapılabilir.	Enflasyon Raporu (3 aylık), Para Programı (Yıllık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır. Para politikası kararına ilişkin yapılan basın duyurusunda ayrıntılı açıklama yer almaktadır.	Yayımlanmamaktadır.

**Tablo 3.4.3.2:** Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde hesap verebilirlik ve iletişim  
Kaynak: TCMB

ÜLKELER	HESAP VEREBİLİRLİK - HEDEFTEN SAPMA	İLETİŞİM ARAÇLARI: Raporlar	İLETİŞİM ARAÇLARI: Toplantı Özetleri	MODELİN YAYIMLANMASI
Norveç	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.	Enflasyon Raporu (4 aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamasına rağmen toplantı sonrasındaki basın açıklamalarında, toplantıda ele alınan konulara ve farklı görüşlere yer verilmektedir.	Modellere temel teşkil eden denklemler ve modellerin kullanım alanları yayımlanmaktadır.
Peru	Hedeften sapma durumunda özel bir eylem planı yok. Ancak Enflasyon Raporu'nda hedeften sapma ile ilgili gerekli açıklamalar yapılır.	Enflasyon Raporu (4 aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmamaktadır.
Polonya	Hedeften sapma durumunda hukuki bir yükümlülüğü yok. Ancak Merkez Bankası, Parlamento'ya gerekli açıklamaları yapmaktadır.	Enflasyon Raporu (3 aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır. Ancak oylama sonuçları Enflasyon Raporu'nda yer almaktadır.	Yayımlanmaktadır.
Romanya	Hedeften sapma durumunda hukuki bir sorumluluğu yok. Yıllık raporda gerekli açıklamalar yapılır.	Enflasyon Raporu (3 aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Kullanılan modellere ilişkin çeşitli açıklamalar yapılmaktadır; ancak modelin kendisi açıklanmamaktadır.
Şili	Hedeften sapma durumunda Merkez Bankası'nın hukuki bir sorumluluğu yok.	Para Politikası Raporu (4 aylık)	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.	Yayımlanmaktadır. Enflasyon Hedeflemesi uygulaması başladıktan 3 yıl sonra model yayımlanmıştır.
Tayland	PPK, hedeften sapmanın nedenleri, hedefi yakalamak için alınması gereken önlemleri ve buna ilişkin gerekli süreyi kamuoyuna açıklamakla yükümlüdür.	Enflasyon Raporu (3 aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmaktadır.
Türkiye	Belirgin sapma durumunda Enflasyon Raporu ve sunumlarla kamuoyuna açıklama yapılacaktır. aşırı sapma ( $\pm 2$ ) durumunda Hükümete rapor sunulacak ve kamuoyuna açıklama yapılacaktır.	Enflasyon Raporu (3 Aylık)	Toplantı özetleri 5 iş günü içinde yayımlanacaktır. Toplantı özetlerinde; ekonomiye, enflasyon ve görünüme ilişkin değerlendirmelere yer verilecektir.	Bu aşamada bir model yayımlanmayacaktır.
Yeni Zelanda	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.	Para Politikası Bildirisi (3 Aylık)	Toplantı özetleri yayımlanmamaktadır.	Model yayımlanmamaktadır. Modelden elde edilen sonuçlar yayımlanmaktadır.

**Tablo 3.4.3.3:** Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde hesap verebilirlik ve iletişim

Kaynak: TCMB

## **BÖLÜM 4**

### **TÜRKİYE EKONOMİSİ VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ**

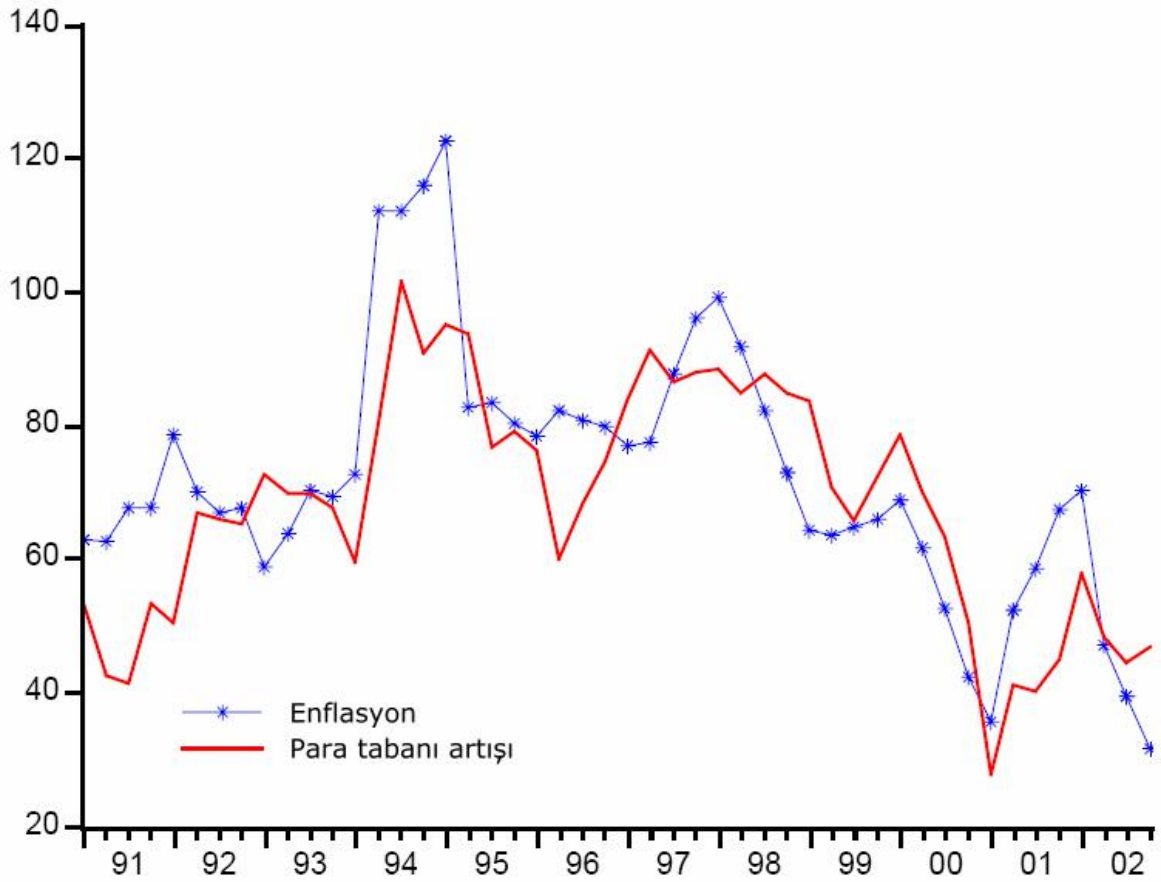
Bu bölümde Türkiye’de enflasyonun gelişimi, 1999-2001 döneminde gelişen önemli ekonomik olaylar, bu dönemdeki oluşan krizler sonucunda TCMB’nin yapısal değişimi ve bunu sağlayan Merkez Bankası Kanunu değişiklikleri özetlenecek ve 2006 yılında Türkiye’de uygulanmaya konulması beklenen tam enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye’de başarılı olup olamayacağı tartışılacaktır.

#### **4.1. Türkiye’de Enflasyonun Yapısı**

Türkiye ekonomisi 1970’lerden itibaren kronik yüksek enflasyonla karşı karşıya kalmıştır. Bu tarihten itibaren devamlı artan bir trend içinde olan enflasyon 1994 yılında döviz piyasalarındaki kriz sonrasında % 120 oranı ile doruk noktasına ulaşmıştır. 1970’lerde % 35 civarında gerçekleşen enflasyon finansal serbestleşme sonrasında 1980’li yıllarda % 43’lere ve 90’lı yıllarda % 74’lere tırmanmıştır.

Türkiye’de enflasyonun kronikleşmesinin en önemli sebeplerinden birisi ücret ve fiyatların belirlenmesinde geçmiş enflasyon oranlarının belirleyici olması ve geçmişe yönelik endeksleme alışkanlıklarının toplumun her kesimine yayılmasıdır. Bu enflasyonist beklentilerin hükümetlerin siyasi amaçlı genişletici para politikaları ile desteklenmesi ikinci önemli kronik enflasyon sebebi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Gerçekten de Türkiye gibi yüksek enflasyon problemi yaşayan ülkelerde parasal büyüklüklerin artış oranı ile fiyat endekslerinin artış oranı arasında çok önemli bir doğrusal ilişki mevcuttur (Domaç, 2003, s. 10). Aşağıdaki şekilde bu ilişki görülmektedir.



**Şekil 4.1.** Türkiye’de Para tabanı artışı ve enflasyon 1991-2002

Kaynak: Domaç, 2003

## 4.2. Türkiye’de Enflasyonun Gelişimi

Türkiye’deki finansal serbestleşme döneminde gelişen enflasyonu üç ana dönem altında toplayabiliriz.

1. 1980-1989 Dönemi
2. 1989-1994 Dönemi
3. 1994-1999 Dönemi

### 4.2.1. 1980-1989 Dönemi

Bu dönem ihracata dayalı büyüme modelinin uygulandığı ve finansal serbestleşmenin başladığı dönemdir. Artan ödemeler dengesi açıkları ve kamu iktisadi kuruluşlarının borçları 1977 yılından başlayarak Türkiye’yi bir döviz finansmanı krizine sürüklemiştir. Bunun sonucunda Türkiye 24 Ocak 1980 tarihinde IMF destekli istikrar programını uygulamaya koymuştur. Bu program klasik Ortodoks IMF tabanlı istikrar programlarından farklı değildir. Sıkı para politikası uygulamaları ve ücretlerin düşürülmesi ile

yurt içi talebin azaltılması yoluna gidilmiş ve enflasyon kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Program ulusal ekonominin kaynak dağılım mekanizmalarında piyasa fiyatlarının belirleyici olmasını ve mal ve hizmet ihracatını arttırmaya yönelik uygulamaları da içermektedir. Bu strateji çerçevesinde devalüasyona gidilmiş ve bunun yanında yoğun devlet teşvikleri ile imalat sanayi ihracata yönlendirilmiştir.

1980 sonrası dönemin en belirgin özelliklerinden birisi Türk Lirasının değerinin düşük tutularak ihracatın fiyat avantajı yolu ile teşvik edilmeye çalışılması olmuştur. Ancak bu strateji 1980'li yılların başında uygulamaya konulan istikrar programının enflasyon üzerindeki olumlu etkilerini azaltmış ve enflasyon artma eğilimine girmiştir. Bu dönemde bütçe açıklarının finansmanında senyoraj gelirleri önemli rol oynamış, “ılımlı” oranlarda sürdürülen yurt içi enflasyon yoluyla kamu kesimine senyoraj geliri aktarılmıştır. Dışa açılım dönemi olan 1980'li yıllarda kamunun ihracat teşvikleri ve dış borç servisinin yükü sebepleriyle kamuya monetizasyon aracılığı ile gelir sağlanması ve devalüasyonist kur politikaları nedeniyle enflasyonist süreç devam etmiştir.

1986 yılından itibaren Türkiye'de merkez bankacılığında da önemli değişimler yaşanmaya başlamıştır. 1986 öncesi para otoritesi doğrudan müdahalelerle kamu ve özel sektörün harcama ve portföy yapılarını kontrol etmekteydi. 1986'dan itibaren TCMB modern merkez bankacılığı işlevlerini yerine getirebilmek ve para politikalarını etkin şekilde piyasa mekanizmaları çerçevesinde uygulayabilmek amacıyla dolaylı para politikası araçlarının kullanılmasına ilişkin kurumsal alt yapı düzenlemelerini hızlandırmıştır. Bu amaçla, Nisan 1986'da TCMB nezdinde açılan Bankalar Arası Para Piyasası'nın ardından Şubat 1987'de Açık Piyasa İşlemleri Bölümü kurulmuş, ve TCMB finansal piyasaları yönlendirmeye başlamıştır.

