

**T.C.**  
**İstanbul Üniversitesi**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü**  
**İktisat Anabilim Dalı**  
**İktisat Politikası Bilim Dalı**

**Yüksek Lisans Tezi**

**ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASI VE**  
**TÜRKİYE ÖRNEĞİNDE DIŞSAL ŞOKLARIN**  
**ETKİSİ**

**MELİKE TORUN**

**2501050322**

**TEZ DANIŞMANI: PROF. DR. MEHMET ALTAN**

**İstanbul, 2008**



# **ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASI VE TÜRKİYE ÖRNEĞİNDE DIŞSAL ŞOKLARIN ETKİSİ**

MELİKE TORUN

## **ÖZ**

Bu çalışmada, dünya genelinde 1990'lı yıllardan itibaren para politikası stratejilerinden enflasyon hedeflemesine geçişin önkoşulları, uygulama sırasında elde edilen sonuçların ülkeler çerçevesinde değerlendirilmesi ve günümüzde dünya genelindeki fiyat artışlarının Türkiye dahil, örnek ülkelerin enflasyon hedeflemesindeki etkileri incelenmeye çalışılmıştır. Enflasyon hedeflemesinin ilk uygulandığı ülke olan Yeni Zelanda ve ardından birçok ülkede başarılı bir uygulama süreci yaşanmış iken, üç senelik geçiş sürecinin ardından 2006 yılında Türkiye ekonomisinde uygulanmaya başlanan bu politikanın daha ilk yılından itibaren belirlenen nokta hedefinin küresel şoklara bağlı olarak tutturulamadığı görülmüştür. Merkez Bankası kredibilitesini kaybetmemek için revizyona gitmeyeceğini açıklamasına rağmen, 2008 yılında hedef revizyonunu gerçekleştirmiştir. Buna bağlı olarak, çalışmanın devamında, Türkiye'de enflasyon hedeflerinde yaşanan sapmaların nedenleri ve gelecek dönemde Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin olası görünümü, dünya konjonktüründeki gelişmeler çerçevesinde değerlendirilmiştir.

## **ABSTRACT**

In this study, global prerequisites related to the change of perspective of economical strategies from monetary policies into inflation targeting since 90's and the results of these changes according to different countries and the increase in prices which is observed all around the world today, including Turkey, is tried to be analysed. Despite the succesfull implementation of inflation targeting in other countries including New Zeland, which was the first country to apply these strategies, Turkey started to apply inflation targeting policies in 2006 but, even though a three years of process of transition, could not be able to reach the figured

goals in the first year depending on the global shocks in economy. Central Bank of the Republic of Turkey had to revise the inflation targets in 2008 although it was announced, not to lose any credit worthiness, that no revisions would be made about inflation targets. Depending on these developments, this study continues with the reasons and analysis of the failure of these policies in Turkish economy and tried to make an a priori projection of Turkish economy for next periods considering the developments in global conjuncture of today's world.

## ÖNSÖZ

Bu çalışmada, dünya ekonomilerinin büyümesinden kalkınmasına kadar bütün makro ekonomik gelişmelerini etkileyen enflasyonun kontrol altına alınması ve fiyat istikrarını sağlamak için kullandıkları para politikası stratejilerinin incelenmesi ve özellikle 1990'lı yıllardan itibaren enflasyon hedeflemesi politikasını uygulamaya başlayan ülke örnekleri değerlendirilerek, günümüzde enflasyon hedeflemesinin başarılı olup olmadığı tartışmasına cevap bulunması amaçlanmıştır.

1990'lı yıllardan önce uygulanan para politikası olan döviz kuru hedeflemesi, parasal büyüklük hedeflemesi ve daha az kullanım alanı bulmuş faiz ve nominal gelir hedeflemesi uygulamalarının enflasyonla mücadelede istenilen başarıyı sağlayamamış olması dolayısıyla, ülke merkez bankaları yeni politika arayışına yönelmişlerdir. 1990 yılında ilk defa Yeni Zelanda'da uygulama alanı bulan enflasyon hedeflemesinde başarılı sonuçlar alınması, diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri bu politikayı benimsemelerinde teşvik edici rol oynamıştır.

Para politikasının kontrolü dışında meydana gelen şokların fiyat değişimleri üstündeki istenmeyen etkilerinin görüldüğü günümüzde, enflasyon hedeflemesini uzun yıllar başarı ile uygulamış çoğu ülkede enflasyon hedeflerinde revizyona gidildiği görülmektedir. Çalışma kapsamında enflasyon hedeflemesinin tarihsel süreci ve uygulama örnekleri ülkeler çerçevesinde incelenerek, Türkiye'de 2006 yılında uygulanmaya başlayan açık enflasyon hedeflemesinin başarı ya da başarısızlığının sorgulanmasında ön bilgi niteliği taşıması ve dışsal şoklar etkisi ile meydana gelen değişimlerin daha iyi anlaşılması amaçlanmıştır.

Zor ve sıkıntılı her günümde yanımda oldukları gibi bu çalışmanın hazırlanmasında da koşulsuz sevgi ve desteklerini esirgemeyen aileme, çalışmamı büyük bir titizlikle takip eden danışman hocam Prof. Dr. Mehmet ALTAN'a , uygun çalışma ortamını sağlayan değerli hocam Prof. Dr. Targan ÜNAL'a, gönülden desteklerini çalışmam boyunca devam ettiren ve başarılarıyla bana örnek olan değerli hocalarım; Yrd. Doç. Dr. Mehmet Hakan SAĞLAM'a, Yrd. Doç. Dr. Neşe ÇAPRAZ'a, Yrd. Doç. Dr. Murat ÇETİN'e, Cemil ERTEM'e ve bu aşamada bana destek olan tüm dostlarıma teşekkürü bir borç bilirim. 01.07. 2008 İstanbul.

## İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLO LİSTESİ.....	ix
GRAFİK LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ .....	1

1. PARA POLİTİKASINDA HEDEFLEME STRATEJİLERİ VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ.....	4
1.1. Para Politikası Kurallarının Genel Çerçevesi.....	4
1.2. Para Politikasında Ara ve Nihai Hedefleme Stratejileri.....	11
1.2.1. Ara Hedefleme Stratejileri.....	11
1.2.1.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesi.....	11
1.2.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	13
1.2.1.3. Faiz Hedeflemesi.....	16
1.2.2. Nihai Hedefleme Stratejileri.....	16
1.2.2.1. Nominal Gelir Hedeflemesi.....	17
1.2.2.2. Enflasyon Hedeflemesi.....	17
1.3. Enflasyon Hedeflemesini Doğuran Sebepler.....	21
1.4. Enflasyon Hedeflemesinin Başarılı Olması İçin Gerekli Önkoşullar.....	26
1.4.1. Merkez Bankası'nın Bağımsızlığı.....	27
1.4.2. Mali Disiplinin Sağlanması ve Gelişmiş Mali Piyasalar.....	28
1.4.3. Uygulanan Para Politikası ile Fiyat İstikrarının Sağlanmasının Amaçlanması.....	29
1.4.4. Mali Baskınlığın Olmaması.....	32
1.4.5. Diğer Nominal Çapanın Kullanılmaması.....	33
1.5. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Özellikleri.....	34
1.5.1. Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık.....	34
1.5.2. Güvenilirlik.....	35

1.5.3. Esneklik.....	36
1.6. Enflasyon Hedeflemesi İle İlgili Teknik Konular.....	37
1.6.1. Fiyat Endeksi Tercihi.....	37
1.6.2. Hedef Enflasyon Oranı.....	39
1.6.3. Nokta veya Bant Hedef Tercihi.....	40
1.6.4. Hedefleme Süresi, Kaçış Yolu Hedefin İlanı.....	42
1.7. Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Avantaj ve Dezavantajları.....	44
1.7.1. Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Avantajları.....	44
1.7.2. Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Dezavantajları.....	46
2. DÜNYADA ENFLASYON HEDEFLEMESİ.....	50
2.1. Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Örnekleri.....	54
2.1.1. Yeni Zelanda.....	57
2.1.2. Kanada.....	63
2.1.3. İngiltere.....	67
2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Örnekleri.....	72
2.2.1. İsrail.....	74
2.2.2. Brezilya.....	80
2.2.3. Şili.....	85
2.2.4. Meksika.....	88
3. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASININ DEĞERLENDİRİLMESİ.....	94
3.1. Türkiye Ekonomisindeki Enflasyonist Süreç.....	94
3.2. 2002-2005 Örtük Enflasyon Uygulaması.....	100
3.3. 2006 Yılı Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasına Geçiş.....	105
3.3.1. Enflasyon Hedeflemesine Geçiş için Ön Koşulların Sağlanması... 109	
3.3.1.1. TCMB’nin Bağımsızlığı.....	109
3.3.1.2. TCMB’nin Şeffaflığı ve Hesap Verebilirliği.....	111

3.3.1.3. Türkiye’de Mali Baskınlık Düzeyi ve Piyasaların Derinliği.....	112
3.3.1.4. Enflasyon Hedeflemesine Geçiş İçin Diğer Koşullar.....	114
3.3.2. 2006 Yılındaki Ekonomik Koşullar Enflasyon Hedeflemesine Uygun Olup Olmadığı Tartışmasının Değerlendirilmesi.....	115
3.4. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesindeki Son Gelişmelerin Dışsal Şokların Etkileriyle Değerlendirilmesi.....	117
3.4.1. 2008 Enflasyon Hedeflerinden Uzaklaşılmasının Nedenleri.....	118
3.4.2. Gelecek Dönem Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Görünümü....	131
SONUÇ.....	146
KAYNAKÇA.....	151

## TABLolar LİSTESİ

	Sayfa
<b>Tablo 1.1:</b> Merkez Bankaları Tarafından Kullanılan Çeşitli Çekirdek Enflasyon Ölçümleri.....	38
<b>Tablo 1.2:</b> Enflasyon Hedeflemesinin Ülkelere Göre İlanı (Aralık 2001) ...	40
<b>Tablo 1.3:</b> Nokta Hedef ya da Hedef Aralığını Tercih Eden Ülkeler.....	42
<b>Tablo 1.4:</b> Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları Bakımından Diğer Para Politikası Stratejileri İle Karşılaştırılması.....	48
<b>Tablo 2.1:</b> Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkelerde Hedefleme Politikası ....	53
<b>Tablo 2.2:</b> Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Bazı Gelişmiş Ülkelerin Enflasyon Oranları ve Mali Derinlik Göstergeleri.....	57
<b>Tablo 2.3:</b> Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerin Enflasyon Oranları ve Mali Derinlik Göstergeleri.....	74
<b>Tablo 2.4:</b> İsrail’de 1992 Yılı sonrasında Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları.....	76
<b>Tablo 2.5:</b> 1999-2004 Yılları Arasında Brezilya’da Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları.....	83
<b>Tablo 2.6:</b> Meksika’da Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (1995-2006 Yılları Arasında).....	91
<b>Tablo 2.7:</b> Meksika Merkez Bankası’nın Baz Senaryoya Göre Enflasyon Oranları (2008- 2010 Yılları Arası).....	92
<b>Tablo 3.1:</b> Yılsonu Enflasyon Hedefi, Enflasyon Bekleyişleri ve Güvenilirlik Farkları (Aralık 2005 itibariyle, Yüzde).....	104
<b>Tablo 3.2:</b> Enflasyon Hedeflemesine Geçmeden Türkiye’de Enflasyon, Büyüme, Mali Derinlik ve Mali Baskınlık Oranları (2000-2003).....	113
<b>Tablo 3.3:</b> Bakır, Kurşun, Nikel, Kalay ve Çinko’nun Spot ve Futures Piyasalarındaki Fiyatları (\$/Ton,29 Mayıs 2008 LME Resmi Fiyatlarına Göre) .....	122
<b>Tablo 3.4:</b> Gelir-Fiyat, Döviz Kurları ve DİBS Faizlerinin Yıllar İtibariyle Seyri (2006-2008).....	127
<b>Tablo 3.5:</b> Ödemeler Dengesi (Milyar ABD Doları).....	131

## GRAFİKLER LİSTESİ

	Sayfa
<b>Grafik 1.1:</b> 1970 - 1999 Yılları Arasında Para Politikası Stratejilerinin Gelişimi .....	18
<b>Grafik 1.2:</b> Merkez Bankası Hedeflerinin 10 Yıllık Süreçlerde Değişimi (1970-1999 Yılları Arasında).....	30
<b>Grafik 2.1:</b> Yeni Zelanda'nın Faiz Oranlarının Gösterimi, (1998-2008 Yılları Arasında).....	61
<b>Grafik 2.2:</b> Yeni Zelanda'nın Enflasyon Oranlarının Gösterimi (% Değişim, TÜFE Endeksi).....	62
<b>Grafik 2.3:</b> Kanada'nın 1999- 2008 Yılları Arasında TÜFE Endeksi ( Bir Önceki Seneye Göre, Yüzde Değişim).....	66
<b>Grafik 2.4:</b> : RPI Enflasyon Oranı ( 1970 Yılından İtibaren).....	68
<b>Grafik 2.5:</b> İngiltere'de Politika Faiz Oranları ve Enflasyon ( 1985-1996 Yılları).....	69
<b>Grafik 2.6:</b> TÜFE Enflasyonunun Piyasa Faiz Oranı Beklentilerine Göre Oluşturulmuş Projeksiyonu (Bir Önceki Seneye Göre Fiyatlardaki Yüzde Değişim) ..	71
<b>Grafik 2.7:</b> Gerçekleşen Enflasyon ve Beklenen Enflasyonun Projeksiyon Tablosu* 2006-2009 (Dört Çeyrek Dönem Öncesindeki Fiyat Artışlarının Kümülatif Fiyat Artışlarıyla).....	79
<b>Grafik 2.8:</b> Brezilya'da Politika Faiz Oranları ve Enflasyon (2000-2007 Yılları ).....	85
<b>Grafik 2.9:</b> Şili'de TÜFE Enflasyonunun Projeksiyonu* (Yıllık Değişim Yüzde Olarak .....	87
<b>Grafik 3.1:</b> Gelecek 12 Aylık Dönemde Enflasyon Bekleyişleri .....	104
<b>Grafik 3.2:</b> Türkiye'de Enflasyon ve İthalat Birim Fiyatları (ABD Doları Cinsinden) (Ocak 2007 – Mart 2008, yıllık yüzde değişim).....	120
<b>Grafik 3.3:</b> Seçilmiş Ürünler İtibariyle Uluslararası Fiyat Endeksleri (Ocak 2004- Mart 2008, 2002=100).....	121
<b>Grafik 3.4:</b> Politika Faiz Oranları ve Çekirdek Enflasyon Göstergeleri (Ocak 2006- Mayıs 2008, % Değişimleri).....	124
<b>Grafik 3.5:</b> Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi H (Mevsimsellikten Arındırılmış Aylık Artışın İki Aylık Hareketli Ortalaması).....	125
<b>Grafik 3.6:</b> Enflasyon, Nominal Faiz ve Kurların Yıllık Yüzde Artışları.....	126
<b>Grafik 3.7:</b> Dünyada Enflasyon Gelişmeleri (Ocak 2005-Mart 2008 Tarih Aralığında TÜFE'nin Yüzde Değişimleri).....	132
<b>Grafik 3.8:</b> Enflasyon Gelişmelerinde Ayırışma.....	136
<b>Grafik 3.9:</b> Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Faiz Oranları (Ocak 2007-Nisan 2008).....	138
<b>Grafik 3.10:</b> Enflasyon ve Büyüme Oranları (1980-2006 Yılları Arasında 67 Ülke)....	139
<b>Grafik 3.11:</b> İyimser ve Kötümse Senaryo Çerçevesinde Enflasyon Tahminleri).....	142