Bu piyasalar aracılığı ile bir çok yeni finansal enstrüman kullanılabilir olmasına rağmen, sermaye piyasalarının sığ olması sebebi ile sadece hazine bonoları ve devlet tahvilleri kullanılmıştır. Açık piyasa işlemleri ile TCMB piyasadaki likiditeyi repo, ters-repo, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemleri yaparak, kontrol etmeye başlamıştır. TCMB'nin bu işlemleri piyasada mümkün olduğunca az görünerek, diğer bir deyişle işlemlerin iki taraflı olmasına özen göstererek ve imkanlar el verdiğince işlemlere taraf olmayarak gerçekleştirdiğini belirtmiştir (Usta, 2003, s. 43).

#### 4.2.2. 1989-1994 Dönemi

1988 yılına gelindiğinde gerekli seçici yatırımları sağlayamayan ve iç talebi kısımaya yönelik olan uygulamalar ülkeyi resesyona sürüklemiş ancak enflasyonu düşürememiştir. 1988 yılında imalat sanayi büyüme hızı % 1,6'da kalırken enflasyon oranı ise sıçrama yaparak % 68,8'e çıkmıştır. Bunun yanında Türk Lirası değerlenmeye başlamış ve ihracata yönelik teşvikler de azalmıştır.

1989 yılındaki en önemli ekonomik gelişme Türk Lirası'nın konvertibl hale gelmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Bu yolla Türkiye'ye büyük oranlarda sermaye girişi olmuş ve TCMB rezervlerinde artışlar yaratılmıştır. Ancak sermaye girişleri Merkez Bankası'nın faizler ve kur üzerindeki kontrolünü zayıflatmış ve Türk Lirası değerlenmeye başlamıştır.

Bütün bu gelişmelere koşturularak, 1989 sonrası Türkiye ekonomisinin birikim ve yatırım önceliklerinin tamamen uluslararası finans piyasalarının denetimine giren yüksek ulusal faiz ve düşük döviz kuru tarafından belirlendiği görülmektedir. Kriz öncesi dönemde ise kamu kesimi faiz dışı açığı 1989 sonunda % 1,7 iken 1991-1993 döneminde ortalama % 6,4'e yükselmiş ve kamu borç stokunu büyüten bir etki yapmıştır.

1989 -1994 döneminde en çok artan harcama kalemi yüksek miktarlı iç borçlanma nedeniyle faiz ödemeleri olmuştur. 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 edilememiş, 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 Türk Lirası'nın aşırı değerlenmesine yol açmıştır.

Bir anlamda spekülâtif nitelikli kazançların önceliğine dayalı büyüme süreci 1993'ün sonunda başlayan güven bunalımı ile ülkeyi bir krize taşımıştır. TÜFE enflasyon oranları 1991'de % 63, 1992'de % 52 ve 1993'te % 63 düzeyinde gerçekleşmiştir. 1993 yılında ihracat artış oranı sabit kalmasına karşın ithalatta büyük oranda artışlar yaşanmış ve dış ticaret açığı neredeyse ikiye katlanmıştır. Bu dönemde Türkiye ciddi boyutta çifte açıkla (twin deficit) yani hem yüksek miktarlarda bütçe açığı hem de cari açıkla karşı kalmıştır (Usta, 2003, s. 44).

#### 4.2.3. 1994-1999 Dönemi

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. Türk Lirasının 27 Ocak 1994 tarihinde % 13,6 oranında devalüe edilmesinden sonra bile TCMB rezervleri 4 milyar dolar azalmıştır. Ticari bankalar mevduat faiz oranlarını % 15 civarında yükseltirken 3 aylık hazine bonolarında faizler % 90 seviyelerine çıkmıştır. Türk Lirası'nın aşırı değer kaybı, TÜFE enflasyonunu 1994 yılı sonunda % 110,7'ye fırlatmıştır.

Bu krizin hemen ardından kamu borçlanmasını azaltmayı ve ihracatı arttırmayı hedefleyen daraltıcı bir ekonomik program yürürlüğe konmuştur. İstikrar programının temel amacı kamu açıklarını azaltarak ihracatı arttırmak olmuştur. Bu programın finansmanını sağlamak için hükümet 1995 yılı içerisinde IMF ile yeni bir stand-by anlaşması yapmıştır. Ancak Eylül 1995'de gerçekleşen erken genel seçim nedeni ile anlaşma bozulmuştur.

Genel olarak bakıldığında 1994 sonrası kalıcı bir istikrar programı uygulanamamıştır. Özellikle finans piyasalarında oluşan güvensizlik ortamında, büyüme kaynağı olarak sadece kısa vadeli yabancı para girişleri kalmıştır. Fakat 1995 yılından sonra sıcak para girişleri bile çok yüksek reel faiz oranları ile sağlanabilmiştir.

Sonuç olarak, 1990'lı yılların temel özellikleri olarak politik istikrarsızlık, yapısal reformlarda aksama, yüksek reel faizler, hızla artan borç stoku, istikrar sağlayamayan büyüme ve kırılgan bankacılık sistemi sayılabilir. Bu dönemde özellikle bütçe açıklarının kontrol altına alınamaması TCMB'nin fiyat istikrarına odaklanmasını engellemiş, TCMB asıl olarak kurlarda, faiz oranlarında ve finansal piyasalardaki istikrarın korunarak borçların çevrilebilirliğini sağlamaya öncelik vermiştir. Yüksek faizler ve yüksek ve dalgalı enflasyonun olduğu bu dönemlerde uygulanmaya çalışılan sıkı para politikaları, bütçe açıkları kontrol edilemediği için etkisiz kalmış hatta enflasyonist baskıları da artırmıştır.

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 siyasal ortamdaki belirsizlikler ülkeyi yeni finansal çıkmazlara sürüklemiştir (Usta, 2003, s. 47).

### **4.3. Türkiye'nin 1999-2001 Yılları Arasına Uygulanan IMF Programı ve Takip Eden Kriz**

Kasım 1999'da Moody's Türkiye'nin görünümünü pozitifte çevirmesinin altında iki olumlu beklenti yatmaktadır. Birincisi Türkiye'de uygulanacak olan IMF istikrar programı iken ikincisi ise düzelen Türkiye-Avrupa Birliği ilişkileriydi. Türkiye 9 Aralık 1999'da IMF ile Stand-by anlaşması çerçevesinde bir Niyet Mektubu sunmuştur ve 10-11 Aralık 1999'da Helsinki zirvesinde AB genişleme sürecini resmi üyesi olarak lanse edilmiştir.

Bunun sonucunda ülkeye önemli miktarda yabancı sermaye girişi olmuştur. Daha önce default olma ve kur riskini ihtiva eden risk primi Türkiye için çok yüksek iken kur çıpası programı ile kur riski ortadan kalkmış ve IMF programıyla default olma riski azalmıştır. Bunlara bağlı olarak risk primi düşmüş ve 1999 yılında ortalama % 106 olarak gerçekleşen hazine bonusu bileşik faizleri Ocak 2000'de % 37'ye gerilemiştir.

Olumlu hava on ay kadar sürdükten sonra, hükümetin beklenen reformları gerçekleştirmedeki isteksizliği ve ekonomik verilerin kötüleşmesi sebebiyle Kasım 2000'de bir likidite krizi meydana gelmiştir. Bono faizlerinde gecelik faizlerde anormal sıçramalar yaşanmış, 4 Aralık'ta gecelik faizler % 1275 seviyesine ulaşmıştır.

Aralık başında IMF ile yeni bir anlaşma yapılmış, 7,5 milyar dolarlık kredi ek rezerv kolaylığı adı altında Türkiye'ye verilmiş, mali piyasalar rahatlamıştır. Ancak Ocak ayında % 60'lı seviyelere gelen bono faizleri Şubat ayı başında % 70'li seviyelere yükselmeye başlamıştır. Programın işlerliği ve kamu borçlarının döndürülebilirliği ciddi bir şekilde sorgulanmaya başlanmıştır.

Şubat 2001'de Milli Güvenlik Konseyi sırasında Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet SEZER ve Başbakan Bülent ECEVİT arasında yolsuzluklarla savaşma konusunda çıkan bir tartışma sonrasında olayın Başbakan Bülent ECEVİT tarafından kamuoyuna "devlet krizi" olarak lanse edilmesi büyük krizi tetiklemiştir. TL'den kaçış % 7500'lere kadar yükselen gecelik faizlerle bile kontrol altına alınamamış, Türk Lirasına yapılan atak sonrasında para



politikası üzerindeki kontrolün ve uluslararası rezervlerin tümünün kaybedilmesi tehdidi ortaya çıkınca hükümet IMF'nin de desteğiyle kur çıpası rejimini bırakmış ve dalgalı kura geçmiştir. Kasım 2000'den Şubat 2001'e kadar olan dönemde çoğu yabancı sermaye olmak üzere Türkiye'den yaklaşık olarak 17 milyar dolar çıkmıştır (Alper, 2001).

Türkiye'deki krizin kur bazlı istikrar programları uygulamış olan diğer gelişmekte olan piyasalarda gözlenmiş bulunan krizlerle ortak bazı yönleri ve özellikleri vardır. Tipik olarak bu tür programlar dış açığı finanse etmek için sermaye girişine bel bağlarlar ve de enflasyonist beklentileri kontrol altında tutmak için kuru güven veren bir çıpa olarak kullanırlar. Kur çıpası mahalli paranın aşırı değerlenmesine yol açar. Mahalli paranın aşın değerlenmesi başlangıçta arbitraj fırsatlarından yararlanmak isteyen sermaye girişi sağlasa da, daha sonraları ülkenin finansal kırılganlığını pekiştirir. Sonunda sert ve hızlı bir devalüasyon beklentisi ile birlikte hızlı bir sermaye çıkışı gözlenir. Kur bu sefer de diğer istikamette hedef aşımını yapar ve bu arada faiz oranları hızla yükselir.

Meksika, Brezilya ve Rusya gibi bazı ülkeler, mahalli paraların çok büyük ölçüde değer yitirmesine ve bu gibi krizlerin gerekli kıldığı dış ekonomik ilişkilerde yeniden uyumun tüm zorluklarına rağmen, bu tür sert konjonktür dalgalanmaları sonunda kronik fiyat istikrarsızlığını ve yüksek enflasyonu yenebilmişlerdir. Türkiye'nin istikrar programı da başlangıçta aynı patikayı izler görünmüştür. Fakat Türkiye'de dezenflasyon sürecinin çok erken bir safhasında güçlüklerle karşılaşmış, bu da yetkilileri kur çıpasını çok erken bir tarihte terk etme zorunda bırakmıştır. Kriz, enflasyon oranı henüz hala yüksekken oluşmuş ve krizi takip eden şiddetli resesyon dalgası ülkeyi yüksek bir enflasyon oranının sürdüğü bir ortamda yakalamıştır.

Problemlerin ardında yapısal sorunlar ve birçok boyutta (özellikle kamu maliyesinde ve bankacılık sektöründe) zaafların ve kırılganlığın varlığı yatmaktadır. Özellikle bankacılık sektöründe ciddi yapısal sorunlar vardı. Yüksek enflasyona bağlı olarak yüksek risk primi sunan ve dolayısıyla yüksek getiri sağlayan hazine bonolarından elde ettikleri kazançlara bağımlı hale gelmiş olan bankalar, dezenflasyon süreci esnasında kırılgan hale gelmişlerdi. İzlenen politikada örtülü bir çelişki mevcuttur. Kamu maliyesinin durumunu düzeltmek (yani bütçe açıklarını aşağı çekmek) hedefi, büyük ölçüde nominal ve reel faiz oranlarının aşağı çekilmesine bağlı idi. Ama bu, birçok bankayı zor durumda bırakan bir stratejiydi. Üstelik program başlangıcından 18 ay sonra sürüklenen kur çıpasının (crawling peg) terk edileceğini önceden ilan edilmişti. Programın gerektirdiği para ve maliye politikaları tam uygulanmış olmasına rağmen enflasyon hedefi tutturulamamıştır. Neticede programı güçlü kıldığı sanılan

bu faktör ve ilişkiler demeti ters tepmiş, yüksek kalan enflasyon, TL'nin aşırı değerlenmesi, büyüyen cari işlemler açığı ve bankacılık sektöründeki zafiyet bir müddet sonra kurda sert bir düzeltme beklentisinin oluşup yaygınlaşmasına neden olmuştur. Kısaca kur çıpası kullanan benzer istikrar programlarına kıyasla Türkiye'de sermaye girişi dalgasının kısa sürmesi ve kriz vurduğunda enflasyon oranının hala epey yüksekte seyrediyor olmasının temel nedeni işte bu sorunlardı ve program dizaynının kendisinden kaynaklanıyordu.

Başka bazı gelişmekte olan piyasalarda daha evvel yaşanmış bulunan likidite krizleri, Türk programındaki yumuşak kur çıpasına benzer uygulamaların sürdürülebilirliği hakkında uluslararası yatırımcıların duyduğu güveni önemli ölçüde sarsmıştır. Dolayısıyla, yatırımcılar sorun olduğuna dair ilk emareler ortaya çıkar çıkmaz mahalli paradan hızlı bir şekilde kaçma eğilimindeydiler. Türkiye'deki deneyim kur çıpasına dayalı programlarla dezenflasyonu gerçekleştirme olasılığının eskisine kıyasla çok daha düşük olduğunu teyit eder mahiyettedir. Nitekim günümüzün durgunluk içindeki global konjonktüründe gelişmekte olan piyasalarda yabancı sermaye akımlarının davranışı 1990'lann ilk yarısındaki davranış biçimine benzememektedir. Uluslararası yatırımcılar gelişmiş ülkelerde ehven yatırım fırsatlarının azalmasına rağmen, gelişmekte olan piyasalardaki portföylerini genişletmek ve aldıkları riskleri arttırmak konusunda eskisine kıyasla çok daha tedbirli davranmaktadır.

Türkiye'de oluşan krizin diğer gelişmekte olan piyasalardaki örneklerine kıyasla çok daha derin olması, sadece istikrar programının dizaynındaki sorunlardan değil, ayrıca krizin idaresindeki hatalar ve zaafardan kaynaklanmıştır. Programın uygulanması kamu ve özel finansman arasında bir trade-off yaratmışken, tam konvertibilitenin ve artan oranda dolarizasyonun varolduğu bir ortamda kur çıpasından vazgeçip serbest dalgalanmaya geçiş hem kamu hem de özel sektördeki sorunları derinleştirmiş ve ciddileştirmiştir. Kur çıpası uygulaması sırasında (programın başarıyla yürütüleceğine inanarak) kur riskini arttırmış olan kurumlar ve sektörler, doların TL cinsinden fiyatı hızla artınca çok ağır bir darbe yemişlerdir. Paritedeki bu sert hareket ve ona bağlı olarak faiz oranlarında yaşanan hızlı artış, kamunun iç ve dış borç servisinin yükünü önemli ölçüde arttırmıştır. Bu şartlar altında zorunlu olarak uygulanan sıkı para ve maliye politikaları ise, resesyonu derinleştirmiştir. TL'nin hızla değer kaybetmesinden kaynaklanan fiyat avantajına rağmen, 1998 Doğu Asya krizinin ilk safhalarını andırır bir biçimde, ihracat bile önemli bir oranda artmamıştır (2000 yılına kıyasla %14) (Akyüz ve Boratav, 2002, s. 15-16).

Kriz sonrasında eski Dünya Bankası Başkan Yardımcısı Kemal Derviş'in ekonomiden sorumlu Devlet Bakanlığı dönemi başlamıştır. Bu dönemde Türkiye'nin milli

programı olan ‘‘Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’’ hazırlanmış ve Türkiye'nin modern ekonomiler yanında yer alabilmesi için gerekli olan yapısal reformlar gerçekleştirilmiştir. Bu yapısal reformlar arasında enflasyon hedeflemesi için gerekli olan Merkez Bankası Kanunu'nunda da önemli değişiklikler yapılmıştır.

#### **4.4. Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasına Geçiş Doğrultusunda Merkez Bankası Kanununda Yapılan Değişiklikler**

Kanun Değişikliği, 14.01.1970 tarih ve 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu'nun uygulamaya konulduğu tarihten bu yana geçen 31 yılda meydana gelen ekonomik gelişmelerin yarattığı gereksinimler göz önünde bulundurularak ve Avrupa Birliği normlarına uygun merkez bankacılığının gerektirdiği unsurlar gözetilerek şekillendirilmiş ve fiyat istikrarını TCMB'nın temel amacı olarak belirlenmiştir.

Bu doğrultuda kanun TCMB'nı ÷lkede para politikasının belirlenmesi ve uygulanması konularında tek yetkili ve sorumlu tayin etmekte, Banka'nın uygulayacağı para politikasını ve araçlarını bağımsız bir biçimde belirlemesine ve kullanmasına imkan tanımakta ve Merkez Bankası Başkanı, Başkan Yardımcıları, Banka Meclisi Üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkanın önerisi üzerine müşterek kararla belirlenecek bir üyeden oluşan Para Politikası Kurulu oluşturulmasını öngörmektedir. Bu kurul, Hükümet ile TCMB'nın beraber belirleyeceği hedef ve düzenlemelerin saptanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bununla birlikte Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek koşuluyla hükümetlerin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyecektir.

Bu Kanun değişikliği para politikası uygulamaları üzerinde yürürlükten kaldırılan kanunda yer alan bir çok kısıtı da kaldırmış ve yeni imkanlar getirmiştir.

Yeni kanun ile para politikası uygulamasında şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi kavramlar ön plana çıkmaktadır. Örneğin, Merkez Bankası Başkanı'nın, Bakanlar Kurulu'na TCMB'nın faaliyetleri ve para politikası uygulaması ile ilgili yılda 2 kere rapor ve Türkiye Büyük Millet Meclisi Bütçe Plan Komisyonu'na yine yılda 2 kere bilgi vermesi, ayrıca Merkez Bankası'nın hazırlanacak raporlar ile kamuoyunu para politikası uygulaması konusunda aydınlatması ile politika uygulamasında şeffaflık ve hesap verilebilirlik sağlanmıştır.

Buna ek olarak belirlenen enflasyon hedeflerine ulaşılamaması veya ulaşılamama olasılığının ortaya çıkması durumunda hükümetin ve kamuoyunun nedenleri hakkında

bilgilendirilmesi prensibi kabul edilmiştir. Ayrıca, kanun değişikliği ile bankanın bilanço ve kar ve zarar hesaplarının bağımsız kuruluşlarca denetim imkanının açıkça hükme bağlanması da şeffaflığı artıran bir başka unsur olmuştur.

Yeni dönemde temel hedefini gerçekleştirmede etkinliğinin artırılması amacı doğrultusunda ve finansal sistemde istikrarı sağlama görev ve yetkisi çerçevesinde TCMB, mali sistemin alt yapısının güçlendirilmesi ve sistemdeki risklerin belirlenmesi amacı ile çalışmalar yapma ve gerekli tedbirler alma ile yetkili kılınmıştır. Kamu bankalarının mali sistem üzerindeki yükünün giderilmesi ve bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasının yanı sıra, kamu kesimi finansman ihtiyacının azaltılması ve yeniden yapılandırılmasını sağlayacak düzenlemelerin gerçekleştirilmesi, ekonomide etkinliğin artmasını ve fiyat istikrarının sağlanmasını da beraberinde getirecektir. Kanun değişikliği ile devlet iç borçlanma senetlerinin doğrudan alımı da dahil olmak üzere herhangi bir şekilde TCMB'nın Hazine'ye ve kamu sektörüne doğrudan borç vermemesi ilkesi de (ki Maastricht kriterlerinin en önemlilerinden biridir) kabul edilmiştir (Serdengeçti, 2001).

#### **4.5. TCMB'nın 2002-2005 Dönemindeki Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**

TCMB 2002 yılı para politikasını “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak belirlemiştir. Bu rejimde enflasyon hedefi ile uyumlu parasal büyüklükler ikincil hedef olarak göz önünde bulundurulurken, asıl parasal politika belirleyicisi olarak gelecek dönem enflasyonunu etkileyecek gelişmelerin takip edilmesi ve enflasyonun birincil hedef olarak alınması kararlaştırılmıştır.

Bu ikili strateji ile enflasyondaki düşüş sürecinde ve para ikamesi olgusu nedeniyle para talebinin tahminindeki zorlukların ve son yıllarda parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkide görülen zayıflamanın yaratacağı sorunların giderilmesi ve dolayısı ile örtük enflasyon hedeflemesinin para tabanı yanında güçlü bir çapa işlevi görmesi amaçlanmıştır.

Para politikasının asıl politika aracı olarak faizler belirlenmiş ve 2001 yılında olduğu gibi döviz kuru serbest dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu uygulama ekonomik çevrelere bu rejim dahilinde nominal çıpanın kesinlikle enflasyon üzerinde olduğu konusunda açık bir mesaj vermiştir.

2002 yılındaki dalgalı kur politikasında Merkez Bankası kurun seviyesine müdahale etmeyeceğini ve yalnızca oluşacak aşırı dalgalanmaları engellemek için kurların seviyesine yönelik olmayan sınırlı müdahalelerde bulunacağını açıklamıştır. Bunun dışında Merkez

Bankası döviz rezervlerini arttırmaya yönelik şeffaf döviz alım ihaleleri düzenlemiştir (TCMB, 2002, s. 1-5).

2002 yılı için TCMB % 35 enflasyon ve % 3 büyüme öngörüsünde bulunmuştur. Hükümetin mali disiplinden ödün verilmeyeceği konusunda verdiği söz ile uluslararası kuruluşlardan sağlanan güçlü destek ile tutarlı bir ekonomik programın uygulanacağı konusunda güçlenen kanı enflasyonist beklentileri azaltmıştır. İç talep yetersizliği ve ters para ikamesi sonucunda gelişen kurlardaki belirgin gerileme sistemi desteklemiştir. Bu gelişme sonucunda reel faizler % 15 seviyelerine gerilemiştir.

Kasım 2002 tarihinde gerçekleşecek olan erken genel seçim nedeni ile yaz başında kurlar artma eğilimine girmiş, ağustos ayından itibaren tekrar istikrar kazanmıştır. 3 Kasım 2002 tarihindeki genel seçimden sonra iktidara gelen AKP Hükümeti başlanan ekonomik reform hareketlerini devam ettirmiş, tek parti hükümeti ile istikrarlı bir ekonomik program oluşturulacağı konusunda güven artmıştır. Bu artan güven seçim sonrasında önemli bir çıkış yaşayan borsa endeksi ile teyit edilmiştir.

Bütün bunların sonucunda Türkiye 2002 yılında önemli bir başarıya imza atmış ve enflasyon % 31'e, gecelik faiz oranları yıl içinde % 59'dan % 44'e gerilemiş ve ekonomik büyüme % 6,5'e yükselmiştir. 2002 yılındaki başarıyı gölgeleyen tek unsur hedeflenen faiz dışı fazla seviyesine ulaşılamaması olmuştur. Bu sonucu doğuran sebeplerin bir defaya mahsus olmayanlarının ortadan kaldırılması için gerekli çalışmalar yapılmıştır (TCMB, 2003, s. 3-6).

2003 yılında aynı şekilde tam enflasyon hedeflemesine geçilene kadar "örtük enflasyon hedeflemesi" programı benimsenmiştir. Kısa dönem faizler gelecek dönemde beklenen enflasyona odaklı bir şekilde belirlenmiş, para tabanı yine ek bir çıpa vazifesi görmüştür.

2003 yılının ilk çeyreğinde dışsal ve geçici unsurlar ile yükselen enflasyon kamuoyunun programa olan tam güvencesi sayesinde yeniden düşme eğilimine girmiş ve Nisan-Ekim döneminde TCMB 6 kez faiz indirimi yapmıştır. Nisan ayında % 44 seviyesinde olan gecelik borçlanma faiz oranı Ekim ayında % 26 seviyesine gerilemiştir.

Haziran-Aralık döneminde enflasyondaki düşüşte bir çok unsur rol oynamıştır. Bu unsurlar piyasalarda sağlanan görece istikrar ve Türk lirasının yabancı paralar karşısında değer kazanması, verimlilik artışları ve reel ücretlerin seyri sonucunda maliyet koşullarındaki

iyileşme, gıda ve tarım grubu fiyatlarında görülen yavaşlama, kamu kesiminde enflasyon hedefiyle büyük ölçüde uyumlu fiyatlama ve gelirler politikası, iç talep baskısının olmayışı, artan rekabet ortamı ile üretici ve tüketici davranışlarının değişmeye başlamış olması olarak sıralanabilir.