## KISALTMALAR LİSTESİ

- AB:** Avrupa Birliği
- ABD:** Amerika Birleşik Devletleri
- A.e.:** Aynı eser
- A.g.e.:** Adı geçen eser
- API:** Açık Piyasa İşlemleri
- A.y:** Aynı yer
- CMN:** Ulusal Para Kurulu
- DİBS:** Devlet İç Borçlanma Senetleri
- GSYİH:** Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
- IMF:** Uluslar arası Para Fonu
- KİT:** Kamu İktisadi Teşebbüsleri
- MB:** Merkez Bankası
- MPC:** Para Politikası Komitesi
- OECD:** İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı
- OPEC :** Petrol İhraç Eden Ülkeler Birliği
- ÖKTG:** Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi
- TCMB:** Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
- TEFE :** Toptan Eşya Fiyat Endeksi
- TÜFE :** Tüketici Fiyat Endeksi
- TÜSİAD:** Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği
- RBNZ :** Yeni Zelanda Merkez Bankası
- RPIX:** Perakende Fiyat Endeksi

## GİRİŞ

Fiyatlar genel seviyesinde sürekli ve hissedilir bir artış olarak tanımlanan enflasyonun kontrol altına alınması ve nihai amaç olarak belirlenen fiyat istikrarının sağlanması için merkez bankaları para politikası uygulamalarında zamanla değişiklikler yapmışlardır. Bu hedefin sağlanması için para politikasının alternatif stratejilerinden döviz kuru hedeflemesi uygulanmış fakat özellikle gelişmekte olan ülkelerde ticaretlerinde döviz kuruna bağlı olarak yaşanan olumsuz tecrübeler sonucu bu ülkelerde krize karşı savunmasız kalınması bu politikadan vazgeçilmesine sebep olunmuştur. 1970'lerde özellikle daha yaygın olarak kullanım alanı bulan parasal büyüklük hedeflemesi, enflasyonun parasal bir olgu olması düşüncesine dayanmaktadır. Bu durumda fiyatlar genel seviyesindeki bir artış, para miktarındaki artışa dayanmaktadır. Para miktarındaki artış ile mal ve hizmet fiyatlarındaki artış arasında denge sağlandığı takdirde enflasyonist ortamı hazırlayan fiyat artışları meydana gelmeyecektir. Parasal büyüklük hedeflemesinin uygulamada karşılaşılan güçlüğü, parasal büyüklükler ile enflasyon arasında güçlü bir bağın olması zorunluluğudur. Aradaki bağın kuvvetli olmadığı durumlarda parasal büyüklük hedeflemesinde başarısızlık görülmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke tarafından nominal çıpa olarak kullanılan döviz kuru ve parasal büyüklük, zaman içinde olumsuz taraflarının ülkeler tarafından tecrübe edilmesiyle ve dünya düzenindeki yeni gelişmeler karşısında etkinliklerini yitirmeye mahkum olmuşlardır.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle, küresel anlamda entegrasyonun gerçekleştiği bir dünyada, sabit döviz kuru uygulaması ve parasal büyüklüklerin kontrolü de zorlaşmıştır. 1990'lı yıllarda yaşanan krizler de bu zorlukların göstergesi olma niteliğindedir. Bütün bu gelişmeler sonucu ülkeler, para politikasında değişiklik arayışına girmişler ve 1990'lı yıllardan itibaren enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmişlerdir.

İlk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulamaya başlanan enflasyon hedeflemesinde başarılı sonuçlar alınmasının ardından, Kanada, İngiltere, İsveç başta olmak üzere birçok gelişmiş ve ardından gelişmekte olan ülkede de uygulama alanı bulmuştur. Gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesine geçmeden önce, genelde %

10'nun altında enflasyon oranları gerçekleştiği için, politika uygulayıcılarının hedeflemede daha gerçekçi olmaları bu ülkelerde enflasyon hedeflemesinin başarısını ve politikaya olan güveni artırıcı çok önemli bir unsur olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerin enflasyonla mücadelede en büyük sorunları olarak karşılına çıkan piyasalarındaki mali derinliğin sağlanamamış olması ve buna karşılık kamunun ekonomi içindeki yerinin büyüklüğünün göstergesi olarak da değerlendirilen mali baskınlığın fazla olması, bu ülkelerdeki enflasyon hedeflemesine geçiş süreci ve başarılı olma durumu üzerinde yoğun tartışmalara sebep olmuştur.

Ülkemizde de alternatif para politikalarından enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlamadan önce ve uygulama esnasında, ülkemizde uygulanabilirliği üzerinde çok tartışılan, teorik ve ampirik çalışmalara ideal bir araştırma konusu olagelmiştir. Bütün bu çalışmalardaki ve tartışmalardaki olumlu ve olumsuz görüşlere rağmen, ülkemizde 2006 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlamıştır. 1999 yılından itibaren IMF ile imzalanan Stand-by anlaşmaları gereği uygulanan enflasyonla mücadele programı da eş zamanlı devam etmiştir. Uzun yıllar yüksek hatta kronik enflasyonla yaşamaya alışmış Türkiye ekonomisinde, bu uygulamayla beraber enflasyon hedeflerinin altında gerçekleşmelerin yaşanması, enflasyon sorununun bittiği, bu uygulamanın ekonomin en ağır yarasını iyileştirdiği görüntüsünün benimsenmesine sebep olmuştur. Fakat bugün gelinen noktada, 2008 Nisan ayı enflasyon raporunu sunan Merkez Bankası Başkanı hedeflerin tutturulamadığını ve 2010 yılından önce de hedeflerin gerçekleştirilemeyeceğini açıkça belirtmiştir. Enflasyon hedeflemesinde yaşanan sapmaların nedenleri, merkez bankası para politikasının bir anlamda etkisiz kalmasının sebeplerini yaşanan dışsal şoklar çerçevesinde araştırma amaçlı olan bu çalışmayla beraber, 2008 yılı Mayıs itibariyle IMF ile uygulanan politikanın sona erdiği ve dünya konjonktüründeki dalgalanmalarla yeni ekonomik gelişmelerin yaşanacağı Türkiye ekonomisi için yapılacak diğer çalışmalara kaynak olması amacı da güdülmüştür.

Bu amaçla çalışmanın birinci bölümünde, enflasyon hedeflemesi stratejisi benimsenmeden önce uygulanan diğer ara ve nihai hedef stratejilerine değinilmiş, nihai hedefleme stratejilerinden biri olan ve günümüzde 26 ülkede uygulanan enflasyon hedeflemesine geçişi doğuran sebepler açıklandıktan sonra, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için ülkelerde yerine getirilmesi gerekli önkoşullar ve teknik şartlar açıklanmıştır. Bu aşamada enflasyon hedeflemesinin daha iyi anlaşılabilmesi için bu stratejiye ait özelliklerde ele alınmış ve bölüm sonunda diğer alternatif stratejilerde olduğu gibi avantaj ve dezavantajlarının olduğu belirtilerek, bunlar maddeler halinde gösterilmiştir.

İkinci bölümünde ise, enflasyon hedeflemesinin ilk uygulandığı ülke örneği Yeni Zelanda'dan başlayarak, başarı ile uygulamış bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örnekleri incelenmiş, günümüz fiyat artışlarının istenmeyen etkilerinin bu ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisi gereğince saptanan hedefler üzerindeki etkilerine değinilerek bölüm sonlandırılmıştır.

1990'lı yıllarda enflasyon hedeflemesinin dünyada kendisine yeni yer edindiği dönemde, Türkiye ekonomisindeki enflasyonist süreç incelenerek çalışmanın son bölümüne giriş yapılmıştır. Türkiye ekonomisinde uygulanan döviz kuru ve parasal büyüklük hedeflemesindeki başarısız sonuçların ardından enflasyon hedeflemesine geçiş süreci başlamıştır. Özellikle 2001 krizinin ekonomideki olumsuz etkileri sonucu döviz kuru dalgalanmaya bırakılarak, döviz kuru hedeflemesinden vazgeçilmiş ve 2002 yılında parasal büyüklük çerçevesinde fakat gelecek dönemin beklentileri göze alınarak hazırlanan bir para politikası uygulanmaya başlanmıştır. Gelecek dönem beklentilerine dayanan bir para politikası örtük enflasyon hedeflemesi anlamına geldiği vurgulanarak, üç senelik geçiş döneminin ardından açık enflasyon hedeflemesine geçildiği belirtilmiştir. Hedeflemeye geçişin ardından hedeflerden sapma yaşandığı ve bu sapmanın nedenleri global düzeydeki şoklarla açıklanmaya çalışılmış ve 2008 sonrası dönemde enflasyon hedeflemesinin başarısı ve hedefleri hakkında değerlendirme yapılarak çalışma sonlandırılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASINDA HEDEFLEME STRATEJİLERİ VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Çalışmanın bu bölümünde, para politikası stratejileri arasından neden enflasyon hedeflemesi tercih edildiğinden bahsedilmeden önce, para politikası genel çerçevesinde politikacısı uygulayıcısı konumundaki Merkez Bankası'nın politika araçlarına kısaca değinilerek, para politikasının nihai hedefine ulaşmasında kullandığı ara ve operasyonel hedefleri ele alınacaktır. Para politikasının ara ve nihai hedefleme stratejileri özetlendikten sonra, enflasyon hedeflemesi politikası anlatılacak ve politikanın uygulamadaki başarısı için gerekli koşullara ve sağlanması gereken teknik şartlara değinilecektir. Ara ve nihai politika stratejilerinde olduğu gibi enflasyon hedeflemesinin kendine göre avantaj ve dezavantajları olduğundan bahsedilerek bölüm sonlandırılacak ve bu sayede, dünyada ve Türkiye'de enflasyon hedeflemesi uygulamaları incelenirken, gereken ön bilgi sağlanmış olacaktır.

#### 1.1. Para Politikası Kurallarının Genel Çerçevesi

Para politikası uygulaması, makro ekonomik hedeflerin saptanmasını; hedeflere ulaşmayı sağlayacak bir ara hedef değişkenin seçilmesini ve değişkenin belli bir değerinin belirlenmesini; ara hedefe götürecek bir operasyonel hedef değişkeninin seçilmesini ve bu değişkenin belirli bir değerinin belirlenmesini ve para politikası araçlarının kullanarak, saptanan hedeflere ulaşmayı içermektedir. Ekonomideki gelişmelerden bağımsız olarak, belirlenen hedeflerin değiştirilmesi, para politikasındaki bir değişikliği ortaya çıkarmaktadır<sup>1</sup>.

Para politikası uygulama yetkisi elinde olan Merkez Bankası'nın hedeflerine ulaşmak için kullandığı araçları genel ve özel araçlar olarak ikiye ayırmak

---

<sup>1</sup> Serdar Temel, "Enflasyon Hedeflemesi'nin Türkiye'de Uygulanabilirliği", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007, s.30.

mümkündür<sup>2</sup>. Bankanın kullandığı genel politika araçları, açık piyasa işlemleri, reeskont politikası ve zorunlu karşılık oranlarıdır. Banka bu araçlar vasıtasıyla, parasal taban ya da para çarpanının büyüklüğünü etkilemeye çalışmaktadır. Bu durumda, açık piyasa işlemleri ve reeskont politikası parasal tabanının büyüklüğünü etkilemeye yönelik para politikası araçları olarak kullanılırken, zorunlu karşılık oranları, para çarpanının büyüklüğünü denetlemek amacıyla kullanılan bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır. Diğer yandan, nakit ve mevduat olarak dağıtılan paranın kompozisyonunda ya da ticari bankaların fazla rezerv tutma alışkanlıklarında meydana gelebilecek olası değişiklikler gibi para otoritelerinin kontrolü dışında belirlenen faktörler de para çarpanı üzerinde etkili olmaktadır<sup>3</sup>.

Açık piyasa işlemleri, piyasalarda merkez bankası vasıtasıyla hazineye ait bono ve tahvillerin alım ve satım işlemlerini kapsamaktadır. Özel kesim tahvil ve bonoları ise bu kapsama dahil değildir. Açık piyasa işlemleri, banka rezervlerinin mevcut varlığını koruma amaçlı yapıldığında, defansif işlemler olarak tanımlanmaktadır. Defansif işlemler, para arzını stabilize etmek amacıyla kullanılır. Piyasaya para miktarını etkileyerek, ekonominin yönünü değiştirmeye yönelik işlemler, dinamik piyasa işlemleri olarak bilinmektedir<sup>4</sup>.

Merkez Bankası'nın bankaların bankası olarak tanımlanmasının altında yatan neden, ödünç para veren son merci olma özelliğinden kaynaklanmaktadır. MB'nın bankalara ödünç para verirken uyguladığı faiz oranına reeskont oranı denilmektedir. Bankalar ellerindeki Hazine bonusu, Devlet tahvili, Hazine kefaletini haiz bono, Menkul Kıymetler Borsası'nda kayıtlı tahvil gibi kıymetli kağıtları MB'na vermeleri şartıyla, borç alabilirler. Adı geçen evrakın ikinci kez nakde çevrilmesi, diğer bir anlatımla, reeskonta tabi tutulması olarak da yorumlanabilmektedir<sup>5</sup>. Merkez Bankası reeskont oranlarını düşürerek, genişlemeci para politikası, aksi durumda ise daraltıcı para politikası uygulama şansına sahiptir.