Bütçe disiplini ve enflasyona odaklı bağımsız para politikasının yarattığı etki ve yukarıda sayılan unsurlar başarılı olan 2002 yılından sonra 2003 yılının da aynı başarı ile sonuçlanmasını sağlamıştır. 2003 yılı başında % 20 olması hedeflenen enflasyon % 18,5, % 5 olması hedeflenen büyüme % 5,9 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2004a, s. 1-4).

2002 ve 2003 yılında elde edilen başarılar sonucunda enflasyon beklentileri açısından son derece olumlu gelişmeler yaşanmıştır. 2002 yılında resmi enflasyon tahmini ile beklenti anketleri sonuçları arasındaki fark 15,1 puan iken 2003 yılında bu fark 4,7 puana düşmüş ve nihayet 2004 yılında fark sadece 1,9 puan olmuştur. Enflasyon beklentilerinin resmi tahmine yanaşması 2004 döneminde imzalanacak sözleşmelerde geçerli olacak ücret, fiyat, kira artışı ve faiz oranlarına son derece olumlu katkıları olmuştur.

Bu dönemde para tabanındaki gelişmeler takip edilmekle birlikte enflasyonun düşüş sürecinde para talebinin tahmininde oluşan zorluklar nedeniyle kesin bir hedef olarak değil yalnızca gelecek dönem enflasyonuna dair içerdiği bilgiler sebebiyle bir gösterge olarak takip edilmiştir. Bu yaklaşım TCMB'nın para politikalarını 2002 yılından başlayarak her yıl daha çok tam enflasyon hedeflemesine yaklaştığını kanıtlayan bir göstergedir.

2004 yılında kurumsal değişikliklerin giderek oturması, beklentilerin olumlu yönde değişmesi ve mali disiplinin sağlanması ile yılbaşında açıklanan % 12 olarak açıklanan enflasyon tahmini sonrasında cari enflasyon % 9,3'e gerilemiş ve önemli bir atak yapılarak büyüme % 9,9 olarak gerçekleşmiştir.

2005 yılı başında enflasyon hedefi % 8 olarak açıklanmış ve 2006 yılında tam enflasyon hedefine geçileceği duyurulmuştur. TCMB açıklamasında 2002-2005 yılları arasındaki 4 yıllık dönemde örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin tam enflasyon hedeflemesine tercih edilmesinin sebebini Türkiye Ekonomisinde var olan "mali baskınlık" ve programa olan güven eksikliği ile ilişkilendirmiştir. TCMB'na göre bu 4 yıllık dönemde rejim örtük enflasyon hedeflemesinden tam enflasyon hedeflemesine kademeli olarak yaklaşmış ve 2006 yılında tam enflasyon hedefinin başarılı olabilmesi için gerekli olan altyapı olgunlaşmıştır (TCMB, 2004b, s. 1-4).

#### **4.6. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi İçin Şartlar Uygun mu?**

Bu başlık altında Türkiye’de enflasyon hedeflemesi programının uygulanabilir olup olmadığı tartışılacaktır. Konu iki yönde ele alınacak, birinci olarak tezin 2.3. bölümünde de değinilen enflasyon hedeflemesi ön şartlarının mevcut olup olmadığına bakılacak ve ikinci olarak Türkiye Ekonomisi’nin içinde bulunduğu mevcut koşulların enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşması için yeterli olup olmadığı tartışılacaktır.

##### **4.6.1. Enflasyon Hedeflemesi Ön Koşulları Türkiye’de Mevcut mu?**

Bu çalışmanın 2.3 numaralı bölümünde enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi için mevcudiyeti gerekli olan unsurlardan bahsedilmişti. Bunlardan “ekonomiyi yöneten kurumların fiyat istikrarına odaklanması” ve “politika enstrümanlarının seçiminde bağımsızlık” konularında Türkiye bir sorun yaşamayacaktır. Fiyat istikrarı 3 Kasım 2002 tarihindeki seçimde iktidara gelmiş olan hükümet tarafından birincil hedef olarak ortaya konulmuştur. Bu resmi bir açıklama ile hükümet tarafından kamuoyuna duyurulmuş ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası enflasyon hedeflemesini bağımsız olarak yürütmek için gerekli yetkiyi almıştır.

Merkez Bankası’nın para politikaları geliştirmedeki bağımsızlığı Nisan 2001’de revize edilen ve değişikliklerin yine bu çalışmanın 4.4 nolu bölümünde aktarılmış olan yeni Merkez Bankası Kanunu vasıtasıyla güvence altına alınmıştır. Bu bağlamda politik baskılarla kamu kesimini senyorağa finanse etme ve böylelikle fiyat istikrarı hedefinin gerçekleştirilmesini imkansız hale getirme tehlikesi ortadan kalkmıştır.

2002, 2003, 2004 yıllarında ve 2005’in ilk yarısında gerçekleşen enflasyon performansı TCMB’nin fiyat istikrarına odaklanması ve politika enstrümanlarının seçiminde bağımsızlık konusunda ileriki dönemlerde zorluk çekmeyeceğini teyit etmektedir.

Enflasyon hedeflemesi için bir diğer önemli temel şart ise enflasyon hedefi dışında nominal kur çıpalarının var olmamasıdır. 1999 sonunda IMF ile imzalanan Stand-by anlaşması uyarınca Türk Lirası zaman içinde artan bir değişim oranı ile Amerikan Doları ve Euro’nun oluşturduğu bir kur sepetine endekslenmiştir (crawling peg). Kasım 2000 ve daha sonrasındaki Şubat 2001 krizlerinden sonra 21 Şubat 2001’de Türk Lirası serbest dalgalanmaya bırakılmıştır.

Şu anda halen Türkiye’de dalgalı kur uygulaması mevcuttur. Bu uygulama dahilinde Merkez Bankası’nın kısa vadede kurda aşırı oynaklık ortaya çıktığı zaman döviz ihaleleri açarak müdahale etmesi, ancak uzun vadede döviz kuru belirlenmesini piyasadaki arz ve talep dengelerine bırakması gerekmektedir. TCMB kur politikasını 2004 yılı para ve kur politikası genel çerçevesi hakkında basın duyurusunda şu şekilde açıklamaktadır:

“Ekonomimizin giderek daha istikrarlı bir hale gelmesinde, ve iç ve dış şoklara karşı duyarlılığının eskisine kıyasla azalmasında dalgalı kur rejiminin önemli bir paya sahip olduğu çoğu kesimce artık kabul edilen bir gerçektir. 2001 yılında kimi çevrelerce “bizde olmaz” denilen dalgalı kur rejiminin (ki dünyada yaklaşık 82 ülkede uygulanmaktadır) artık oturmaya başladığı görülmektedir. Aynı zamanda, sabit/öngörülebilir kur rejimlerinde bir politika aracı, dolayısı ile “neden” olan döviz kurunun şimdi ekonominin temelleri, uygulanan istikrar programı ve bekleyişlerin, özellikle de ödemeler dengesi bekleyişlerinin bir sonucu olarak ortaya çıktığı anlaşılmıştır. Bu noktada Merkez Bankası’nın kur politikasına ilişkin kamuoyunda kimi zaman tartışmalara neden olan iki noktaya bir kez daha açıklık getirmekte yarar görülmektedir.

Birinci nokta oynaklık müdahalelerine ilişkindir. Döviz kurlarındaki aşırı oynaklığı mekanik bir yolla ölçmeye çalışmak doğru değildir. Sözgelimi, sadece yakın geçmişteki oynaklık verilerine bakılarak merkez bankalarının müdahale zamanlamasının kestirilmeye çalışılması çok da sağlıklı bir yaklaşım olmayacaktır. Zira merkez bankaları atacakları adımların ileride yaratacakları etkilerini de dikkate almak zorundadırlar. Bu çerçevede, “Oynaklık kriterinde samimi ise Merkez Bankası’nın müdahale etmesi gerekirdi” ya da aynı yaklaşımlar ile “Son müdahale oynaklık nedeniyle yapılmadı. Merkez Bankası seviyeye bakarak müdahale etti” şeklindeki yargılar, sadece geçmiş oynaklık verilerine bakılarak oluşturulduğu sürece yanlış ve haksız olacaktır.

Merkez Bankası yakın geçmişteki ve cari dönemde kurlarda oluşan oynaklığın büyüklüğü kadar, müdahale ettiği ve etmediği koşullarda ileride oluşacak oynaklıkların büyüklüğünü öngörmeye çalışmakta ve müdahale kararlarını buna göre almaktadır.

İkinci nokta ise döviz alım ihaleleri ile ilgilidir. Saf haldeki bir dalgalı kur rejiminde kuramsal olarak döviz rezervlerinin düzeyinin bir öneminin olmaması gerekir. Buradan yola çıkılarak Merkez Bankası’nın bir taraftan dalgalı kur rejimi uyguladığını söylemesi diğer yandan da döviz alım ihaleleri yoluyla rezervlerini arttırması ilk bakışta bir çelişki olarak algılanabilir. Oysa ortada bir çelişki yoktur, Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde,



karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesinde, dış borç servisinin düzenli olarak gerçekleştirilmesinde ve uluslararası finans çevreleri ile uluslararası piyasalarda ülkeye duyulan güvenin artmasında, güçlü döviz rezervi pozisyonu katkı sağlamaktadır.

Türkiye'nin içinde bulunduğu coğrafya, dış borç servisi ve Merkez Bankası nezdinde tutulan ve Merkez Bankası'nın yurtdışındaki vatandaşlarımıza yükümlülüğü olan döviz mevduatları da dikkate alındığında, dalgalı kur rejimi de uygulanıyor olsa döviz rezervlerinin düzeyi önem kazanmaktadır. Tabii ki bu önem, sabit kur rejiminde ya da öngörülebilir kur rejiminde olduğu kadar büyük değildir.

Döviz alım ihaleleri ile ilgili dikkate alınması gereken bir diğer nokta, geçmişteki istikrarsız yapıya bağlı olarak ve yılların birikimi sonucunda oluşan ekonomik birimlerin döviz cinsinden varlıklarıdır. Dolarizasyon olarak adlandırdığımız bu olgunun, arkasındaki temel neden olan bozuk iktisadi yapının kökten değişmeye başlaması ile birlikte ve zaman içinde giderek belirginleşen bir şekilde önemini yitirmesi beklenir. Bu da ters dolarizasyon süreci olarak adlandırılabilir.

Burada önemli bir ayrımın altını çizmek gerekmektedir. Bu ayrım, “ters stok dolarizasyonu” ve “ters akım dolarizasyonu”dur. Ters dolarizasyon sürecinin ilk başlarında ve belki de uzunca bir süre daha çok ters akım dolarizasyonunun gerçekleşmesi beklenmelidir. Diğer bir deyişle, ekonomik birimlerin portföylerinde tuttıkları döviz cinsinden mali varlıklarda bir azalış olmasa bile, döviz cinsinden mali varlıkların reel olarak değeri, sözgelimi milli gelire oranı, zaman içinde azalabilir ve önemsiz bir düzeye inebilir. Eğer, aynı dönemde yerli para cinsinden mali varlıklarda tam tersi bir olgu gözleniyorsa, bu durumda ters akım dolarizasyonu gerçekleşiyor demektir. Bunun bir diğer anlamı, görelî döviz talebinin azalıyor olmasıdır.