---

<sup>2</sup> Serdar Öztürk, **Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul, Derin Yayınları, 2003, s.15.

<sup>3</sup> TÜSİAD, 2006 **Yılın Girenken Türkiye Ekonomisi: İstikrardan Sürdürülebilir Büyüme**, TÜSİAD Yayın No: TÜSİAD-T/2005-12-414, Aralık 2005, s.67.

<sup>4</sup> Merih Paya, **Para Teorisi ve Para Politikası**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2002, s.161.

<sup>5</sup> Nur Keyder, **Para Teori-Politika-Uygulama**, Geliştirilmiş 10. bs. , Ankara, Seçkin Yayıncılık 2005, s.75.

Para politikası araçlarından bir diğeri de, mevduat munzam karşılık oranları olarak da adlandırılan zorunlu karşılık oranlarıdır. Merkez Bankası, zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek, bankaların yaratabileceği mevduat miktarını artırabilir ya da kısıtlayabilir. Söz konusu oranlardaki en ufak değişiklikler bile para stokunda çok büyük değişimlere sebep olabileceği için, merkez bankaları bu oranı sıklıkla değiştirmeyerek, para çarpanının istikrarlılığını bozmayacak bir düzeyde tutmayı tercih etmektedirler<sup>6</sup>.

Para politikası uygulamasında genel araçlar arz ve talep koşullarına etki edecek şekilde kullanılırken, öze araçlar mevduat ve kredi hacmine ya da faiz oranlarına müdahale ve kısıtlamalar getirecek şekilde kullanılmaktadır. Bankanın kullandığı özel araçları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür<sup>7</sup>;

- **Zorunlu Peşin Ödeme Oranı:** Zorunlu peşin ödeme oranı sayesinde, hisse senedi tahvil satın alımına sınırlandırma getirilmektedir. Bu şekilde, kişilerin tasarruflarını yönlendirecekleri faaliyet alanlarından bazıları sınırlandırılırken bazıları özendirilmektedir. Bu uygulamada, tahvil alımında zorunlu peşin ödeme oranı kadar peşin ödeme yapılması zorunluluğu bulunmaktadır.
- **Moral Desteği:** Merkez bankasının moral desteği olarak bilinen ikinci özel araç, bankanın ticari bankaların kredi politikalarını etkilemek amacıyla yaptığı açıklamalardan ibarettir.
- **Tüketici ve Gayri Menkul Kredilerinin Kontrolü:** Para otoriteleri, tüketici ve gayri menkul kredilerinin vadesi ve yapısı üzerinde değişiklikler yaparak, bazı mallara karşı talebi teşvik edici ya da kısıtlayıcı şekilde davranabilir. Kredilerin bu şekilde kontrol etmesindeki asıl amaç enflasyonu engellemektir.
- **Disponibilite:** Para otoriteleri, disponibilite uygulamasıyla, ticari bankaların ya da banka dışındaki mali araçların sahip oldukları fonların belli bir

---

<sup>6</sup> Paya, a. g. e. , s.165.

<sup>7</sup> Öztürk, a. g. e. s.19-20.

oraniyla kendi istedikleri tahvilleri ve bonoları satın almaya zorlayabilmektedirler.

- **Kredi Tavanları:** Merkez bankaları, ticari bankaların ekonomideki çeşitli faaliyet alanlarına ilişkin verecekleri kredilere, farklı kredi tavanları uygulamak suretiyle, sınırlandırma getirebilmektedir.
- **Farklılaştırılmış Reeskont Oranları:** Merkez bankaları, ticari bankaların kendilerine getirdikleri senet tutarları yüksek miktarda olması kaydıyla, senetlere farklı reeskont oranları uygulayabilmektedir. Bu araç sayesinde, istenen sektörler faiz oranları kullanılarak teşvik edilirken, istenilen sektörler de kısıt getirilebilmektedir.

Para politikaları uygulayıcısı konumundaki merkez bankalarının ara ve operasyonel hedefler belirleyerek ve uygulamaya koyarak ulaşmak istedikleri nihai politika hedefleri; ekonomide tam istihdamın sağlanması, iktisadi büyüme hızının artırılması, fiyat istikrarının sağlanması, döviz piyasalarında istikrar sağlanması, faiz oranlarında istikrar sağlanması ve mali sistemde istikrar sağlanmasıdır. Günümüzde birçok merkez bankası nihai hedefini fiyat istikrarının sağlanması olarak belirlemiştir. Bu nihai hedefe öncelik vermek şartıyla, politika uygulamasında diğer amaçlar da göz önünde bulundurulmaktadır.

Para politikalarının aktarım mekanizması sürecinde uzun gecikmelerin ve belirsizliklerin ortaya çıkması, uygulanan politikaların enflasyon üzerindeki etkilerini beklerken, merkez bankaları dahil kamuoyunu belirsizlikten dolayı oldukça tedirgin bekleyiş içine girmektedirler. Bu sebepten, merkez bankaları para politikası sonuçlarını bekleyen kamuoyunu ve piyasaları rahatlatmak ve bilgilendirmek amacıyla çeşitli ara hedef ve gösterge belirleyip, kullanmaya başlamışlardır<sup>8</sup>. Diğer bir anlatımla, merkez bankaları para politikasını uygularken, nihai hedefler üzerinde doğrudan kontrol sağlayamamakta, bu sebepten para politikası araçları ile nihai hedeflere ulaşabilmek için ara hedefler kullanmaktadır.

---

<sup>8</sup> Gordon G. Thiessen, "Uncertainty And The Transmission Of Monetary Policy In Canada", **The Transmission of Monetary Policy in Canada**, Bank of Canada, 1996, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/pdf/hermes.pdf>, 6 Mayıs 2008, p.14.

Operasyonel hedefler ise, para politikası araçları ile ara hedefler arasında yer almakta ve Merkez Bankalarının operasyonel hedefler üzerindeki hakimiyeti ara hedeflere nazaran daha fazla olduğu için, operasyonel hedefler kullanılarak ara hedeflere, ara hedefler kullanılarak da nihai hedefleri gerçekleştirilmeye çalışılmaktadır.

Operasyonel hedefler, kısa vadeli faiz oranları gibi fiyat değişkeninden ve parasal taban, rezerv büyüklükleri ya da net iç varlıklar gibi miktar değişkenlerinden oluşmaktadır. Her bir operasyonel hedefin de kendine göre avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Örneğin para tabanı uygulaması için para piyasalarının gelişmiş olmasına gerek yoktur. Fakat para tabanı uygulamasında parasal tabanın anlaşılması zor olabilmekte ve sinyal görevini yerine getirmesinde problemlerle karşılaşılabilir. Ayrıca para tabanı uygulamasında faiz oranlarında dalgalanmalar yaşanabilmekte ve bu durum bankaların likiditelerini yönetmede sorun olabilmektedir. Parasal büyüklüklerin tersine, kısa vadeli faiz oranlarının takip edilmesi ve kamu tarafından anlaşılması kolay olmakta ve para politikalarındaki değişimlerin sinyalini kolaylıkla ayırt edilebilmesine imkan tanımaktadır. Bu sebeple kısa vadeli faiz oranlarını operasyonel hedef olarak tercih eden geçiş ülkeleri ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının sayılarında hızla artış görülmektedir. Operasyonel hedef olarak parasal büyüklük ya da kısa vadeli faiz oranlarının seçilmesi özellikle, para talebi ve para çarpanı arasındaki ilişkinin istikrarsız bir yapıya dönüştüğü geçiş dönemlerinde daha da zorlaşmaktadır. Fakat belirtmek gerekir ki, özellikle para piyasalarının gelişmemiş ve etkisiz olduğu durumlarda parasal büyüklükler parasal aktarım mekanizmasında üstün rol aldıkları için, tercih edilmektedirler. Ayrıca yüksek ve hiper enflasyon dönemlerinde miktar değişkenlerinin etkisi daha fazla olmaktadır. Daha az gelişmiş ülkelerde parasal büyüklüklerin operasyonel hedef olarak seçilme sebebi de budur<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Andrea Schaechter, "Implementation of Monetary Policy and The Central Bank's Balance Sheet", **IMF Working Paper**, WP / 01 / 49, October 2001, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01149.pdf>, 31 Mayıs 2008, p.3-6.

Net İç Varlıklar, merkez bankalarının kısa dönemde kontrol edemeyeceği öğeler içermektedir. Ayrıca, hükümetin net pozisyonu değişken olduğu için, tahmin edilmesi de güçleşmektedir. Buna ilaveten, Net İç Varlıklar, para tabanına nazaran kamu tarafından daha zor anlaşılmakta ve takibi de daha zor olmaktadır. Diğer yandan, mali açıkların monetizasyonunu önlemede faydalı oldukları için, IMF destekli programlarda performans kriteri olarak tercih edilmektedir<sup>10</sup>.

Merkez Bankaları, operasyonel hedefleri sayesinde ara hedeflere, ara hedefler sayesinde nihai hedeflere ulaşmaya çalışmaktadır. Burada operasyonel hedefler ile ara hedefler arasındaki sıkı bir ilişkinin varlığı söz konusudur. Aralarındaki ilişkinin daha net anlaşılması açısından aralarındaki ilişki dört şekilde ele almak mümkündür.<sup>11</sup>

- İlk duruma bakıldığında, Merkez Bankası'nın faaliyet hedefi olarak interbank faiz oranlarını kullandığı görülmektedir. Bu durumda, ara hedef olarak belirlenen kısa vadeli piyasa faiz oranlarını değiştirmek için, interbank faiz oranları kullanılmaktadır. Netice itibariyle, kısa ve uzun vadeli faiz oranlarındaki değişiklikler ekonominin faaliyet hacmine de etki etmektedir.
- İkinci durumda, Merkez Bankası'nın faaliyet hedefi olarak faiz oranları, ara hedef olarak parasal büyüklükler kullanılmakta ve bu şekilde faiz oranlarının değiştirilmesiyle ara hedef olarak belirlenen parasal büyüklük hedefine ulaşmaya çalışılır. Sonuçta, ekonominin faaliyet hacminde görülen değişiklikler, parasal büyüklüklerde ortaya çıkan değişimler tarafından belirlenir.
- Diğer bir durumda, faaliyet hedefi olarak rezerv büyüklüklerin ve ara hedef olarak parasal büyüklüklerin kullanıldığı durumdur. Rezerv büyüklüklerin kontrol edilmesiyle parasal büyüklükler kontrol edilmeye çalışılır. Bir önceki

---

<sup>10</sup> A. e. , p.6

<sup>11</sup> Coşkun Can Aktan, Utku Utkulu ve Selahattin Togay, **Nasıl Bir Para Sistemi**, İstanbul: İMKB Yayını, (Çevrimiçi) [http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal\\_iktisat/monetarizm/aktan-utkulu-parapolitikasi.htm](http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/aktan-utkulu-parapolitikasi.htm), 11 Nisan 2008, s.3.

durumda olduğu gibi, ekonominin faaliyet hacmindeki değişimi belirleyen olgu parasal büyüklerde meydana gelen değişimdir.

- Son durumda, Merkez Bankası faaliyet hedefi olarak faiz oranlarını veya rezerv büyüklükleri kullanarak, ekonomide kredi hacmini kontrol etmeye çalışabilir. Bu şekilde, kredi hacmindeki değişim, ekonomik faaliyet hacminde görülecek olan değişmeyi belirlemektedir.

Nihai hedeflere ulaşılmasında istenen başarının sağlanması için ara hedef seçimine de dikkat edilmeli ve üç önemli kriter göz önünde bulundurulmalıdır. Bunları şu şekilde özetlemek mümkündür<sup>12</sup>;

- Ara hedef olarak seçilen değişkenin, enflasyonla her zaman geçerli, zamana ve koşullara göre değişmeyen istikrarlı bir ilişki içinde olması gereklidir. Ara hedef enflasyonu her koşulda tahmin edilebilir oranda etkileyebilmelidir.
- Aktarım mekanizmasında belirleyici olunması da son derece önemlidir. Örneğin, aktarım mekanizmasında enflasyonu % 80 oranında belirleyen bir değişken, % 50 gibi düşük bir oranda enflasyonu belirlemeye yardımcı olan değişkenden daha belirleyici olmaktadır.
- Ara hedef seçiminde belirlenen değişken enflasyonu istikrarlı ve güçlü bir şekilde belirleyebilse dahi, merkez bankasının o değişken üzerindeki kontrolün zayıf olması durumunda, seçilen değişken verimli bir ara hedef olarak değerlendirilemez. Özellikle spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerinin hız kazandığı günümüzde, döviz kurları enflasyonla arasında istikrarlı ve güçlü bir ilişkisi olmasına rağmen, merkez bankası bakımından kontrolü zorlaşmaktadır. Bu bakımından ara hedef seçiminde döviz kurlarına dikkat etmek gerekmektedir.

---

<sup>12</sup> Timur Önder, **Para Politikası Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Mayıs 2005, (Çevrimiçi) [www. tcmb. gov. tr](http://www.tcmb.gov.tr) ,15 Nisan 2008, s.34.

## **1.2. Para Politikasında Ara ve Nihai Hedefleme Stratejileri**

Para politikası uygulamalarında nihai hedefe ulaşmak için ara hedefler kullanıldığı gibi, ara hedeflemeye başvurmadan direkt nihai hedefler belirlenip, enflasyon ya da nominal gelir hedeflemesinde olduğu gibi gelirin kendisi hedef olarak kullanılabilir.

### **1.2.1. Ara Hedefleme Stratejileri**

Merkez bankalarının para politikası stratejileri, operasyonel hedeflerin seçilmesini de etkilemektedir. Merkez bankaları nihai hedeflerine ulaşmak için, ara hedefler ya da gösterge değişkenler kullanmaktadır. Kullanılan değişkene ya da ara hedeflere göre, para politikası stratejilerini belirlemektedir<sup>13</sup>. Ara hedefleme stratejileri olarak bu kısımda parasal büyüklük hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi ve faiz hedeflemesi stratejileri incelenecektir.

#### **1.2.1.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesi**

1970’lerde birçok ülkede merkez bankaları, enflasyonda görülen ani ve kalıcı yükselişlerin ardından, operasyonel hedeflerini kısa vadeli faiz oranlarından, nominal çıpa olarak kullanacakları bir büyüklük değişkeni olabilecek ara hedeflemeye geçmeyi tercih etmişlerdir. Bu sebeple, birçok merkez bankası 1960’ların sonları ve 1970’li yılların başlarında görülen, para politikası uygulamalarının istenmeyen sonucu olarak enflasyon yükselişlerini önlemek ve para politikalarına çıpa uygulaması getirmek amaçlı, ara hedefleme stratejisinde parasal büyüklükleri seçmişlerdir<sup>14</sup>. Parasal büyüklüklerin tercih edilmesindeki neden, Monetarist iktisatçılardan kaynaklanmaktadır. Bu düşünceye göre, enflasyon parasal bir olgudur ve enflasyonu kontrol altına almanın yolu para arzını kontrol etmekten geçmektedir. Parasal büyüklük hedeflemesinde, para arzının kontrol edilmesiyle, merkez bankalarının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması amaçlanmıştır.

---

<sup>13</sup> Schaechter, a. g. e, p.6.

<sup>14</sup> Thiessen, a. y.

Parasal büyüklük hedefleme stratejisinin üç önemli boyutu vardır. Bunlar; Parasal büyüklüklere ilişkin hedeflerin önceden ilan edilmesi, uygulanan para politikasında kullanılan parasal büyüklüklerin aktardığı bilgilerin temel alınması, hedeflenen parasal büyüklüklerde sistematik sapmaları önlemek için olan hesap verme mekanizmasına işlerlik kazandırılmasıdır<sup>15</sup>.

Parasal büyüklük hedeflemesinin en büyük avantajı, MB'nın ülke içi koşulları değerlendirerek bağımsız bir para politikası uygulamasını sağlaması ve enflasyonla mücadelede hedefleri seçme yetkisini vermesidir. Bu stratejinin, diğer bir alternatif para politikası olan döviz kuru hedeflemesi ile ortak yanları da mevcuttur. Bunlardan biri, parasal büyüklüklerdeki büyüme oranının belirlenmesiyle, hedefin nominal çıpa görevini görmesi ve bu sayede kamu tarafından kolay anlaşılır olmasıdır. Döviz kuru hedeflemesindeki kadar kolay anlaşılmadığı da belirtilmelidir. Her iki politikanın diğer bir ortak özelliği de, belirlenen hedeflerin birkaç hafta gibi çok kısa gecikmelerle periyodik olarak raporlanması ve ilan edilmesi sayesinde merkez bankasının başarılı olup olmadığının kolaylıkla öğrenilebilmesidir. Bu sayede, piyasalara ve kamuoyuna para politikaları sonuçları hakkında hızlı sinyal gönderilmekte ve enflasyon beklentilerinin azaltılmasına imkan tanınmaktadır. Parasal hedefleme politikasının avantajlarından bir diğeri de, para politikası uygulayıcılarının hesap verilebilirliğini artırması ve bu sayede para otoritesinin zaman tutarsızlığı tuzağına düşmeyeceği izlenimini vermesidir<sup>16</sup>. Parasal büyüklüklerin hedeflenmesi kamu kesiminin borçlanma yoluyla para basılmasını da önlemekte, diğer bir deyişle, parasal büyüklük hedefi, para ve maliye politikalarının koordine edilmesine yardımcı olmaktadır<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> Frederic S. Mishkin, "From Monetary Targeting To Inflation Targeting: Lessons From The Industrialized Countries", January 2000, (Çevrimiçi) <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/00BOMEX.pdf>, 7 Mayıs 2008, p.1.

<sup>16</sup> Frederic S. Mishkin, "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", (Çevrimiçi) <http://www.iies.su.se/publications/seminarpapers/648.pdf>, 24 Mayıs 2008, p.12.

<sup>17</sup> William A. Alen, "Inflation Targeting in United Kingdom 1992–2000", **Inflation Targeting Experiences**, The Central Bank of Turkey, Ankara, 2000, (Çevrimiçi) [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/enf\\_kitap/3-William\\_Allen.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/enf_kitap/3-William_Allen.pdf), 15 Mayıs 2008, p.65.

Parasal hedeflerin bahsedilen avantajlarından faydalanabilmesi için, gerekli önkoşulların sağlanmış olması gerekmektedir. Bunlardan ilki, hedeflenen parasal büyüklüğün gerektiğinde merkez bankası tarafından baskılanabilmesi için, parasal büyüklüklerin bankanın denetimi altında olması gerektiğidir. Diğer bir koşul da, amaç değişkenler ile araç değişkenler arası yani hedef ile hedeflenen değişken arasında istikrarlı bir ilişki olması gerektiğidir. Eğer gelir, fiyat seviyesi ve paranın dolanım hızı arasında sıkı bir bağ olmazsa, parasal büyüklükler para politikasının uygulanışıyla ilgili net sinyaller gönderemez hale gelir. 1980’li yıllarda serbestleşme ile finansal araçlarda görülen çeşitlilik sonucu para talebinin tahmin edilebilirliği güçleşmiştir ve bu şekilde 1980’li yılların başında parasal büyüklükler, enflasyon, nominal gelir arasındaki ilişkinin zayıfladığı durum ortaya çıkmıştır<sup>18</sup>. Bütün bu sebeplerden dolayı parasal hedefleme politikası, Amerika, Kanada ve İngiltere’de de başarısızlıkla sonuçlanmıştır<sup>19</sup>.

### 1.2.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi de yıllardır uygulanan diğer bir alternatif para politikasıdır. Döviz kuru hedeflemesi stratejisi, ulusal para biriminin altın fiyatlarına bağlanması şeklinde uygulanabileceği gibi, ulusal para biriminin düşük ve istikrarlı enflasyonun var olduğu bir ülke para birimine sabit bir kurdan bağlanması şeklinde de uygulanabilmektedir<sup>20</sup>. Döviz kuru hedeflemesini benimseyen ülkelerin, döviz kuruna olan talep arttığı zaman, kurun sabit tutulabilmesi ve kura karşı yapılan spekülasyon ataklardan korunabilmesi için yeterli döviz rezervlerine sahip olmaları gerekmektedir<sup>21</sup>. Bu stratejide, gelişmelerin günlük periyotta izlenmesine fırsat tanıyan, fiyatlar genel düzeyi ile döviz kuru arasında yakın korelasyona sahip açık ekonomilerde kolay anlaşılabilen bir değişken olması sebebiyle sağlam bir taahhüt ve

---

<sup>18</sup> Ferya Kadioğlu, Nilüfer Özdemir ve Gökhan Yılmaz, “Inflation Targeting In Developing Countries”, **TCMB Discussion Paper**, September 2000, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper50.pdf>, 10 Haziran 2008, p.8-9.

<sup>19</sup> Mishkin, “International Experiences With Different Monetary Policy Regimes”, p.14.

<sup>20</sup> Serkan Özcan, **Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Mayıs 2006, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 24 Nisan 2008, s.41.

<sup>21</sup> Róger Madrigal-López, “The Instrument Under Inflation Targeting In An Open Economy: The Case of Costa Rica”, Ohio State Üniversitesi Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2004, p.44.

basitlik avantajı sağlayan bir hedefleme şeklidir<sup>22</sup>. Aynı zamanda uygulaması sırasında basitlik sağlanması ve kolay anlaşılabilir olması geçmiş dönemde birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede döviz kuru hedeflemesine popülerlik kazandırmıştır<sup>23</sup>.

Ulusal para biriminin bir anlamda kura sabitlenmesinin getirdiği avantajları özetlemek gerekirse; özellikle dış ticarete konu olan malların fiyatlarında meydana gelen değişikliklerin, diğer bir anlatımla malların enflasyonu, ulusal para birimin kur karşısında sabit tutulması nedeniyle kontrol altına alınmış olmaktadır. Ayrıca, bu strateji ulusal para biriminin devalüe edilmesine yönelik bir eğilim olması halinde sıkı para politikası uygulanmasını zorlayacak, tersi bir durumla karşılaşılması halinde ise para politikasının gevşemesine sebep olacağı için, para politikası uygulamalarında karşılaşılan zaman uyumsuzluğu sorununu ortadan kaldırmaktadır. Döviz kuru hedeflemesinin diğer bir sağladığı fayda, günümüz para politikasının en önemli hedefi olan fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olmasıdır. Ancak belirtmek gerekir ki bu durum, kredibilitesi yüksek bir döviz kuru hedeflemesi stratejisi altında, enflasyon beklentilerinin döviz kurunun sabitlendiği ilgili ülkenin enflasyon oranına göre şekillenmesi durumunda ortaya çıkmaktadır<sup>24</sup>.

Uygulanan her para politikası stratejisinin kendi içinde yarattığı avantajlar ve dezavantajlar bulunduğu gibi, döviz kuru hedeflemesinin de avantaj ve beraberinde getirdiği riskler bulunmaktadır.

Döviz kuru hedeflemesinin dezavantajlarını çalışmanın ikinci bölümünde ülke örnekleri kısmında ayrıntılı olarak anlatılmasına rağmen genel hatlarıyla özetlemek gerekirse; döviz kurlarındaki değişim özellikle küçük ve dışa açık ekonomilerde çok büyük olumsuz etkiler yaratmaktadır. Örneğin, döviz kurunun değer kaybettiği durumda ithalat fiyatlarında artış meydana gelmesi ve bu şekilde ihracat mallarına daha fazla talep olması enflasyon oranlarını yukarı yönde etkilemektedir. Yerli paranın değer kazandığı durumda ise, yerli malların uluslararası piyasalarda rekabet

---

<sup>22</sup> Gülsün Yay, "Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi", **İktisat Dergisi**, Sayı: 470- 71, Şubat - Mart 2006, s.6.

<sup>23</sup> Kadioğlu, Özdemir ve Yılmaz, **a.g.e.** , p.5.

<sup>24</sup> Özcan, **a. g. e.** , s.41-42.

edilebilirliğinde azalış görülmekte ve bu durum ülke ihracatını azaltırken, ithalatı artıracı etki yapmaktadır. Sonuçta bu ülkelerde yüksek cari açıklar meydana gelmekte ve sermaye akımlarının spekülasyon atakları sonucu ülkeyi terk etmeleri durumunda ülke ekonomisi finansal krizlere karşı korunmasız durumda kalmaktadır<sup>25</sup>.

Döviz kuru hedeflemesinin bir diğer dezavantajı, uzun dönemde kullanılmaya elverişli bir para politikası aracı olmamasıdır. Neo Klasik görüşe göre ele alındığında, nominal devalüasyonlar da tek başına döviz kurunun uzun dönemdeki davranışlarını değiştirememektedir. Döviz kuru hedeflemesi sadece kısa ve orta vadede geçerli olmakta, uzun dönemde sapmaların meydana gelmesi makroekonomik maliyetlere sebep olmaktadır<sup>26</sup>.

Döviz kuru hedeflemesi uygulama alanında özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanılan ve enflasyonu hızla düşürmede etkin bir para politikası olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler kadar gelişmiş ülkelere bazılarında da bu para politikası uygulanmıştır. Örneğin, Fransa 1987 yılında yerli para birimi frankı o dönem enflasyonu % 1 dolayında olan Almanya'nın ulusal para birimine sabitlemiştir. Uygulamadan beş sene sonrasında Fransa'da enflasyon oranı % 3'ten, % 2'ye gerilemiştir. Gelişmiş ülke örneklerinden bir diğeri İngiltere'dir. 1990 yılında ERM sistemine dahil olduğunda enflasyonu % 10 olan İngiltere, aynı sene içinde döviz kuru bandı uygulamasına geçmiş ve iki sene içinde enflasyon oranı % 3'e düşmüştür. İngiltere'de 1992 yılında pounda görülen spekülasyon saldırıları sonucunda döviz kuru hedeflemesi ve sabit kur rejimini terk edilmek zorunda kalmıştır. Döviz kuru hedeflemesine başladığı yıl olan 1990'da % 1000'lerde olan enflasyonunu 1994 yılında % 4 seviyesine indirmeyi başaran Arjantin ise, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin dışsal şoklara açık olmasından dolayı, para birimindeki aşırı

---

<sup>25</sup> Mishkin, "From Monetary Targeting To Inflation Targeting: Lessons From The Industrialized Countries", pp.31-32.

<sup>26</sup> Urjit R. Patel and Pradeep Srivastava, "Some Implications of Real Exchange Rate Targeting in India", October 1997 (Revised), (Çevrimiçi) <http://www.icrier.org/pdf/Srivastava.PDF>, 4 Haziran 2008, p.3.

değerlenme sonucu, cari işlemler dengesindeki açığı artmış, iç ve dış borçlarını ödemede sıkıntı yaşayarak, 2001 yılında krize sürüklenmiştir<sup>27</sup>.

### **1.2.1.3. Faiz Hedeflemesi**

Ara hedefleme stratejilerinden faiz hedeflemesi yaklaşımında, merkez bankası kısa vadeli faiz oranını belirler ve para miktarını serbest bırakır. Diğer bir anlatımla, faiz oranı ara hedef olarak belirlenir. Fakat faiz oranı siyasi müdahalelerin etkisi altında kalabildiğinden, iktisadi aktivite düzeyi ile uyumlu bir faiz oranının belirlenmesi ve bu uygulamanın sürdürülmesi oldukça güçtür. Bu durumda, faiz hedeflemesi yaklaşımının başarılı olmasının önkoşulu, merkez bankasının bağımsızlığını elde etmiş olmasıdır<sup>28</sup>.

Faiz oranının ara hedef olarak kullanılması durumunda, ulaşılmak istenen enflasyon oranı ile tutarlı bir harcama ve üretim büyüklüğünü sağlayacak faiz oranının hedeflenmesi gerekmektedir. Fakat kısa vadeli faiz oranlarının, uzun vadeli faiz oranlarına kıyasla temel hedefle ilişkisinin daha zayıf olması ve uzun vadeli faiz oranlarının da merkez bankalarının kontrolü dışında olması, faiz oranlarının ara hedef olarak kullanılmasını daha da zorlaştırmaktadır<sup>29</sup>. Bu sebeple uygulamada faiz hedeflemesi ara hedefleme stratejileri arasında fazla tercih edilmemiştir.