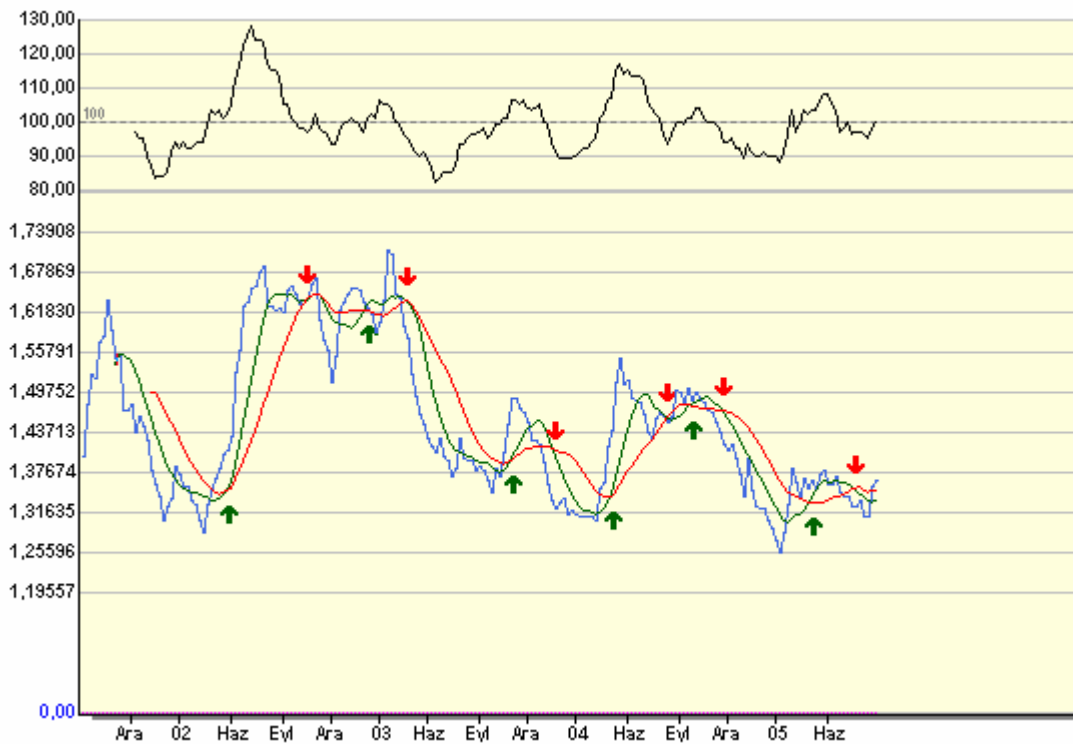
Öte yandan, döviz cinsi mali varlık stoklarının çözülmesi ise hem görelî döviz arzının artması hem de döviz talebinin azalması anlamına gelecektir. Her iki durumda da, belli bir fiyat düzeyinde, bir döviz arz fazlasının oluştuğu söylenebilir. Dolayısıyla, Merkez Bankası sadece stok değerlerine bakarak döviz alım ihalelerine karar vermemektedir.” (TCMB, 2004, s. 7-8)

Tezin 2.3.3. bölümünde açıklandığı gibi enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli beş temel şartından biri enflasyon dışında herhangi bir nominal çıpanın mevcut olmaması gereğidir. Eğer kamuoyunda nominal çıpanın enflasyondan döviz kuru üzerine kaydığı

konusunda soru işaretleri oluşursa sistem güven kaybına uğrayacak, yapılan müdahaleler enflasyon hedeflemesi rejimi doğası gereği açık olmayacağı için şeffaflık önemli yara alacaktır.

Mayıs 2005 itibariyle TCMB'nin 2002 yılından bu yana güttüğü kur politikaları bazı kesimler tarafından Merkez Bankası'nın yukarıdaki açıklamasından farklı şekilde yorumlanmaktadır. Türkiye ekonomisindeki rolü itibariyle Merkez Bankası doğal olarak güçlü döviz rezervlerine sahip olmak durumundadır. Bu güçlü rezervi koruyup arttırmak için ters para ikamesi sürecinde döviz arzı fazlası durumunda şeffaf döviz alımı ihalelerine başvurmak zorundadır.

Ancak diğer tarafta döviz alım ihaleleri dışında kura yapılan müdahalelerde müdahalenin aşırı dalgalanma anında değil de belli seviyelerde gerçekleştiği yönünde ekonomik çevrelerde bir kanı oluşmuştur. Aşağıdaki grafikte 2001 Eylül ayından bu yana Amerikan Doları kurundaki değişimler gözükmektedir.



**Şekil 4.1.** Eylül 2001 – Ağustos 2005 USD/YTL grafiği

Kaynak: [www.paragaranti.com.tr](http://www.paragaranti.com.tr)

Bu grafikte görünen Merkez Bankası Amerikan Doları alımlarının yaklaşık 1,3 YTL/\$ seviyesinden geldiğidir.

Ani oluşan, ekonomiye ve enflasyon hedeflemesi rejimine zarar veren sert ve spekülâtif dalgalanmalara kısa vadeli müdahaleler yapılmalıdır; ancak bu müdahaleler orta ve uzun vadede kuru belirleyecek nominal bir çıpa durumuna gelmemeli ve kur uzun vadede piyasa şartlarında belirlenmelidir.

Bu konuda Merkez Bankası'ndan yapılan tek açıklama döviz kurlarındaki aşırı oynaklığı mekanik bir yolla ölçmeye çalışmanın doğru olmadığı ve sadece yakın geçmişteki oynaklık verilerine bakılarak merkez bankalarının müdahale zamanlamasının kestirilmeye çalışılmasının çok da sağlıklı bir yaklaşım olmayacağıdır. Döviz piyasasına yapılan bu doğrudan kur müdahalelerinin mantığı veya gerekliliği kamuoyuna anlatılmalıdır.

Tam enflasyon hedeflemesine geçilecek olan 2006 yılında bu müdahalelerin daha şeffaf ve kamuoyunu müdahalenin oynaklık sebebi ile yapıldığını, seviyenin önem arz etmediğini ikna edecek şekilde gerçekleşmesi finansal çevreleri çıpanın enflasyon üzerinde olduğu ve döviz kuru üzerinde herhangi bir çıpanın mevcut olmadığı konusunda ikna edebilecek ve bu şekilde programın gelecek dönemlerdeki başarısı için sağlam temeller oluşturulabilecektir.

Konu şeffaflık ve hesap verebilirlik yönünde ele alındığında orada da çok müspet gelişmeler olduğu görülmektedir. Enflasyon hedeflemesinde şeffaflığın yılın belli dönemlerinde kamuoyuna açıklanan enflasyon raporları ve koyulan hedeflerin basit ve kamuoyu tarafından rahat kavranabilir olması ile sağlanabileceği daha önce belirtilmişti. TCMB Haziran 2000 tarihinden beri enflasyon raporları yayınlamaktadır. Bazı enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin henüz enflasyon raporu yayınlamamış olmaları göz önüne alındığında Merkez Bankası'nın şeffaflık konusunda çok önemli bir yol kat ettiği söylenebilir. Şeffaflığın beraberinde getirdiği rasyonel politika uygulama zorunluluğu TCMB'nin aynı anda hesap verebilirliğini arttırmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel özellikleri incelenirken belirtildiği gibi, merkez bankalarının bağımsızlığını kazanması enflasyon hedeflemesi için gerekli, ancak tek başına yeterli bir koşul değildir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin diğer politikalardan (özellikle de maliye politikasından) bağımsız olarak düzenlenebilmesine ilişkin bir ön koşul olan, TCMB'nin bağımsızlığını fonksiyonel hale getirebilmek için maliye politikalarının disiplin altına alınması gerekmektedir.

Bu bağlamda, mali baskınlığa yani maliye politikasının para politikası uygulamaları üzerinde yönlendirici veya sınırlandırıcı bir etkisinin varlığına ilişkin önemli bir belirtinin

olmaması enflasyon hedeflemesinin de bir temel koşuludur. Başka bir ifadeyle, kamu kesimi borç ve açıklarının ve bunların finansman yöntemlerinin monetizasyon olasılığı yaratmayacak biçimde olması, devletin senyorej gelirin çok düşük olması, finans piyasalarının devlet borçlarının karşılanması için yeterli derinliğe sahip olması gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin ön şartlarını yerine getirmek isteyen bir ülke önemli mali baskınlık semptomları göstermemelidir. Mali baskınlık ülkenin para politikalarının yönetimini kontrol etmemeli ve bu mali yapı para politikasını ciddi bir şekilde sınırlandırmamalıdır. Genel olarak kamu sektörünün merkez bankasından doğrudan borçlanması çok az ya da hiç olmamalı, devletin gelirleri hükümetleri sistematik ve önemli miktarlarda senyorej gelirlerine muhtaç etmeyecek kadar yeterli olmalı ve yerel sermaye piyasaları kamu ve özel sektör borçlarını absorbe edebilecek derinliğe sahip olmalıdır.

Bir ülkede mali baskınlığın mevcudiyetini tespit etmek için çeşitli rasyolara başvurmak gereklidir. Bunlar Kamu Bütçe Açığı (KBA)/GSYİH, Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi (KKBG)/GSYİH, KKBG/GSMH veya KKBG/M (M, geniş tanımlı para arzını temsil etmektedir) gibi rasyolardır. Bu oranların düşmesi mali baskınlığın azalmasına, yükselmesi mali baskınlığın artması anlamına gelmektedir. Mali derinliğin ölçülmesinde ise temel olarak M2/GSYİH oranı kullanılmaktadır. Buradaki oranların yükselmesi mali derinliğin artmasına, düşmesi ise mali derinliğin azalmasına yani mali derinliğin sığ olmasına işaret etmektedir.

Mali derinliğin sığ olması mali baskınlığın gücünü artıran olumsuz bir durumdur. Mali baskınlığın (KKBG/GSYİH oranları) aynı olduğu iki ülkede olumsuz etkisi mali derinliğin az olduğu ülkede çok daha fazla hissedilecektir. Mali piyasaların derin olması kamunun daha düşük faiz ile borçlanmasını ve dolayısıyla borçların sorunsuz bir şekilde çevrilmesini sağlayacaktır. Böylece mali üstünlüğün yarattığı olumsuz etki önemli ölçüde azalacaktır.

Bu oranlara ek olarak Avrupa Birliği üyesi olan ülkelerin parasal birliğe girebilmeleri için yerine getirmeleri gereken kriterlerden biri, sürdürülebilir bir mali pozisyonudur. Maastricht Anlaşması'nda sürdürülebilir mali pozisyon için, kamu kesimi açıklarının milli hasılaya oranı maksimum % 3, toplam borçların milli hasılaya oranı ise maksimum % 60 olarak belirlenmiştir

Türkiye ekonomisi için son dönemlerde yukarıda ifade edilen bu oranlar aşağıdaki tabloda görülmektedir.

	M2/GSMH (%)	KBA/GSYİH (%)	KKBG/M2 (%)	KKBG/GSMH (%)	İBS/GSMH (%)	DBS/GSMH (%)	TBS/GSMH (%)
1991	18,27	-5,28	55,61	10,16	15,1	33,2	48,3
1992	16,58	-4,30	63,76	10,57	17,6	34,7	52,3
1993	14,62	-6,70	82,13	12,01	17,9	37,0	54,9
1994	16,53	-3,91	47,77	7,89	20,6	50,1	70,7
1995	16,17	-4,03	30,92	5,00	17,3	42,6	59,9
1996	18,71	-8,27	46,20	8,64	21,0	43,1	64,1
1997	17,91	-7,63	42,90	7,68	21,4	43,6	65,0
1998	20,29	-7,28	46,21	9,37	21,7	47,0	68,7
1999	28,86	-11,86	53,77	15,52	29,3	55,3	84,6
2000	26,13	-10,93	45,09	11,78	29,0	58,9	87,9
2001	26,62	-17,45	61,56	16,39	69,2	78,9	148,1
2002	22,25	-14,82	57,01	12,68	54,5	71,3	125,8
2003	22,69	-11,43	38,45	8,72	54,5	60,8	115,3
2004	25,49	-7,04	23,14	5,90	52,3	53,6	105,9

**Tablo 4.6.1:** Türkiye Ekonomisi'nin mali üstünlük, mali derinlik ve borç stoku ile ilgili oranlar.

**Kaynak:** TCMB web sitesi ([www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)) EVDS verileri ve Hazine web sitesi ([www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr))

Bu verilerin mali derinlik ve mali üstünlük ve Maastricht kriterleri açısından olumlu olduğunu söylemek mümkün değildir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan diğer ülkelerdeki benzer kriterleri Türkiye ile karşılaştırdığımızda karşımıza olumsuz bir tablo çıkmaktadır.