### **1.2.2. Nihai Hedefleme Stratejileri**

Parasal büyüklüklerin hedeflenmesi ve döviz kuru hedeflenmesi faiz hedeflenmesine nazaran daha çok kullanılmasına rağmen, nihai hedeflere ulaşmada başarısızlıklarının artması üzerine, politika uygulamasında ara hedefleme stratejisinden nihai hedefleme stratejisine geçilmiştir. Bu aşamada nominal gelir ve enflasyon hedeflemesi yaklaşımları benimsenmiştir.

---

<sup>27</sup> Bülent Usta, **Enflasyon Hedeflemesi**, TCMB Uzmanlık Tezi, (Çevrimiçi) www. tcmb.gov tr, 10 Mayıs 2008, s.11-13.

<sup>28</sup> Paya, **a. g. e.** , s.175; Temel, **a. g. e.** , s.39-40.

<sup>29</sup> Temel, **a. g. e.** , s.40.

### 1.2.2.1. Nominal Gelir Hedeflemesi

Para politikası uygulamasında nihai hedeflemede nominal milli gelirin yani GSMH'nin kontrol edilmesi ile enflasyonun kontrol edilmesi amaçlanmaktadır<sup>30</sup>. Nominal milli gelir, reel gelir ile fiyatlar genel düzeyinin çarpımına eşit olduğu için, reel gelir ve fiyatlar genel düzeyindeki değişimler hedeflemeye dahil edilmektedir. Bu uygulamada fiyatlar genel düzeyinin dikkate alındığı gibi üretim miktarı da dikkate alınmaktadır. Bu durumda, planlanan reel artışındaki bir azalma, merkez bankasının enflasyon hedefinde otomatik olarak artış meydana getirmektedir. Nominal gelir artışını istikrarlı hale getirmek için uygulanan politikalar, enflasyonun kontrol altına alınmasındaki ve tahmin edilmesindeki güçlükler göz önüne alındığında daha olumlu ekonomik sonuçlar elde edilebilir<sup>31</sup>.

Nominal gelir hedeflemesini uygulamada bazı zorluklarla karşılaşmaktadır ve bunlar da bu stratejinin dezavantajlarını oluşturmaktadır. Uygulamadaki zorluklardan biri, hedeflenen gelir düzeyinin belirlenmesinde, fazla sayıda dışsal etkenin hesaba katılmasını gerektirmesidir. Diğer bir zorluk, belirlenen nominal gelir hedefinin kamuoyu tarafından düşük olarak değerlendirilip, hükümet politikalarının daraltıcı olduğu yönünde eleştirilerin olmasıdır. Nominal gelirin zamanında ölçüm yapılmasında da bazı güçlüklerle karşılaşmakta ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde ilgili verilere bazen bir ya da iki sene gecikme ile ulaşılabilmektedir. Bütün bu sebeplerden dolayı, kamuoyu tarafından daha rahat anlaşılabilir ve hesaplanabilir da nominal milli gelir belirlenmesindeki kadar zorlukla karşılaşılmayan enflasyon hedeflemesi daha fazla tercih edilmiştir<sup>32</sup>.

### 1.2.2.2. Enflasyon Hedeflemesi

Nihai hedefleme stratejilerinden ikincisi, günümüzde birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının uyguladıkları enflasyon hedeflemesi stratejisidir.

---

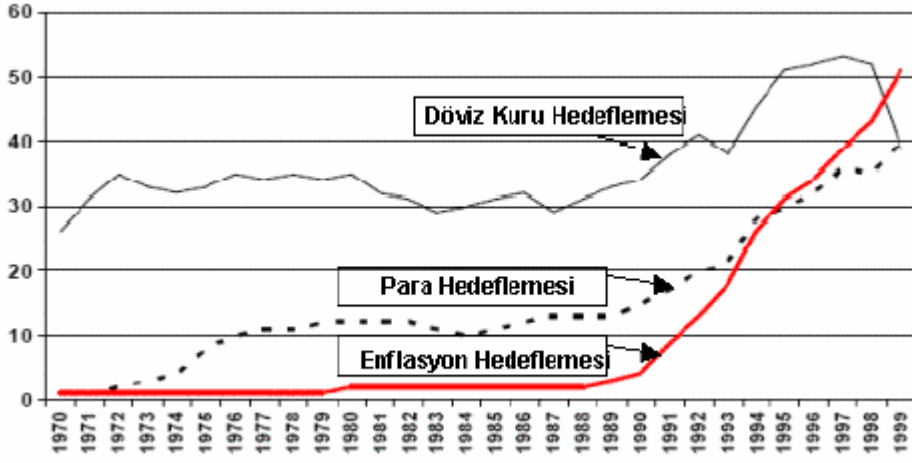
<sup>30</sup> Paya, a. y. .

<sup>31</sup> Temel, a. g. e. , s.41.

<sup>32</sup> Usta, a. g. e. , s.14; Jeffrey Frankel, "A Proposed Monetary Regime For Small Commodity-Exporters: Peg The Export Price ("PEP")", 2003, (Çevrimiçi) <http://www.econ.yale.edu/seminars/macro/mac03/frankel-030422.pdf>, 2 Haziran 2008, p. 9.

Grafik 1.1’de de görüldüğü üzere, 1990 öncesi popüler olan ve yaygın şekilde kullanılan döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejileri, her iki uygulamanın da çeşitli ülkelerdeki başarısızlıklarının görülmesiyle, 1990’lı yıllardan itibaren daha az tercih edilir hale gelmiştir. 1990’lı yıllarda bu iki para politikası stratejisine alternatif olarak enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlamıştır.

**Grafik 1.1: 1970 - 1999 Yılları Arasında Para Politikası Stratejilerinin Gelişimi**



**Kaynak:** Alicia Garcia Herrero ve Pedro del Rıo, “Financial Stability and The Design of Monetary Policy, **Banco De Espana**, Madrid, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf>, 16 Mayıs 2008, p.21.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmakta olan ülkelere göre ortak yanları olduğu gibi farklılıkları da mevcuttur. Bu farklılıklardan yola çıkarak, enflasyon hedeflemesi genel çerçevede incelenmeden önce, farklı enflasyon hedeflemesi tanımlarının yapılması uygun görülmüştür.

Gramlich’e göre enflasyon hedeflemesi açık sözlülük olarak ifade edilebilir<sup>33</sup>. Bir ülkede merkez bankası, açık bir enflasyon oranı ve genelde bu oranı tolere edecek bant aralığı belirleyerek enflasyonu kontrol altında tutmayı taahhüt etmektedir. Belli

<sup>33</sup> Edward M. Gramlich, “Inflation Targeting”, **The Federal Reserve Board Speech**, January 2000, (Çevrimiçi) <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2000/20000113.htm>, 10 Mayıs 2008

fiyat şokları olarak belirlenen dolaylı vergiler, mal fiyatları ya da faiz oranları genelde enflasyon hedeflerinin hesaplamasında dahil edilmemektedir.

Loayza- Soto'ya göre, enflasyon hedeflemesinin temel karakteristik özellikleri, araç bağımsızlığına sahip olan ve şeffaflığını sağlamış merkez bankasının kendi içinde çelişen amaçlarının olmadığı, mali baskınlığın yer almadığı ve merkez bankasının öncelikli hedefi fiyat istikrarının sayısal olarak da bildirilmesine dayanan bir parasal strateji olmasıdır<sup>34</sup>.

Sherwin'e göre ise, enflasyon hedeflemesi, belirli bir dönem ya da dönemler için enflasyon oranlarının resmi sayısal hedeflerinin kamuoyuna ilan edilmesine dayanan ve düşük-istikrarlı enflasyonunun sağlanmasını parasal politikanın birincil uzun dönemli hedefi olduğunu açıkça belirten para politikası çatısıdır<sup>35</sup>.

Bütün bu tanımlar içerisinde ülkemizde uygulanan enflasyon hedeflemesini en iyi açıklayan tanıma göre; Merkez Bankası'nın belirlediği nihai hedefi fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla para politikasının belli bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi veya hedef aralığına dayandırılması ve bu durumun kamuoyuna açıklanması olarak tanımlanabilen para politikası uygulamasıdır<sup>36</sup>.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulama açısından da farklılıklar gösterebilir. Alternatif uygulama stratejileri olarak, esnek ve katı enflasyon hedeflemesi, örtük ve açık enflasyon hedeflemesi ile tam (full-fledged) enflasyon hedeflemesi karşımıza çıkmaktadır.

---

<sup>34</sup> Norman Loayza and Raimundo Soto, "Inflation Targeting: an Overview", **Inflation Targeting: Design, Performance, Challenge**, Edited by Norman Loayza ve Raimundo Soto, Santiago, Chile, 2002, **Central Bank of Chile**, (Çevrimiçi) [http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Inflation\\_Targeting\\_Overview.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Inflation_Targeting_Overview.pdf), 12 Mayıs 2008, p.3.

<sup>35</sup> Murray Sherwin, "Institutional Frameworks For Inflation Targeting", **Practical Experiences on Inflation Targeting**, October 2000, (Çevrimiçi) [http://www.bot.or.th/Thai/EconomicConditions/Semina/Inter\\_symposium/BOT\\_CCBS/1\\_framework\\_inflation.pdf](http://www.bot.or.th/Thai/EconomicConditions/Semina/Inter_symposium/BOT_CCBS/1_framework_inflation.pdf), 10 Mayıs 2008, p.3.

<sup>36</sup> Melike Alparslan ve Pelin Ataman Erdönmez, "Enflasyon Hedeflemesi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 35, Aralık 2000, s.3.

Merkez bankasının tek hedef olarak enflasyonu belirlenen seviyede tutmaya odaklanması ve bunun dışında başka hedeflerle ve gelişmelerle ilgilenmemesi durumunda katı enflasyon hedeflemesi uygulamasından bahsedilebilir. Esnek enflasyon hedeflemesinde ise, merkez bankası enflasyon hedefinin yanında üretim, istihdam, büyüme, döviz kuru ve faiz oranı gibi ekonomik verilerle de ilgilenmektedir<sup>37</sup>.

Katı ve esnek kur hedeflemesinin sentezinden kural benzeri (rule like) strateji doğmaktadır. Bu stratejide, para otoritelerinin müdahaleleri kurallara tabi tutulmakta ve sınırlandırılmaktadır. Beklenmedik sorunlarla karşılaşılınca politika değişikliği yapılabilmesi için gerekli şartların hazırlanması da sağlanmaktadır. Bu politikada, arz yönlü şoklar sonucu ekonomide üretim seviyelerinde meydana gelen büyük çaplı dalgalanmaların ve istikrarsızlıkların engellenebilmesi için, politikanın sadece enflasyon hedeflemesini değil büyüme de dikkate alması gerektiği savunulmaktadır<sup>38</sup>.

Enflasyon hedeflemesinin diğer uygulama şekillerinden biri de örtük ve açık enflasyon hedeflemesidir. Ülkemizde de 2002-2005 dönemi boyunca uygulama alanı bulan örtük enflasyon hedeflemesi, açık enflasyon hedeflemesine geçişte ön hazırlık olarak uygulanmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesi gibi, örtük döviz kuru hedeflemesi de son yıllarda uygulanmıştır. Bu şekilde bir uygulama seçildiğinde, bazı parasal büyüklükler tayin edilir ve seçilen bu parasal büyüklüklere ilişkin hedef belirlenir ve uygulanan politikalar bu hedefleri gerçekleştirmeye odaklanır. Açık bir hedeflemeden farklı olarak, burada hedefler hakkında herhangi bir açıklama yapılmamaktadır<sup>39</sup>.

Tam enflasyon hedeflemesi stratejisinde ise, enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için yerine getirilmesi gereken ön koşullar sağlanmış olmalıdır. Bu

---

<sup>37</sup> Lars E. O. Svensson, "Inflation Targeting In An Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting?" November 1997, (Çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=321784](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=321784), 22 Mayıs 2008, p.5.

<sup>38</sup> Ben S. Bernanke and Frederic S. Mishkin. "Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy?" **NBER Working Papers**. January 1997, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w5893>, 22 Mayıs 2008, p.9-10.

<sup>39</sup> Öztürk, a. g. e. , s.28.

uygulamanın şartlarından en önemlisi, merkez bankalarının nihai hedefleri olan fiyat istikrarının yanında hiçbir ara hedef benimsememesidir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, temel amaç fiyat istikrarının sağlanmasında hedeflenen enflasyonun kendisi olduğu için, bu politika uygulamasında ara hedef kullanılmasına gerek kalmamaktadır. Enflasyon hedeflemesinde, hedeflenen enflasyon oranı, geçmiş ya da cari dönem enflasyon rakamlarından değil, gelecek dönem enflasyon tahminlerinden oluşturulmaktadır. Para politikası uygulayıcıları tarafından gelecek dönem enflasyon tahminleri yapılmakta ve belirlenen bu enflasyon hedef ya da hedef aralıkları politika uygulamalarında dikkate alınmaktadır<sup>40</sup>.

Enflasyon hedeflemesi uygulaması ile ilgili bir konuya daha açıklık getirmek gereklidir ki; enflasyon hedeflemesi ile fiyat seviyesi hedeflemesi iki ayrı strateji olmasına rağmen aynı anlamı taşıdıkları gibi yanılığlar da olabilmektedir. Bu iki uygulama arasında üç temel farklılık bulunmaktadır. Bunlardan ilki, uzun dönemde ortalama enflasyon oranı fiyat seviyesi hedeflemesinde daha kolay tahmin edilebilirken, enflasyon hedeflemesinde daha belirsiz hal alabilmesidir. Diğer bir farklılık, fiyat seviyesi hedeflemesinde zaman tutarsızlığı problemi ile karşılaşılınca, para otoritesinin geçmiş dönemdeki hataları düzeltmesi gerektiğidir. Üçüncü büyük farklılık ise, fiyat seviyesi hedeflemesinde fiyatlarda sürpriz yükselmeler olduğu zaman, para otoritesinin fiyat seviyesini düşürme yönünde müdahale etmesidir. Enflasyon hedeflemesinde ise, sapmalara karşı müdahaleye gerek olmamaktadır<sup>41</sup>.

### **1.3. Enflasyon Hedeflemesini Doğuran Sebepler**

Para politikası uygulayıcıları konumundaki merkez bankalarının nihai hedef seçiminde farklılıklar bulunsa da, çoğu merkez bankası fiyat istikrarını nihai hedef olarak benimsemiş fakat bunun yanında ülke ekonomisindeki makro ekonomik

---

<sup>40</sup> Nazan Yiğit, “Enflasyon Hedeflemesi”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006, s.24.