Aşağıdaki tabloda enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesi rejimine geçtikleri yıldaki mali derinlik ve bütçe açıkları ile ilgili oranlar bulunmaktadır.

ÜLKELER	YIL	M2/GSYİH (%)	KBA/GSYİH (%)	TÜFE (%)
Yeni Zelanda	1990	65	4	6
Şili	1991	39	2	22
Kanada	1991	51	-4	6
İsrail	1992	69	-4	12
İngiltere	1992	98	-5	4
İsveç	1993	98	-5	4
Avustralya	1993	61	-3	2
Peru	1994	18	3	24
Çek Cum.	1998	66	-2	11
G. Kore	1998	58	-3	7
Polonya	1998	40	-1	12
Meksika	1999	26	-2	17
Brezilya	1999	31	-1	5
Kolombiya	1999	26	-6	31
İsviçre	2000	130	1	2
G. Afrika	2000	56	-2	5
Tayland	2000	105	-2	2
İzlanda	2001	46	-2	6
Norveç	2001	52	-2	3
Macaristan	2001	47	-3	9
Filipinler	2002	59	-4	3

**Tablo 4.6.2:** Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin mali derinlik ve bütçe açıkları  
**Kaynak:** Akyazı, 2004, s. 228

Verilerden de anlaşılacağı gibi Türkiye mali derinlik açısından yukarıda sayılan ve aralarında ekonomileri parlak durumda olmayan gelişmekte olan ülkelerin de bulunduğu enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler arasında sadece Kolombiya, Meksika ile aynı ve Peru'dan iyi durumdadır.

Son yıllarda Türkiye'deki finansal piyasaların gelişmesi sonucunda 90'lı yılların başındaki % 18'lik M2/GSMH oranlarından 2004'de % 25'lik seviyelere gelinmiş, mali piyasaların derinleşmesi sağlanmıştır. Fakat bu oran yukarıdaki tablolarda da görüldüğü üzere dünya ortalamalarının çok altındadır.

Kamu açıklarının iç borçlanma ile finanse edilmesi, sık piyasalar üzerinde baskı yaratmakta ve bunun sonucunda piyasa faiz oranları çok yüksek seyretmektedir. Faiz oranlarının yüksekliği, hem kamunun hem de özel sektörün borçlanma maliyetinin artması anlamına gelmektedir. Piyasa faiz oranlarının yüksekliğinin yanı sıra piyasaların istikrarsız

olması, enflasyon hedeflemesi rejimi açısından çok sakıncalı bir durum yaratacaktır. Zira enflasyon hedeflemesinde kısa vadeli faiz oranları, enflasyonla mücadelede Merkez Bankası'nın temel politika aracı durumundadır. Dolayısıyla, bu silahın etkisizliği halinde, enflasyon hedeflemesi uygulamasının başarılı olması mümkün görülmemektedir.

Sığ piyasalardan borçlanmanın önemli bir yansıması da, özel kesime verilen kredi hacminin düşük düzeylerde kalmasıdır. Bunun nedeni, kamunun borçlanma gereğinin yüksekliği nedeniyle ticari bankaların özel kesime kredi vermek yerine kamuyu finanse eder hale gelmeleridir. Böylece mali kesimin asli ve en önemli fonksiyonu olan reel kesimi finanse etme fonksiyonu önemli ölçüde ortadan kalkmıştır. Türkiye'de özel kesime verilen banka kredilerinin GSYİH'ya oranı % 20'ler seviyelerinde kalmaktadır. Bu oran, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelere göre kıyaslandığında çok düşük düzeydedir. Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerden İngiltere, İzlanda, G. Kore, Yeni Zelanda ve İsveç gibi ülkelerde bu oranlar % 100'ü aşmış durumdadır. Diğer ülkelerdeki oranların da, Meksika hariç, Türkiye'ye kıyasla yüksek olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, hem kamunun hem de özel sektörün borçlanma maliyetinin Türkiye'de diğer ülkelere göre çok yüksek olduğu da açıkça izlenebilmektedir (Akyazı, 2004, s. 227).

Tablo 4.6.2'de verilen 21 enflasyon hedefi rejimi uygulayan ülkelere sadece 6 tanesi Maastricht kriteri olan % 3'lük bütçe açığı GSMH oranını tutturamamıştır. Bunların arasında Kolombiya % 6 ile en kötü durumda olmaktadır. Oysa Türkiye'de durum çok daha kötü durumdadır. 2001 kriz yılında BA/GSMH oranı % 17,5 olarak gerçekleşerek en yüksek noktaya ulaşmış, daha sonraki yıllarda GSMH'nin yükselmesi ve sağlanan mali disiplin sayesinde 2004 yılında % 7 seviyesine gerilemiştir. Fakat büyük bir ekonomik performans ile gerçekleşen başarı saydığımız bu oran dahi dünya ortalamasının çok üstündedir ve Türkiye'de mevcut olan mali üstünlüğün en önemli göstergesidir.

Borç stokunun milli gelire oranının yüksek olduğu ekonomilerde düşük enflasyon hedefi, sıkı para politikası ve yüksek faiz, borcun döndürülebilirliğini tehlikeye sokmaktadır. Herhangi bir dış şokla tetiklenen sermaye çıkışları enflasyon hedefi kadar cari açık ve borç finansmanını sektöre uğratar. Tablo 4.6.1'in son üç sütununda Türkiye'nin iç, dış ve toplam borçlarının GSMH'ya oranları bulunmaktadır. Oldukça yüksek olan bu oranları özel sektörün dış borçlarının arkasında hazine garantisi olmadığı için özel sektör dış borçlarından arındırmak gerekir. Türkiye'nin 2005 yılbaşı itibariyle toplam iç borçları yaklaşık 174 milyar USD, özel sektör dış borçlarından arındırılmış dış borcu yaklaşık 86 milyar USD'dir. Bunu

2004'ün GSMH ile oranlarsak Türkiye'nin toplam borç stoku / GSMH oranı yaklaşık olarak % 82 seviyesinde yer alır.

Yakın geçmişe kadar borç stoku ve borç yükünü ölçmekte bu yöntem kullanılmaktaydı. Bugün bu yöntem halen kullanılmakla birlikte Maastricht Kriterleri arasında yer alan kamu kesimi borç yükü hesaplamasında kamu kesiminin borçlarından alacaklarının düşülmesi esası öngörülmekte ve daha yaygın hesaplama biçimi olarak kamu kesimi net borç yükü hesaplanmaktadır.

Bu hesaplamada kamunun borcundan alacakları düşülmekte ve kamu kesimi net borç toplamı hesaplanmaktadır. Merkez Bankası net varlıkları (Merkez Bankası'nın kamu kesiminden ve bankalardan net alacakları ile net borçları arasındaki fark ve Merkez Bankası'nda bulunan TL ve döviz cinsinden serbest mevduat), kamu kesimi mevduatı, işsizlik sigortası fonunun gelir ve giderlerinin netleşmesiyle bulunan net varlıklar Merkez Bankası'nın net alacaklarını oluşturmaktadır (Eğilmez, 2005). Kamu alacaklarının toplamı yaklaşık olarak 43 milyar USD'dır. Bu miktar kamu kesiminin net borcundan çıkarılıp GSMH'ye oranlandığında ortaya çıkan net toplam borç stoku / GSMH oranı % 68 ile % 60'lık Maastricht kriterlerine aşmakta ve Türkiye ekonomisinde mali üstünlüğün bir göstergesi olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısının karşısında bir engel olarak gözükmektedir.

1990'lı yılların başından bu yana kamu açıklarının giderek artması, kamu kesimi finansman ihtiyacının Türkiye'nin yurtdışında azalan kredibilitesine ve yurtiçinde yaşanan enflasyonist ortama paralel iç borçlanma yoluyla karşılanmaya çalışılması, iç borçlanma araçlarını çeşitlendirerek özellikle bankacılık kesiminde oluşan gelirlerin çoğunun kamudan sağlanması sonucunu doğurmuştur. Kamu kesiminin banka kaynaklarının önemli bir kullanıcısı olması reel sektörü sıkıntıya sokarken, üretim ve kişi başına milli gelirin potansiyel artış imkanının altında kalmasına neden olmaktadır. Bu sorunun ortadan kaldırılması için kamu kesiminin finans piyasalarında büyük miktarlarda kaynak talep eden taraf olarak yer almasının engellenmesi gerekmektedir.

Tablo 4.6.1 baktığımızda kamu kesimi borçlanma gereksinimi GSMH oranına (KKBG / GSMH) baktığımızda 90'lı yıllardaki % 10'lu seviyelerinden 2001 yılındaki % 16,4'lük zirve noktasına yükseldiğini ve 2004 yılında % 5,9'luk değere hızlı bir iniş yaptığını görmekteyiz. Maliye Bakanı Sayın Unakıtan'ın yaptığı açıklamalar doğrultusunda hükümet kanadında bu oranın 2005 yılında % 3,6'a gerileyeceği beklentisi hakimdir.



90'lı yılların başından başlayan KKBG / GSMH oranındaki çıkış trendi 2001 yılında zirve yapıp son bulmuş ve sonrasında 2004 yılındaki % 5,9 seviyeye gerilemiştir. Ancak bu iyileşmenin hangi gelişmelerden kaynaklandığı doğru değerlendirmek çok önemlidir. 2001 yılından bu yana KKBG / GSMH oranındaki iyileşmenin nedeni 2001 yılında krizden çıkan Türkiye'nin GSMH artışında çok iyi bir performans göstermesi ve oluşan güven ortamı sonucunda nominal faizlerde önemli düşüşler yaşanmasıdır. 2004 yılında reel faizler ortalama % 14 civarında gerçekleşmiştir. Bu yüksek oran bütçeye önemli bir faiz yükü getirmeye devam edecektir. 2002-2005 yılları arasındaki gerçekleşen sermaye girişlerine dayalı büyümede azalma olduğun takdirde kamu kesimi finansmanı konusunda önemli zorluklar ortaya çıkabilecektir.

#### **4.6.2. Türkiye Ekonomisi'nin Mevcut Koşulları Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanabilmesi için Yeterli midir?**

Türkiye'de yapısal sorunlardan kaynaklanan ve yıllardır iki haneli seviyelerden aşağıya düşmek bir yana, bazı yıllarda üç haneli seviyelere ulaşan enflasyon oranları Türkiye Ekonomisi'nin en ciddi sorunu olmuştur. Bu sorunu çözmek, kamu borçlarını çevirebilir hale getirebilmek için 2000 yılı itibariyle IMF istikrar programı uygulanmıştır. Nominal çıpanın kur üzerine konulduğu o programda amaç Türk Lirasına güven sağlamak ve enflasyonu tek haneli seviyelere çekmek ve daha sonrasında muhtemelen tam enflasyon hedeflemesi rejimine geçmektir.

Ancak program çalışmamış ve kur çıpası bırakılarak dalgalı kura geçilmiş ve sermaye çıkışları sonunda kurda bir zıplama meydana gelmiştir. Bu kur artışı sonucunda enflasyon rakamlarında kendini göstermeye başlamış ve 2001 yılı sonunda enflasyon % 68,5 seviyesine ulaşmış, oluşan kriz sonucunda büyüme % -9,4 olarak gerçekleşmiştir.

Yapılan reformlar ve uygulanan para politikaları sonucunda 2002 yılı sonu yıllık enflasyon oranı % 29,8 olmuştur. Başarılı enflasyon hedeflemesi uygulamaları sonucunda enflasyon 2003 yılında % 18,5 2004 yılında ise % 9,3 olarak gerçekleşmiştir. İçinde bulunduğumuz 2005 yılında enflasyonda düşüş eğilimi devam etmektedir ve yıl sonu tahmini % 8'dir.

Daha önceki enflasyon değerlerinin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon hedeflemesi uygulamalarından edinilen tecrübeler göstermiştir ki iki haneli enflasyon seviyelerinde uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimleri hedefi tutturmakta zorluk yaşamıştır. Şili gibi gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejimine girildiğinde

belirlenen hedefler enflasyon projeksiyonu şeklinde kamuoyuna bildirilmiş, daha sonra ki safhalarda enflasyon gerilemeye başlayıp hedeflerin ulaşılması olasılığının yükseldiği dönemlerde enflasyon hedefleri gerçek hedef (hard target) olarak beyan edilmiştir. Ancak enflasyon tek haneli seviyelere indikten sonra istikrarlı enflasyon hedefleme programları oluşturulabilmiştir (Mishkin, 2000, s. 7).

Bu açıdan Türkiye’de 2002 yılı başından beri uygulanan “örtük enflasyon hedeflemesi” beklenen sonucu vermiştir ve enflasyon oranı 2005 sonu itibariyle kabul edilebilir seviyelere gerileyecektir. Türkiye’de oluşan şartlar bu açıdan göz önüne alındığında TCMB’nın planladığı gibi 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmek için başlangıç noktası olarak ortada çift haneli yüksek bir enflasyon oranı yoktur. % 8’lik hedefin tutturulması kamuoyunun programa olan inancının bir kez daha teyit edilmesi olacak ve tam enflasyon hedeflemesi rejimi için olumlu bir ortam hazırlayacaktır.

2002 yılından bu yana uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi Türkiye’de mevcut olan 20 yıldır kemikleşmiş enflasyon beklentilerinin kırılmasını sağlamış görünmektedir. Bu dönemde hükümet yumuşak<sup>10</sup> bir enflasyon hedefi dışında parasal büyüklükleri de hedefleyerek tam enflasyon hedeflemesi rejiminin getireceği olumsuzlukları bertaraf etmeyi başarmıştır. Uygulanan bu örtük enflasyon hedeflemesi rejimi tezin 2.4.1 numaralı bölümünde anlatıldığı gibi yüksek üretim dalgalanmalarını önleyen ve yüksek enflasyon seviyelerinden düşük enflasyon seviyelerine yavaş bir geçiş sağlayan esnek enflasyon hedeflemesi uygulaması ile büyük benzerlikler göstermektedir.

Bundan sonraki dönemde Hükümet ve Merkez Bankası daha önce açıkladıkları üzere açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçecek, sadece planlanan enflasyon hedefini gerçekleştirmeyi amaçlayacak, büyüme, istihdam seviyesi veya döviz kuru istikrarı gibi başka hedefleri seçmeyecektir. Bu kurumsal odaklanma açık enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşması için ön şartlardan biridir ve 2006 yılı itibariyle hükümet ve Merkez Bankası tarafından uygulanacaktır.

2001 Nisan ayında gerçekleştirilen Merkez Bankası Kanunu’ndaki değişikliklerle TCMB’nın ana görevi fiyat istikrarının sağlanması olmuştur. Bu bağlamda TCMB’na fiyat istikrarı amacını gerçekleştirmek doğrultusunda kendi enstrümanlarını belirleme özgürlüğü

<sup>10</sup> Şili’de uygulandığı gibi Türkiye’de 2002-2005 döneminde belirlenen enflasyonun rakamsal hedefleri projeksiyonlardan ibaret olup, bu rakamların tutturulamaması durumunda herhangi bir yaptırım içermezler. Bu bağlamda bu hedefler sert ve yaptırım içeren değil yumuşak hedeflerdir.

tanınmıştır. Aynı kanun ile TCMB'nın şeffaflık ve hesap verebilirlik prensibi dahilinde periyodik enflasyon raporları hazırlamaları öngörülmüştür. Bu kanun ile enflasyon hedeflemesi rejiminin şeffaflık ve hesap verebilirlik ve politika enstrümanlarının seçiminde bağımsızlık ön şartları garanti altına alınmıştır. Bu konuda hiçbir problem çıkmayacağı gözükmektedir.

Bu tezin 4.6.1. bölümünde veriler eşliğinde irdelendiği gibi bir çok gelişmekte olan ülkenin de sorunu olan mali üstünlük problemi Türkiye'de de mevcuttur.

Maastricht kriterlerinin öngördüğü toplam kamu borcu GSMH oranı için üst sınır % 60'dır. Türkiye yeni hesaplama metodu çerçevesinde yaklaşık % 68'lik oranla bu sınırlamayı % 13,4 oranında aşmıştır. 2001 krizinden hemen sonra çok daha yüksek olan bu oran daha sonraki yıllarda yakalanan yüksek büyüme oranları ile bu seviyelere geriye gelmiştir. Ancak toplam kamu borcu GSMH oranı halen yüksektir ve enflasyon hedeflemesi rejiminin geleceği için tehlike oluşturmaktadır.

Türkiye'nin diğer bir problemi ise mali piyasaların derinliğidir. Gelişmekte olan ülkelerde ortalama % 35, gelişmiş ülkelerde ise % 70 civarında olan mali derinliğin göstergesi M2/GSMH oranı 90'lı yılların sonlarındaki gelişme ile ancak % 25,5 seviyesine gelmiştir. Bankaları ve finans piyasaları ile meşhur İsviçre'de bu oran 2000 senesinde % 130 olmuştur. Türkiye'nin önemli sayılabilecek iç borç yükünü çevirebilecek derinlikte mali piyasalar mevcut değildir. Olası bir finansal talepte sığ piyasalarda faizler aşırı yükselecek dolayısıyla zaten yüksek olan kamu borcu çevrilemeyecek duruma gelebilecektir.

2001 yılından bu yana sağlanan mali disiplin ve yüksek büyüme oranları sebebiyle 2001 yılındaki kamu bütçe açıkları GSYİH oranı % 17,5'ten 2004 yılında % 7'ye dolayısıyla kamu kesimi borçlanma gereksiniminin GSMH'ya oranı % 16,4'ten % 5,9'gerilemiştir ve 2005 yılında bu oranın % 3,6 olması beklenmektedir. Bu son 4 yıllık iyileşme döneminden sonra dahi Türkiye ekonomisi Maastricht kriterlerinden olan % 3'lük bütçe açıkları / GSYİH oranından çok uzaklarda gözükmektedir.

Mali üstünlük açısından Türkiye bıçak sırtından geçmektedir. Sağlanacak mali disiplin ile hem bütçe açıkları azaltılacak hem de pekişen piyasaların güveni sayesinde düşen faiz oranları ile kamu kesiminin borç yükü azalacaktır. Borç yükünün azalması borçların döndürülebilmesi olasılığını arttıracak ve ekonominin azalan risk primi ile faizler düşme yönündeki seyirlerine devam edecektir. Ama bunun tersi gerçekleşirse bu olumlu döngü

tersine dönecek ve olası bir krizin dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısızlığının habercisi olacaktır.

2002 yılından bu yana uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi rejiminde enflasyon hedefi yanında ek çıpa olarak parasal büyüklükler<sup>11</sup> de hedeflenmiştir. Bu durum aslında tam enflasyon hedeflemesi mantığı ile çelişmektedir. TCMB 2006 yılında uygulamaya başlayacağı tam enflasyon hedeflemesi rejimiyle birlikte enflasyonun yanı sıra bir başka nominal çıpa hedeflemesi yapmayacağını açıklamıştır.

Bu olumlu bir gelişmedir ve tam enflasyon hedeflemesi rejiminin bütün kuralları ile Türkiye’de uygulanacağına dair olumlu bir işarettir. Ancak 2002 yılından bu yana uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi rejiminde parasal büyüklük yanında sanki bir diğer nominal çıpa gibi duran başka bir unsur gözükmemektedir. Döviz kuru, TCMB tarafından yapılan açıklamalarda döviz kurunu ve trendini belirlemeye yönelik değil döviz kurlarındaki ani ve sert dalgalanmaları yumuşatmaya yönelik müdahaleler yapıldığı yönünde açıklamalar vardır. Ancak Şekil 4.1’de görüldüğü gibi sanki bu müdahalelerin döviz kurunun seyri ve seviyesi göz önüne alınarak yapılmış gibi bir yargı doğmaktadır.

Bundan dolayı ekonomi yönetiminin seviyesini beğenmediği bir döviz kuru ekonomi kurumlarının gözünde büyük bir sorun olmakta ve bu sorunu döviz müdahaleleri ile bertaraf etme eğilimi ortaya çıkabilmektedir. Ancak döviz kurunu belirlemeye yönelik uzun vadeli alımlar ve satımlar şeffaf değildir ve enflasyon hedeflemesi mantığı ile çelişir. Bu konuda TCMB’ndan yapılan tek açıklama döviz kurlarındaki aşırı oynaklığı mekanik bir yolla ölçmeye çalışmanın doğru olmadığı ve sadece yakın geçmişteki oynaklık verilerine bakılarak merkez bankalarının müdahale zamanlamasının kestirilmeye çalışılmasının çok da sağlıklı bir yaklaşım olmayacağıdır.

Ancak bu açıklamalara rağmen ekonomik birimler ekonomi yönetiminin çıpayı enflasyon oranı üzerinden kaldırıp kurun üzerine monte ettiği kanısına kapılırsa sistem büyük güven kaybına uğrayacak ve bunun sonucunda tekrar para ikamesi süreci başlayacaktır. Bu konu ekonomi yönetiminin dikkatle üzerinde durması gereken ikinci önemli noktadır.

---

<sup>11</sup> Hedeflenen temel parasal büyüklük "para tabanı"dır. Para tabanı, Merkez Bankası bilançosundan seçilmiş bir büyüklüktür ve Merkez Bankası'nın kendisi dışında kalan ekonomik kesimlere olan net yükümlülüğünü ifade etmektedir. Para tabanı üç değişkenin toplamından oluşmaktadır: Emisyon, Türk Lirası cinsinden zorunlu karşılıklar ve serbest mevduat. 2002 yılında para tabanının, nominal milli gelir büyüme hızı kadar artması hedeflenmektedir. Ayrıca, yeni "Niyet Mektubu"nda para tabanı bir performans kriterine dönüştürülmektedir.

## SONUÇ

1970-1990 yılları arasında ülkelerin fiyat istikrarını sağlamada başarılı olamaması sonucunda çeşitli arayışlar sonunda ortaya çıkan enflasyon hedeflemesi rejiminin yıldızı dünyada fiyat istikrarının büyüme ve istihdam gibi diğer nihai hedeflerin önüne çıkması ile parlamıştır.

Buna ek olarak işsizlik ve enflasyon arasında uzun vadede bir değişim (Philips) ilişkisinin olmaması, ancak kısa vadede bu ilişkinin varlığı nedeniyle oluşabilecek zaman tutarsızlığı problemine optimal çözüm olarak görülmesi, enflasyon hedeflemesi rejiminin popüleritesini arttıran faktörlerden biri olmuştur.

Gelişmiş ülkelerde olduğu gibi gelişmekte olan ülkelerde de başarı ile uygulanmış olmasına rağmen, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanacağı ülke gelişmekte olan bir ülke olduğu taktirde başarılı olup olmayacağı konusunda hararetli tartışmalar yapılmaktadır. Bunun en önemli sebebi gelişmekte olan ülkelerdeki kemikleşmiş enflasyonist beklentiler, mali üstünlük problemleri ve mali piyasaların son derece sığ olmasıdır.

Gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyon oranları ile başlanılan enflasyon hedeflemesi rejimlerinin başarısız olma olasılığı oldukça yüksek olduğundan, halkın programa olan güvenini sarsmamak için başlangıçta enflasyon hedeflerini enflasyon projeksiyonları (soft targets) olarak lanse etmek ve enflasyonu tek basamaklı seviyelere indirinceye kadar “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak adlandırılan bu rejimi uygulamak programın başarısı için çok önemlidir. Şili bunun güzel bir örneğini vermiş ve ekonomik birimler tam olarak hazır olduğunda açık enflasyon hedeflemesine geçmişlerdir.

2002 yılında başlayan ve günümüzde Türkiye’de uygulanan para politikasını da örtük enflasyon hedeflemesi olarak adlandırmak mümkündür. Bu rejimde projeksiyon olarak belirlenen enflasyon hedeflerinin yanında tam enflasyon hedeflemesinde olmaması gereken enflasyon hedefi dışında nominal çıpa olarak parasal büyüklükler takip edilmiştir. Bu şekilde 2001 yılında % 68,5 olan enflasyon oranı 2004 yılında % 9,3 gerilemiştir ve 2005 yılında % 8 olması beklenmektedir. Bu kadar kısa bir sürede bu denli yüksek bir başarı yakalanmasını TCMB’nin beklenti anketlerinden anlaşılacağı üzere ekonomi ile ilgili birimlerin büyük bir kısmı bekleliyordu. Bu enflasyon oranı Türkiye’nin sağlıklı bir enflasyon hedeflemesi rejimine başlangıç yapması için uygun bir seviye olarak görülmektedir.