<sup>41</sup> Christopher J. Neely and Geoffrey E. Wood, “Deflation and Real Economic Activity Under The Gold Standard”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, September / October 1995, (Çevrimiçi)[http://research.stlouisfed.org/publications/review/95/09/Deflation\\_Sep\\_Oct1995.pdf](http://research.stlouisfed.org/publications/review/95/09/Deflation_Sep_Oct1995.pdf), 12 Mayıs 2008, p.34-35.

gelişmeleri de göz ardı etmemişlerdir. Ülke ekonomisinin büyümesi ve istihdam kadar faiz oranlarındaki ve kurlardaki değişiklikler de önemsenmiş, fiyat istikrarına yönelik politikalarla uyum göstermesine dikkat edilmiştir. Son otuz yılda merkez bankaları ve hükümetlerin sıklıkla karşılaştığı sorun yüksek seviyelere çıkan enflasyonla mücadele uyguladığı politikaların ülkedeki gelir dağılımını etkilemesi ve bunun bazı kesimlere maliyetinin çok daha ağır olmasıdır. Bu sebeple bağımsız merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarına ulaşmada başarılı olabilmesi için uygulayacağı para politikasının seçimi son derece önem kazanmaktadır. Bugün dünyada birçok ülkede enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmiştir fakat uygulama ve sonuçlar arasında kıyaslama yapabilmek için önceki sürecin de iyi bilinmesi gereklidir.

Dünya ekonomisindeki para politikasının tarihsel sürecine bakıldığında, 1930'lu yıllardan önce, ekonomide Miktar Teorisi yaklaşımının benimsendiği görülmektedir. Buradaki Irving Fisher'in mübadele denkleminin basit haliyle gösterimi şu şekildedir;

$$M \cdot V = P \cdot Q$$

Bu eşitlikte, M para arzını, V paranın dolanım hızını, P fiyat seviyesini, Q ise nihai mal ve hizmet miktarını temsil etmektedir. Bu eşitliğe göre, kısa dönemli analizlerde, mal ve hizmetlerin miktarı ve paranın dolanım hızının değişmeyeceği varsayılmış dolayısıyla fiyatlar genel seviyesindeki artışın tek sebebi para arzındaki değişikliklere bağlanmıştır. Para politikasını uygulayıcıları merkez bankalarının bu denklığe göre, parasal büyüklüklerle ilgili hedeflerine ulaşması oldukça kolay gözükmeyle beraber, uygulamada aynı kolaylık sözkonusu olmamaktadır. Fisher'in iddiası, 1930 ve 1940'lı yıllarda Keynesyen iktisatçılar tarafından gözden düşürülse de, ardından 1950'li yıllarda Friedman tarafından monetaristlerin temel iddiası olarak tarihte yeniden karşımıza çıkmıştır<sup>42</sup>.

Amerika ve diğer sanayileşmesini tamamlamış ülkelerde yaşanan Büyük Bunalımın ardından yaşanan tecrübenin mirası olarak para politikasının etkisiz

---

<sup>42</sup>Haydar Akyazı, **Enflasyon Hedeflemesi (Ülke Deneyimleri ve Türkiye'de Uygulanabilirliği)**, 1.bs, Ankara, Seçkin Yayıncılık, Nisan 2004, s.99-100.

olduğu kanaatine varılmıştır. Bu düşünce Keynes'in Genel Teori'sinde ve 1940 ve 1960'lı yıllar arasında Keynezgen ekonomi yazılarında önem kazanmıştır. İngiltere'de 1959 yılında yayımlanan Radcliffe Komitesi'nin raporuna göre, o dönemde para politikası için daha net söylenebilecek durum, para politikası, finansal enstitülerin ve firmaların likidite pozisyonlarının değiştirilmesini sağlayarak, toplam para talebi üzerine yoğunlaşmakta ve para arzını kritik bir faktör olarak görmemektedir. Aradan on yıllık bir süre geçtikten sonra, para politikasının geçerliliği üzerindeki görüşlerde değişiklikler meydana gelmiş ve bazı çevrelerde para politikası hem enflasyonu hem de üretim dalgalanmalarını etkileme konusunda maliye politikaları kadar önemli görülmeye başlanmıştır<sup>43</sup>.

Monetarist görüşe geçmeden önce, Keynesgen yaklaşımın makroekonomik analizlerinde önemli rol oynamış, enflasyon ve işsizlik ilişkisini açıklayan bir teori olarak Phillips eğrisine de değinilmesi gerekmektedir. Bu teoriye göre, enflasyon oranı ve işsizlik oranı arasında bir trade-off vardır. Bu sebeple, para politikası uygulayıcıları karar verirken, yüksek enflasyon oranı-düşük işsizlik oranı veya düşük enflasyon oranı-yüksek işsizlik oranı arasında tercih yapmak durumundadırlar. Phillips eğrisi de Keynesgil iktisatın ardından 1960'ların sonlarında M. Friedman tarafından gözden düşürülmüştür<sup>44</sup>.

1960'lı yıllarda monetarist görüş tarihte yerini alarak, enflasyonun öncelikle parasal bir olgu olduğunu ve merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamak ve uzun dönemde enflasyonu istenilen aralıkta tutmak için, kısa dönemli faiz oranlarını hedeflemek yerine sadece para stokunu kontrol etmeleri gerektiğini savunmuşlardır. Bu dönemde, Milton Friedman, Keynesgil görüşlerin aksine, hükümetlerin işsizliğin azaltılması ve büyümenin artırılması için yaptıkları müdahalelerin, orta vadede tam tersi sonuç vereceği ve yapılan yüksek harcamaların, üretimden fazla olması durumunda enflasyona yol açacağını savunmaktadır. Monetarist görüşün mantığına göre, para stoku para politikası için nominal çıpa görevini üstlenmektedir.

---

<sup>43</sup> Robert H. Rasche and Marcela M. Williams, "The Effectiveness of Monetary Policy", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, September/ October 2007,89 (5), p.448.

<sup>44</sup> Niyazi İltter, **Türkiye'de 1980 Sonrası Para Arzı ve Enflasyon**, TCMB Uzmanlık Tezi, Yayın No: DPT: 2343-KGM: 572, Mart 1994, s.7.

Enflasyonun parasal olgu olduğunu savunan monetaristlerin bakış açısına göre, para politikası reel üretimde meydana gelen konjonktürel dalgalanmaları azaltmak yerine daha da kötüleştirmektedir. Buradan yola çıkarak, monetarist görüş, para otoritelerinin tek probleminin enflasyonu kontrol altına almak olmadığını savunmaktadır<sup>45</sup>.

Monetaristlerin ancak kısa dönemde geçerli olabileceğini savundukları Phillips eğrisi, Yeni Klasik yaklaşımda Adaptif Bekleyişler Hipotezini savunan iktisatçılar tarafından da, ancak kısa dönemde beklentilerde hata meydana gelmesi durumunda geçerliliği kabul edilmektedir. Uzun dönemde ise beklentilerde görülecek olası hataların düzeltilebilirliği göz önüne alındığında, enflasyonla işsizlik arası trade off yaşanmayacağı savunulmuştur. Sargent ve Wallace'ın Rasyonel Beklentiler Hipotezi'ne göre ise, sistemli olarak beklentilerde hata olamayacağı ve kısa dönemde dahi işsizliğin doğal oranından aşağıya çekilmesi durumunda enflasyona yol açacağı savunulmuştur<sup>46</sup>.

Tarihsel süreç içinde teoriler bu şekilde gelişirken, dönem olarak 1970'li yıllar dünya ekonomisinde enerji kaynaklı arz şoklarının yaşandığı yıllar olması sebebiyle, ekonomide kırılma noktası oluşturmuştur. Bu yıla kadar Keynesyen iktisat geçerliliğini sürdürmekteyken, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde işsizlik ve enflasyonun aynı zamanda görülmesi stagflasyon olarak bilinen durgunluk içinde enflasyon olgusunu ortaya çıkarmış ve bu teori eski geçerliliğini kaybetmiştir. Özellikle gelişmiş ülkelerde büyüme imkanlarının kısıtlanmasıyla, büyümek için kaynak yaratma ihtiyacı azalmış dolayısıyla bu soruna yönelik teorilerde popülerliğini kaybetmiştir. 1970'lerde en önemli ekonomik sorun enflasyon olmaya başlamıştır<sup>47</sup>.

---

<sup>45</sup> Rasche and Williams, **a. g. e.** , p.448-449; Ergin Yıldızoğulları, **Globalleşme ve Kriz**,1. bs. , Alan Yayıncılık, 1996, s.330-331.

<sup>46</sup> İltar, **a. g. e.** , s.8.

<sup>47</sup>Gökhan Sönmezler, "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanabilirliği", **İktisat Dergisi**, Sayı: 470- 71, Şubat- Mart 2006, s.18.

Bretton Woods sisteminin yıkılmasına denk gelen yıllarda enflasyon sorun olmaya başlamış ve fiyat istikrarının sağlanmasında güçlüklerle karşılaşan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı zamanlarda parasal ve döviz çıpası stratejileri benimsenmiş ve uygulamaya başlanmıştır.

Döviz kuru hedeflemesinin kendine göre avantajları yanında uygulamada karşılaşılan olumsuzluklar da görülmüştür. Örneğin; döviz kuru hedef bant aralığını çok sıkı olarak belirlenirse, döviz kuru hedefi para politikası üstünde çok sıkı kısıtlamalar getirmekte ve sonucunda ülke ekonomisi makroekonomik şoklara ve dünya ekonomisindeki politik kararlardaki değişikliklere son derece savunmasız hale gelmektedir. Bu durumda ülkedeki spekülasyon atak tehlikesi de yükselmektedir. Diğer yandan, eğer döviz kuru hedef bant aralığı geniş tutulursa, politika uygulamasında döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanılmasında yetersiz kalabilmekte ve para politikası uygulayıcıları açısından da iyi bir rehber olma görevini yerine getirememektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında ise, döviz kurunun uzun dönemde istikrarlı olabilmesi için uygun ortam sağlanması ve yurtiçi ekonomik koşulların para politikasının öncelikli hedefi haline gelmesi sağlanmaktadır. Döviz kurunu hedeflemesini uygulayan birçok ülke örneğinde enflasyon hedeflemesi stratejisinin çok daha cazip olduğu görülmüştür üzerine, enflasyon hedeflemesine geçilmesi uygun görülmüştür<sup>48</sup>.

Özellikle 1970'lerin sonlarına doğru daha çok tercih edilmeye başlanan parasal hedefleme politikasının da döviz kuru hedeflemesinde olduğu gibi sağladığı önemli avantajların yanında, uygulamadan kaynaklanan sorunları özellikle 1980'li yıllardan itibaren yaşanmaya başlanmıştır. Global ekonomide serbestleşme yılları olarak da anılan bu yıllarda, finansal araçların ve aracılarn çeşitlenmesi ile, parasal göstergelerin kontrol edilebilirliği ve bu göstergelerin enflasyon, nominal gelir ve faiz oranları arasındaki ilişkinin zayıfladığı görülmüştür. Sisteme yeni finansal araçlar (kredi kartı, elektronik para gibi) dahil olması ile paranın dolanım hızı ve para

---

<sup>48</sup> Ben S. Bernanke, T. Laubach, et. al. , **Inflation Targeting Lessons From The International Experience**, Princeton University Press,1999, p.250.

ikamesi istikrarsız hale gelmiştir ve merkez bankasının para talebini etkin bir şekilde belirleyebilmesi güçleşmiştir<sup>49</sup>.

1970’li yıllardan günümüze gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin, para politikalarını uygularken nominal çıpa olarak seçtikleri parasal büyüklükleri ve döviz kurlarını pivot olarak kullandıkları görülmektedir. Fakat global ekonomide sermaye hareketlerin serbestleşmesi sayesinde ulusal piyasaların entegrasyonu ve 1990’lı yıllarda yaşanan finansal krizler, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinin<sup>50</sup> uygulanmasında soru işaretleri oluşmasına sebep olmuşlardır. Bu sebeple, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmiştir.

#### **1.4. Enflasyon Hedeflemesinin Başarılı Olması İçin Gerekli Önkoşullar**

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyon durağanlık kazandığı için, kamuoyunun gelecek dönem enflasyon beklentileri de yüksek olmaktadır. Beklentilerin aşağıya çekilebilmesi için merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi yaklaşımını belirli bir anti enflasyonist süreç sonunda uygulamaya başlamaları, hem merkez bankalarının hem de uygulanan hedeflemenin başarısını artırıcı etki yapacaktır. Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda ekonomik ilişkiler dolarize bir hal aldığı için, döviz kurlarında meydana gelebilecek dalgalanmalar karşısında merkez bankaları zor durumda kalabilmektedirler. Bu sebeple, özellikle gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin başarısı için, olası döviz kuru şoklarına karşı düzenlemelerin yapılması şarttır<sup>51</sup>.

Para politikasının yönetilmesindeki başarının ölçülümünde bir diğer kıstas da, bağımsızlığını kazanmış bir merkez bankasının, yasalarla uyumlu standart bir performans değerlendirilme ve sonuçlarına göre cezalandırılma sistemine tabi

---

<sup>49</sup> Akyazı, a. g. e. , s.102-103.

<sup>50</sup> Temel, a. g. e. , s.2.

<sup>51</sup> Öztürk, a. g. e. , s.144.

olmadığı durumda bile, iyi tanımlanmış ve önceden bildirilmiş enflasyon hedefine karşı kamuoyunun desteğini alabilmiş olmasıdır<sup>52</sup>.

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için bahsedilen koşullar dışında bazı önkoşulların yerine getirilmesi gereklidir. Bunlardan bazıları; tam bağımsız bir merkez bankası, mali disiplinin sağlanması ve mali piyasaların gelişmiş olması, para politikası ile fiyat istikrarının sağlanmasının amaçlanması ve mali baskınlığın olmamasıdır.

### **1.4.1. Merkez Bankası'nın Bağımsızlığı**

Enflasyonla mücadelede karar vermiş ve enflasyon hedeflemesi uygulayacak bütün ülkelerin öncelikle merkez bankalarının para politikalarını yönetebilmeleri adına bağımsız olmaları gereklidir<sup>53</sup>. Merkez bankalarının nihai hedefleri olan fiyat istikrarına ulaşılmasında dışsal şoklar haricinde engelleyici iki unsur daha bulunmaktadır. Bunlardan ilki, siyasi otoritelerin ekonomik aktiviteyi canlandırmaları amacıyla yeterli koşullar sağlanmadan, ekonominin kapasitesi üzerinde çalışmaya zorlamaları olarak karşımıza çıkarken, ikinci unsur, hükümetlerin kamu maliyesi açıklarını merkez bankası kaynakları ile finanse etmeye meyilli olmalarıdır. Bu koşullarda kısa vadede büyüme ve istihdamda artış sağlansa bile, uzun vadede yüksek enflasyon yaşanılması kaçınılmaz sonudur. Dolayısıyla, merkez bankalarının siyasi otoriteden bağımsız olarak görevlendirilmeleri ve fiyat istikrarını tehlikeye atacak uygulamalara hayır demeleri gerekmektedir. Bütün bu sebepler bağımsızlığın gereklilikleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Merkez bankalarının bağımsızlığının sağlandığı ortamda, hedefleri önceden belirlenmiş siyasi baskılardan uzak bir politikanın uygulanıyor oluşu, toplumda da politikaya olan güveni artırıcı etki yapmaktadır<sup>54</sup>.

---

<sup>52</sup> Mishkin, "Inflation Targeting In Emerging Market Countries", p.4.

<sup>53</sup> Paul R. Mason, Miguel A. Savastano ve Sunil Sharma, "The Scope For Inflation In Developing Countries", **IMF Working Paper**, No: 97/130, (Çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=268907](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=268907), 11 Mayıs 2008, p.7.

<sup>54</sup> TCMB, Merkez Bankası Bağımsızlığı, 24 Şubat 2005, Muğla, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 22 Mayıs 2008, s.3.

Merkez bankalarının bağımsız olmadığı ortamda da düşük enflasyon görülebilir fakat yapılan amprik çalışmaların sonucunda ortalama olarak, merkez bankaları daha bağımsız olan ülkelerde enflasyon oranlarının daha düşük olduğu gözlenmiştir. Bununla beraber, özellikle mali disiplinin yüksek oranlarda sağlanamadığı ekonomilerde bile merkez bankalarının bağımsız olması durumunda enflasyon oranının daha düşük gerçekleşmesi beklenmektedir<sup>55</sup>.

Belirtmek gerekir ki, merkez bankasının yasal olarak elde ettiği bağımsızlığının uygulamada hayat bulabilmesi için, mali baskınlığın olmaması, finansal piyasaların yeterli düzeyde derin olması ve istikrarlı devam etmesi, para ve maliye politikaları arasında amaç bakımından koordinasyonun tam olması ve en önemlisi hükümet tarafından merkez bankasının bağımsızlığının öneminin kavranmış olması gerekmektedir<sup>56</sup>.

#### **1.4.2. Mali Disiplinin Sağlanması ve Gelişmiş Mali Piyasalar**

Enflasyon hedeflemesinin başarıyla uygulanabilmesi için, aktarım mekanizmasının etkin olabilmesi yani merkez bankasının aldığı faiz kararlarının enflasyonu istenilen seviyede ve istikrarlı bir şekilde etkileyebilmesi, ülkedeki para, sermaye ve döviz piyasalarının gelişmişliğine bağlıdır<sup>57</sup>. Mali piyasaların kullanılan para politikası araçlarına yeteri kadar hızlı cevap verememesi enflasyon hedeflerinden sapmalara yol açabilmektedir. Buna ilaveten, mali piyasaların devlet tahvili gibi araçlarla kamu borçlarını karşılayabilecek şekilde derin ve gelişmiş olması, merkez bankasının kamu borçlarının finanse edilmesindeki yükünü azaltacağı gibi, bu şekilde bir yükümlülüğe girmesine gerek kalmamasını sağlaması açısından çok önemlidir<sup>58</sup>.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde güçlü, gelişmiş mali piyasaların olmayışı ve finansal yapının kırılgan oluşu, finansal piyasalarda da tehlike arz etmektedir. Bu sebeple, yaşanan döviz krizlerinden çıkarılacak önemli

---

<sup>55</sup> Stanley Fischer, "Maintaining Price Stability", **Federal Reserve Bank of Minneapolis**, (Çevrimiçi) <http://www.minneapolisfed.org/pubs/region/97-06/fisher.cfm>, 13 Mayıs 2008, p.2.

<sup>56</sup> Akyazı, **a. g. e.**, s.34.

<sup>57</sup> TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, 2006, s.8.

<sup>58</sup> Alparslan ve Ataman Erdönmez, **a. g. e.**, s.5.

derslerden biri de, devalüasyon sonucu bilanço etkisinin (balance sheet effects) ortaya çıkmasıdır. Firmalar döviz borçlarını hedge etmemişlerse, firmaların net değeri düşmekte ve bu şekilde devalüasyonun daraltıcı etkisi ortaya çıkmaktadır. Eğer finansal piyasa hataları (financial market imperfections) iç borçlanmayı dış borçlanmadan daha ucuz hale getirirse, firmaların piyasa değerinde yaşanan azalmalar, daha az yatırım yapmaları anlamına gelir ki, bu durumda firmaların varlık fiyatlarında ve değerinde azalma daha da artabilir<sup>59</sup>.

### **1.4.3. Uygulanan Para Politikası ile Fiyat İstikrarının Sağlanmasının Amaçlanması**

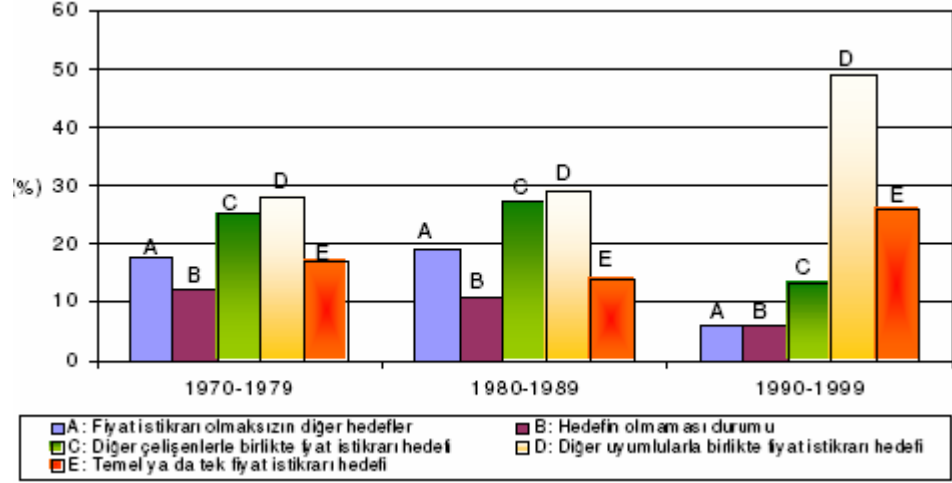
Merkez Bankaları, kuruldukları günden itibaren kendilerine hedef belirlemişler ve para politikası stratejileri olarak tanımlanan yöntemleri belirledikleri bu hedefleri yerine getirmek için tercih etmişlerdir. Grafik 1.2'den de takip edilebileceği üzere, farklı tarih aralıklarında farklı hedefleri kendilerine seçebilmektedirler. Fakat son on yıllık dönemde, merkez bankaları hedef seçimlerinde tek bir hedefi, fiyat istikrarını ya da en azından fiyat istikrarıyla beraber uyum içinde olabilecek diğer hedefleri belirleme yönünde karar vermektedirler<sup>60</sup>.

---

<sup>59</sup> Kenneth Kasa, "Will Inflation Targeting Work In Development Countries", **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter**, Vol.21, No.1. (Çevrimiçi) <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2001/el2001-01.html>, 12 Mayıs 2008.

<sup>60</sup> Alicia Herrero and Garcia Pedro Del Rio, "Financial Stability and The Design of Monetary Policy", Banco de Espana Madrid 2003, (Çevrimiçi) [www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf](http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf), p.17.

**Grafik 1.2: Merkez Bankası Hedeflerinin 10 Yıllık Sürelerde Değişimi (1970-1999 Yılları Arasında)**



**Kaynak:** Herrero and Del Rio, a. g. e. , p.18.

Merkez Bankalarının para politikası uygularken asıl amaçları farklılık gösterse de, 1990'lı yılların başından itibaren çoğu merkez bankasının amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır. Bunlara Avustralya, Brezilya, Şili, İsrail, Finlandiya, Kanada, Almanya, İspanya, Yeni Zelanda, İsveç, İngiltere ve Amerika'daki merkez bankaları örnektir. Diğer merkez bankalarının amacı, ekonomik durgunluğun giderilmesi, tam istihdam şartlarının sağlanması ve daha genel olarak ekonomik kalkınmaya yönelik hedeflerde olabilmektedir<sup>61</sup>.

Merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak kullandıkları döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi ve örtülü hedefleme gibi stratejilerin birbirlerinden oldukça farklı özelliklere sahip olmalarına rağmen, önemli bir ortak özelliği de vardır. Alternatif para politikalarındaki bu ortak özellik; fiyat istikrarının sağlanması amacıyla "nominal çıpa" veya "ara hedef" belirlenmesidir. Para politikalarında nominal çıpa kullanılması, enflasyon beklentilerinin azaltılmasında ve merkez bankalarının zaman tutarsızlığı tuzağına

<sup>61</sup> Róger Madrigal-López, B. S. , Lic "The Instrument Problem Under Inflation Targeting In An Open Economy: The Case Of Costa Rica", (Doktora Tezi, The Ohio State University), 2004, p.1.

düşmelerine sebep olan ihtiyari para politikalarının sınırlandırılmasında yardımcı olmaktadır<sup>62</sup>.

Ekonomilerde kalıcı büyümenin sağlanabilmesi için de fiyat istikrarının sağlanmış olması gereklidir. Fiyat istikrarının sağlandığı ekonomilerde, reel kaynakların dağılımı daha verimli olmakta (kaynaklar paranın değer kaybına karşı kur riskinden korunmak için kullanılmak yerine kaynakların daha çok kısmı üretime yönlendirilmektedir), gelir dağılımı da daha eşit olmaktadır. Fiyat istikrarı aynı zamanda nominal belirsizlikleri azaltmakta, reel yatırımları teşvik edici rol oynamaktadır. Bütün bunlara ilaveten, ekonomide enflasyonun düşük olması, döviz kurlarının sabitliğini sağladığı için, ülkeyi yurtdışına karşı daha rekabetçi bir konuma getirmektedir. Büyümenin devamlılığının sağlanmasıyla ülkede yeni işler ortaya çıkmakta ve dolayısıyla yüksek istihdama sebep olmaktadır. Birçok ülke üzerinde yapılan ampirik çalışmaların sonuçlarında açıkça görüldüğü gibi, fiyat istikrarını sağlamış ülkeler, enflasyonla yaşayan ülkelerden daha hızlı gelişmektedir<sup>63</sup>.

Para politikalarının amacına yönelik tartışmalar ve bu yönde dünya konjonktüründe fiyat istikrarının sağlanmasıyla elde edilen olumlu gelişmeler neticesinde fiyat istikrarının önemi daha çok ortaya çıkmıştır. Bu gelişmeler yaşanırken, Phillips (1958) ve Samuelson- Solow (1960) gibi iktisatçıların uzun dönemde enflasyon ve işsizlik arasında trade-off olduğu görüşlerinin, Friedman-Phelps'in geliştirdiği "beklentili Phillips eğrisi" sonucunda geçerli olmadığı kanıtlanmıştır. Literatürde yaşanan bu gelişme ile birlikte, para politikalarının uzun dönemde birincil hedefinin fiyat istikrarının sağlanması olduğu üzerinde fikir birliğine varılmıştır<sup>64</sup>.

---

<sup>62</sup> Akyazı, a. g. e. , s.14-15.

<sup>63</sup>Weitzman Nagar, "Monetary Policy In Israel In An Era Of Inflation Targets: Principles and Implementation", Bank of Israel Monetary Department, (Çevrimiçi) <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/neumim/neum073e.pdf>, 11 Mayıs 2008, p.11.

<sup>64</sup> Akyazı, a. y.

#### 1.4.4. Mali Baskınlığın Olmaması

Yüksek düzeydeki kamu borçlarının, merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkinin zayıflaması sonucu aktarım mekanizmasının istenildiği gibi çalışmasının engellenerek, para politikasının etkinliğinin azaltılması durumuna mali baskınlık denilmektedir<sup>65</sup>.

Mali baskınlık ya da üstünlük, güçlü maliye politikalarının olduğu ekonomilerde ortaya çıkmamaktadır. Mali baskılar daha çok, etkinliği olmayan ve zayıf mali sistem sahibi ülke ekonomilerinde görülmektedir. Vergi sisteminin gelişmemiş olduğu gibi, para ve sermaye piyasalarında da gelişmişlikten söz etmenin zor olduğu ekonomilerde, kamu harcamalarının finansmanı para basılarak borçların kapatılmasından başka çözüm yolu kalmamaktadır. Borçların monetizasyonu olarak da bilinen bu yöntem sonucunda enflasyon ortaya çıkmaktadır. Maliye politikalarının etkinliğinin olduğu ortamda mali baskınlık olmayacaktır ve enflasyon hedeflemesinin hükümet ve merkez bankası tarafından birlikte yürütülmesi para ve maliye politikalarının çatışmasının önüne geçilebilmesinde faydalı olacaktır<sup>66</sup>.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında para politikasının başarılı olabilmesi için, mali önceliklerin para politikasına hakim olmaması gereklidir. Mali disiplinin sağlanması adına, hükümet finansal piyasalardaki büyük miktardaki fonlamayı artırmalı ve hükümetin merkez bankasından kredi almasına sınırlandırma getirilmelidir<sup>67</sup>. Mali baskınlığın görülmemesi için, ayrıca hükümetin geniş bir gelir tabanına sahip olması ve aşırı para basma yoluyla elde edilen senyoraj gelirlerine güvenmemesi gerekmektedir. Ülke içindeki finansal piyasalar, kamu ve özel kesim borçlanmasına imkan sağlayacak derinliğe sahip olmalı ve kamu borçlarının da sürdürülebilir olup, para politikasını sınırlandırmaması gerekmektedir<sup>68</sup>. Aksi

<sup>65</sup> TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, 2006, s.9.

<sup>66</sup> Ekrem Gül, Arif A. Gürbüz, “Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, (Çevrimiçi), <http://sbe.dumlupinar.edu.tr/14/63.pdf>, 15 Mayıs 2008, s.13-14.