2001 Kasım ayında tek başına iktidara gelen Adalet ve Kalkınma Partisi Hükümeti ekonomik çevreleri ikna edecek şekilde hükümetin ve ekonomi yönetiminin fiyat istikrarına konsantre olacağını işaretini vermiştir. 2002-2005 döneminde sağlanan istikrarlı ve rasyonel ekonomi yönetimi, hükümetin ve ekonomi yönetiminin kendilerini gerçekten fiyat istikrarına adanmışlığı konusunda çok inandırıcı sinyaller vermiştir. Bu açıdan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi dönemi açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçileceği 2006 yılı ve sonrası için ekonomik çevrelerin güvenini kazanmak, desteğini almak ve enflasyonist beklentileri düşürmek açısından sağlam bir altyapı oluşturmuştur.

2001 Nisan ayında Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklikler TCMB'nı ülkede para politikasının belirlenmesi ve uygulanması konusunda tek yetkili ve sorumlu tayin etmekte, Merkez Bankası'nın uygulayacağı para politikasını ve araçlarını bağımsız bir biçimde belirlemesine ve kullanmasına imkan tanımakta ve Merkez Bankası Başkanı, Başkan Yardımcıları, Banka Meclisi Üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkanın önerisi üzerine müşterek kararlarla belirlenecek bir üyeden oluşan Para Politikası Kurulu oluşturulmasını öngörmektedir.

Modern merkez bankacılığı prensipleri doğrultusunda yenilenen bu kanun Para Politikası Kurulu üyelerini politik baskıdan izole etmekte ve bu şekilde Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda tavizsiz hareket etmesini ve kendi politika araçlarını bağımsızca seçmesini ve uygulamasını garanti altına almaktadır. Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan bu değişiklikler enflasyon hedeflemesi rejiminin temel taşlarından bir tanesidir.

2002 yılında başlanan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi ve Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklikler çerçevesinde TCMB enflasyon raporları hazırlamaya başlamış ve şeffaflık ve hesap verebilirlik konusunda önemli mesafeler kat etmiştir. 2006 yılında da bu uygulamalar gerçekleşecek ve enflasyon hedeflemesinin ön şartlarından biri yerine getirilmiş olacaktır.

Buraya kadar bakıldığında tam enflasyon hedeflemesinin Türkiye'de başarılı olabilmesi için herhangi bir engel görülmemektedir. Ancak konu mali üstünlük olunca durum tam tersine dönmektedir. Var olan ve Maastricht kriterlerini aşan Türkiye'nin toplam kamu borcu, finansal piyasalarının derinliğinin de çok az olması nedeniyle enflasyon hedeflemesi rejiminin önünde çok önemli bir sorun olarak durmaktadır.

Bunun dışında 2001 yılından bu yana mali disiplinin sağlanması ile giderek azalan bütçe açıklarının GSMH olan oranı 2004 yılında % 7 seviyesini aşarak % 3'lük Maastricht

kriterlerinin ve dünya ortalamalarının hala çok üstünde yer almaktadır. Bu yüksek borç yükü ve bütçe açıkları kamuyu 2004 yılında GSMH'nin % 5,9 oranında borçlanmaya mecbur bırakmıştır. 2001 yılından bu yana sağlanan mali disiplin ve yüksek büyüme bu kriterleri ürkütücü seviyelerden bugünkü hala yüksek olan seviyelerine çekmiştir.

Bu şekilde özetleyebileceğimiz mali üstünlük sorunu 2006 ve sonrasında Türkiye'de uygulanacak olan enflasyon hedeflemesi rejiminin önünde en korkutucu başarısızlık nedeni ve etkeni olarak durmaktadır. Eğer hükümet sağladığı mali disiplini sürdürüp piyasalarda sağladığı güveni devam ettirebilirse bu oranlarda iyileşme gerçekleşecektir. Bu, Türkiye Ekonomisi'nde mali üstünlüğün azalması anlamına gelecek ve enflasyon hedeflemesi programının başarısı garanti altına alınabilecektir. Tersi durumunda bu oranlar yükselip krize neden olacak ve sonuç olarak enflasyon hedeflemesi rejimini başarısızlığı uğrayacaktır.

Döviz kurunun enflasyon hedefi yanında diğer bir nominal çıpa haline gelmesi, Merkez Bankası'nın döviz müdahalelerini oynaklığa değil seviyeye yönelik yaptığı konusunda toplumda kuşku uyanması eski para ikamesi günlerini geri getirebilir, bunun sonucunda sistem büyük zarar görebilir

Olumluya doğru değişim göstermesi beklenen mali üstünlük problemi, kamunun devam ettireceği mali disiplinle bu yöndeki değişimini sürdürür, TCMB döviz müdahaleleriyle ilgili olarak toplumu şeffaflık prensibi dahilinde yeterli seviyede bilgilendirir, hükümet ve ekonomi yönetimi 2001 yılından başlayan fiyat istikrarına odaklanma konusundaki kanıtlanmış başarılarını devam ettirir ve dünya konjonktüründe de bir olumsuzluk ortaya çıkmazsa, 2001 yılından bu yana kurumsal altyapısı tüm unsurları ile hazırlanan tam enflasyon hedeflemesi rejimi Türkiye'de başarıya ulaşacaktır.

**KAYNAKÇA:**

AKYAZI, Haydar. “Enflasyon Hedeflemesi” 1. Baskı. Ankara: Seçkin Yayınları, 2004.

ALPER, C. Emre. “The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong.” *Boğaziçi Üniversitesi*. 2001 <http://econ.boun.edu.tr/papers/wp-01-11.pdf> .

BERNANKE, Ben S. ve Frederic S. Mishkin. “Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy?” *NBER Working Papers*. Ocak 1997.  
<http://www.nber.org/papers/w5893>

BOFINGER, Peter. “*Monetary Policy*” 1. Baskı. New York: Oxford University Press Inc., 2001.

BORATAV, Korkut ve Yılmaz Akyüz. “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu.” *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. Ağustos 2002.

CLARK, Todd E. “Nominal GDP Targeting Rules: Can They Stabilize the Economy?” *Economic Review-Federal Reserve bank of Kansas City*, Third Quarter 1994.  
<http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/ECONREV/PDF/3q94clrk.pdf>

CUKIERMAN, Alex, ve Steven B. Weeb. “Political Influence on the Central Bank: International Evidence.” *The World Bank Economic Review*, V:9 No:3, 397-423, 1995

DEBELLE, Guy. “Inflation Targeting in Practice.” *IMF Working Paper*. Mart 1997.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9735.pdf> .

DOMAÇ, İlker. “Explaining and Forecasting Inflation in Turkey” 2003  
<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/APCITY/UNPAN018318.pdf>

GARCIA, Dr. Pablo. “The Chilean Experience with Inflation Targeting.” *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası*. 2000.  
[http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/enf\\_kitap/9-Pablo\\_Garcia.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/enf_kitap/9-Pablo_Garcia.pdf)

MASSON, Paul R., Miguel A. Savastano, Sunil Sharma. “Scope for Inflation Targeting in Developing Countries.” *IMF Working Paper*. Ekim 1997.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97130.pdf> .



- McCALLUM, Bennett T. "Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, The United Kingdom, and in General." *NBER Working Papers*. Mayıs 1996.  
<http://www.nber.org/papers/w5579>
- MISHKIN, Frederic S. "The Channels of Monetary Transmisson: Lessons for Monetary Policy" *NBER Working Papers*. Mayıs 1996. <http://www.nber.org/papers/w5464> .
- MISHKIN, Frederic S. "Strategies for Controlling Inflation." *NBER Working Papers*. Ağustos 1997. <http://www.nber.org/papers/w6122> .
- MISHKIN, Frederic S. ve Adam S. Posen. "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries." *NBER Working Papers*. Ağustos 1997.  
<http://www.nber.org/papers/w6126>
- MISHKIN, Frederic S. "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes." *NBER Working Papers*. Mart 1999. <http://www.nber.org/papers/w7044> .
- MISHKIN, Frederic S ve Miguel A. Savastano. "Monetary Policy Strategies For Latin America." *NBER Working Papers*. Mart 2000. <http://www.nber.org/papers/w7617> .
- MISHKIN, Frederic S. "Inflation Targeting in Emerging Market Countries." *NBER Working Papers*. Mart 2000. <http://www.nber.org/papers/w7618> .
- MISHKIN, Frederic S. ve Klaus Schmidt Hebbel. "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need To Know." *NBER Working Papers*. Temmuz 2001. <http://www.nber.org/papers/w8397> .
- MISHKIN, Frederic S. "Can Inflation Targeting Work In Emerging Market Countries" *NBER Working Papers*. Temmuz 2004. <http://www.nber.org/papers/w10646> .
- NICIAS, Tito. "The Brazilian Inflation Targeting Experiences." *TCMB Yayınları*. Ekim 2000.  
[http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/enf\\_kitap/8-Tito\\_Nicias.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/enf_kitap/8-Tito_Nicias.pdf)
- ROMER, David. "*Advanced Macroeconomics*." 2. Baskı. Singapur: The Mc-Graw Hill International Editions, 1996.
- ÖZTÜRK, Serdar. "*Enflasyon Hedeflemesi*." 1. Baskı. İstanbul: Derin Yayınları, 2003.

- SCARLATA, Jodi. "Macroeconomic Management: Programs and Policies; Inflation Targeting." 1. Baskı. Washington D.C.: IMF Institute, International Monetary Fund, 2002
- SERDENGEÇTİ, Süreyya. "69. Hissedarlar Genel Kurulu Açılış Konuşması" *TBMM*. 2001. <http://www.tcmb.gov.tr>
- SVENSSON, Lars E. O. "Commentary: How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability? - Conceptual Issues" *Princeton University*. 1996. <http://www.princeton.edu/~svensson/papers/S96SVEN.PDF>
- SVENSSON, Lars E. O. "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets" *NBER Working Papers*. Ekim 1996. <http://www.nber.org/papers/w5797> .
- SVENSSON, Lars E. O. "Inflation targeting in an open economy: Strict or flexible inflation targeting?" Institute for International Economic Studies, *Stockholm University*. November 1997. <http://www.princeton.edu/~svensson/papers/NZLECT.PDF>
- SVENSSON, Lars E. O. "Inflation targeting as a Monetary Policy Rule" *NBER Working Papers*. Kasım 1998. <http://www.nber.org/papers/w6790> .
- USTA, Bülent. "Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği." *TCMB Tezler*. 2003. <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/BulentUsta.pdf>

**INTERNET:**

EĞİLMEZ, Mahfi. “Kamu Borcunda Maastricht'e Doğru.” Radikal Gazetesi. 14.04.2005.

<http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=149609>

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, <http://www.tcmb.gov.tr> .

TCMB, “2002 Yılında Para Ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler” *Para Politikası İle İlgili Metinler*. 2002. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html> .

TCMB, “2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi” *Para Politikası İle İlgili Metinler*. 2003. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/DUY2003-2.htm> .

TCMB, “2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi” *Para Politikası İle İlgili Metinler*. 2004. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2004/DUY2004-1.pdf> .

TCMB, “2005 Yılında Para ve Kur Politikası” *Para Politikası İle İlgili Metinler*. 2005. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2004/DUY2004-59.pdf> .

TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Döviz Kuru Politikası” *Başkanın Konuşmaları*. 2005. [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/TBB\\_aralik2005.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/TBB_aralik2005.pdf) .

T.C. Hazine Müsteşarlığı, <http://www.hazine.gov.tr>

T.C. Hazine Müsteşarlığı, “Ekonomik Göstergeler.” Hazine Müsteşarlığı. 2005 <http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm>

T.C. Hazine Müsteşarlığı, “Kamu Finansmanı İstatistikleri.” Hazine Müsteşarlığı. 2005 <http://www.hazine.gov.tr/stat/kamufinansmani.htm>