<sup>67</sup> Alina Carare v. d. , “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, **IMF Working Paper**, WP/02/102, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02102.pdf>, 6 Mayıs 2008, p.4.

<sup>68</sup> Paul R Masson, Miguel A. Savastona and Sunil Sharma, “Can Inflation Targeting Be A Framework for Monetary Policy In Developing Countries?”, **Finance & Development**, March, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/03/pdf/masson.pdf>, 18 Mayıs 2008, p.2.

taktirde, finans piyasalarındaki borç verilebilir fonların çoğu kamu kesimine aktarılarak, özel sektöre verilecek kredi miktarında önemli ölçüde azalma meydana gelecektir. Bu şekilde, aktarım mekanizmasındaki faizlerin genel düzeyi ve kredi piyasası kanalları doğrudan, beklentiler kanalı ise dolaylı olarak etkinliklerini kaybettikleri için, para politikası da talep ve enflasyon üzerinde istenilen düzeyde etkin olamamaktadır<sup>69</sup>.

#### **1.4.5. Diğer Nominal Çıpanın Kullanılmaması**

Enflasyon hedeflemesinde enflasyon hedefi dışında başka nominal çıpa kullanılmaması da bir önkoşul olarak değerlendirilmektedir. Özellikle döviz kuru çıpası ile enflasyon hedefinin ortak hedef olmaması konusunda genel konsensüs oluşmuştur.

Döviz kuru çıpasının, enflasyon hedefi ile kullanılmamasının bazı sebepleri vardır. Bunlardan en önemlisi, sabit döviz kuru sisteminde etkin bir para politikasının uygulanamamasıdır. Bunun temelinde uzlaşmaz üçlü gerçeği vardır. Uzlaşmaz üçlü gerçeğinde; sabit kur sistemi, bağımsız para politikası, uluslararası sermaye hareketlerinde serbestlik aynı zamanda kullanılamaz. Bu politikalardan sadece ikisi birlikte uygulanabilir<sup>70</sup>. Buradan yola çıkarak, İsrail örneğine bakıldığında, sabit kur sisteminden daha esnek döviz kuru sistemi olan crawling peg uygulamasında, enflasyon hedefi ile döviz kuru hedefi arasındaki çelişkinin ortadan kaldırılabilmesi ya da azaltılabileceği görülmektedir. Burada da bazı sorunların ortaya çıkabileceği göz ardı edilmemelidir. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında enflasyon hedefine öncelik verilirken, enflasyon ile döviz kuru arasında bir ikilem olduğunda, hangi hedefe öncelik verileceği sorunu ortaya çıkmaktadır. Enflasyon hedeflemesinde döviz kuru çıpasının bulunması halinde, yurt içi fiyat ve ücretlerin, dış ticarete rekabette üstünlük sağlayabilecek şekilde esnek olamaması bir diğer sebeptir. Bu şekilde, ülkedeki büyüme azalacak, işsizlik artacak ve ekonomide ciddi sorunlar meydana gelecektir<sup>71</sup>.

<sup>69</sup> TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, a. y. .

<sup>70</sup> Aydan Kansu, **Döviz Kuru Sistemleri Döviz Krizleri (Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri)**, İstanbul, Derin Yayınları, 2004, s.62.

<sup>71</sup> Akyazı, **a. g. e.** , s.39-40.

## 1.5. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Özellikleri

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi için bazı önkoşulların sağlanması gerektiğine daha önce değinilmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin daha iyi anlaşılabilmesi ve ekonomilerde başarılı uygulanıp uygulanmadığının değerlendirmesini yapabilmek için özelliklerine de değinmekte fayda vardır.

### 1.5.1. Hesap Verilebilirlik ve Şeffaflık

Merkez bankalarının genel anlamda araç bağımsızlığına sahip olmasının yanında, amaçladığı hedeflere ulaşabileceği konusunda inandırıcı olması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesinin bir diğer özelliği de, para politikasının şeffaflığını, politika uygulayıcılarının da hesap verilebilirliğini artırabilmesidir. Para politikasının amacını kamuoyuna kesin ve kolay anlaşılır bir şekilde aktarabilmesinden dolayı, enflasyon hedefleri oldukça şeffaftır. Örneğin, merkez bankasının, belli bir süre için TÜFE’deki artışın yıllık % 1 ile % 3 arasında tutulacağını bildirmesi, kamuoyunun kısa dönem ve uzun dönemdeki planlarını yaparken bu sinyali gösterge olarak kullanmalarını sağlayacaktır. Enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemiş bir merkez bankası, uzun dönemde fiyat istikrarını başarmayı amaçladığını açıklayan ama fiyat istikrarının sayısal bir tanımını yapmayan ya da belli bir süreyi hedef olarak göstermeyen bir merkez bankasına göre daha açık ve net bir şekilde sinyal verici konumdadır. Bu şekilde hedef daha kesin olunca, hedefin tutturulup tutturulmadığı da daha net anlaşılmaktadır<sup>72</sup>.

Merkez Bankası’nın hesap verilebilirliğinin sağlanmış olduğu ülkelerde, MB’nın faaliyet özerkliğini kullanarak hissedarları vasıtasıyla kamu kaynaklarını kötüye kullanılmasının da önüne geçilmektedir. Merkez bankalarının uyguladıkları politika sonucu hesap verdikleri mercide farklılıklar olabilmektedir. Genelde merkez bankaları Maliye Bakanı’na hesap vermekte fakat bazı durumlarda bakanlar kuruluna hesap vermeleri de gerekebilir. 2003 yılı sonunda yapılan hedef, amaç, araç ve sınırlı özerkliğe sahip 100 ülkeyi kapsayan bir çalışmada, hedef özerkliğine sahip ülkelerin yarısından fazlasında yasama meclisine sorumlu oldukları, sınırlı özerkliğe sahip

<sup>72</sup> A. Kahn and Klara Parrish, “Conducting Monetary Policy With Inflation Targets”, (Çevrimiçi) <http://www.kc.frb.org/publicat/econrev/PDF/3q98kahn.pdf>, 6 Mayıs 2008, p.7.

ülkelerde daha çok sayıda merkez bankasının maliye bakanına karşı sorumlu oldukları dikkat çekicidir. Birkaç ülkede de, merkez bankasının uyguladığı para politikasına karşın hem yasama meclisine hem de hükümetin idarecilerine sorumlu olduğu görülmektedir. Uygulamada farklılıklar olsa da, önemli olan merkez bankasının finansal özerkliği ile hesap verilebilirliği arasında dengenin sağlanmasıdır<sup>73</sup>.

Enflasyon hedeflemesini benimsemiş çoğu ülkede, merkez bankaları periyodik olarak enflasyon raporu yayımlamaktadır. Enflasyon raporları, merkez bankalarının uyguladıkları politikaları açıklamalarına ve güvenilirliklerine zarar verebilecek suçlamalara karşı kendilerini ifade etmenin bir yöntemidir. Bu ülkelerde para politikasının şeffaflığının ve hesap verilebilirliğinin sağlanmasında başka araçlar da mevcuttur. Bunlardan biri, hedeflerden sapma yaşandığı zaman bunun sebeplerini, enflasyon oranını tolere edilen seviyelere indirmek için uygulanacak önlemleri ve önlemlerin etkisini göstermesi için gerekli zamanı belirten zorunlu bir açık mektubun yayımlanmasıdır. Araçlardan ikincisi, merkez bankası yönetim kurulu üyelerinin parlamento karşısına çıkmasıdır. Son araç da, faiz oranları hakkında karar veren para politikası komitesinin aldıkları kararların yayımlanmasıdır<sup>74</sup>.

### 1.5.2. Güvenilirlik (Kredibilite)

Enflasyon hedeflemesi uygulanan ülkelerde, güvenilirlik kamuoyunun para otoriteleri tarafından belirtilen taahhütlerin yerine getirilmesi konusunda kuşku duyulmaması anlamına gelmektedir. Uygulanan politikalarda güvenilirliğin sağlanması için geçiş sürecine ihtiyaç duyulmaktadır. Güvenilirlik kavramının önemini artıran bir diğer unsur, kamuoyunda oluşan güven duygusunun parasal aktarım mekanizması üzerinde olumlu etkide bulunması dolayısıyla para politikasının etkinliğinde artış sağlanmasıdır. Güven ortamının sağlanması ile

---

<sup>73</sup> Tonny Lybek and JoAnne Morris, "Central Bank Governance: A Survey of Boards and Management", **IMF Working Paper**, WP/04/226, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04226.pdf>,5 Haziran 2008, pp.17-18.

<sup>74</sup> Mario I. Blejer and Alfredo M. Leone, "Introduction and Overview", **Inflation Targeting In Practice: strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, ed. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Sergio Werlang, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/strach1.pdf>,16 Mayıs 2008, p.4.

enflasyonu kontrol altına alma sürecinde kısıalma ve maliyetlerde azalma meydana gelecek, fiyat istikrarının sağlanması ve devam ettirilmesi de kolaylaşacaktır<sup>75</sup>.

Şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin bu derece önemli olmasının nedeni merkez bankasının güvenilirliğini artırmasıdır. Merkez bankasının güvenilirliğini kazanması son derece önemlidir çünkü kamunun gelecek enflasyon hakkındaki beklentilerinin şekillenmesine yardımcı olmaktadır. Tüketiciler ve ticarete faaliyette bulunanlar, merkez bankasının fiyat istikrarı hedefini başarıyla tamamlayacağına inandıklarında, daha düşük nominal ücretleri kabul etmeye razı olacaklardır. Bankanın para politikasına olan güven arttıkça, daha düşük enflasyon ve enflasyon risk primi varlık fiyatlandırmasına uygulanmakta ve uzun dönem taahhütler enflasyon beklentileri yerine makro ekonomik temeller üzerine belirlemeye başlamaktadır<sup>76</sup>.

### 1.5.3. Esneklik

Merkez bankasına verilen sorumlulukların kapsamının genişletilmesi ya da daraltılması ve şeffaflığının artırılması ya da azaltılması merkez bankasının esnekliğini daraltıcı ya da artırıcı yönde etkide bulunabilmektedir. Bu sebeple enflasyon hedeflemesi rejiminde şeffaflık ile esneklik arasında dengenin kurulmuş olması son derece önemlidir<sup>77</sup>.

Enflasyonun tahmin edilmesinin güçlüğünden ve ekonomik şokların enflasyon üzerindeki geçici etkileri olabileceğinden, bütün enflasyon hedeflemesi rejimleri merkez bankalarının bazen hedeflerinin tutmamasına müsaade etmektedir. Buna rağmen hedeften sapmalar ortaya çıktığında, merkez bankalarının açıklama yapması beklenmektedir. Merkez bankasının kontrolü dışında petrol fiyatlarındaki artışların, doğal afetlerin, vergilerdeki kesinti değişikliklerinin birinci dönem etkileri gibi geçici enflasyon şoklarının kapsamı dahilindeki açıklamalar, tolere edilmektedir. Buna ilaveten, ekonomi güçsüz olduğunda ve işsizlik artığında, enflasyon hedeflemesi rejimlerinin çoğu enflasyonun geçici olarak hedeflerin üzerinde gerçekleşmesine izin

---

<sup>75</sup> Gül, Gürbüz, a. g. e. , s.12.

<sup>76</sup> Kahn and Parrish, a. y. .

<sup>77</sup> Alparslan ve Erdönmez, a. y. .

vermektedirler<sup>78</sup>. Bu şekilde merkez bankasının bağımsız olduğu durumda da, hükümetin bankanın hedefini tek taraflı olarak geçersiz kıldığı istisnai durumlar da ortaya çıkmaktadır<sup>79</sup>.

## **1.6. Enflasyon Hedeflemesi İle İlgili Teknik Konular**

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında önkoşulların sağlanması gerektiği gibi, netleştirilmesi gereken teknik hususlar da vardır. Bunlar enflasyon hedefinin temel amacı olan fiyat istikrarına ulaşılması yolunda belirlenen hedef enflasyon oranı, karşılaştırmaların yapılmasında ve kamuoyunun takibini kolaylaştırmak amacıyla fiyat endeksinin tercih edilmesi, hedefin nokta ya da bant hedefi olarak belirlenmesi ve tabii ki hedefleme süresinin ilan edilmesidir. Bütün bu teknik hususları netlik kazanmadan, enflasyon hedeflemesi stratejisinin sağlıklı olarak uygulanması mümkün değildir.

### **1.6.1. Fiyat Endeksi Tercihi**

Enflasyon hedeflemesini benimsemiş ülkelerde, merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirmeleri için, enflasyon oranını en iyi ve en doğru şekilde yansıtabilecek endeksin seçimi para politikasının uygulayıcıları açısından da son derece önem taşımaktadır. Bu sebeple, enflasyon oranının ölçülmesi ve paranın mal ve hizmetler karşısında göreceli değerinin ne şekilde değiştiğinin anlaşılması diğer bir anlatımla, fiyatlardaki değişikliklerin yaşam standardı maliyetindeki değişimleri ölçmek amacıyla fiyat endeksleri kullanılmaktadır<sup>80</sup>.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında, hedeflenen enflasyonun ölçümü çok önemlidir çünkü hedeflerin takip edilebilmesi, para politikasının başarısının değerlendirilmesi endeksin seyrine bağlıdır. Enflasyon hedeflemesinde oranın ölçümünde tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ve Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) deflatörü olarak iki tür endeks kullanılmaktadır. GSMH deflatörü, ulusal enflasyon

<sup>78</sup> Kahn and Parrish, a. g. e. , p.8.

<sup>79</sup> Madrigal- B. S. Lic, a. g. e, p.9.

<sup>80</sup> TCMB, **Çekirdek Enflasyon Teknik Komite Çalışma Raporu**, Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2001/1, Mayıs 2001, (Çevrimiçi) www. tcmb. gov. tr ,31 Mayıs 2008, s.1.

kavramını daha iyi yansıttığı için TÜFE'ye nazaran daha çekici gözükmesine rağmen, TÜFE operasyonel anlamda daha çok avantaja sahiptir. TÜFE'ye ait bu avantajlar; TÜFE'nin kamu tarafından en fazla bilinen endeks olması, genelde aylık olarak ulaşılabilir olması ve bu sayede düzenli olarak takip edilebilmesi, seyrek olarak revize edilmesi<sup>81</sup> olarak özetlenebilir. Bunlara ilaveten, TÜFE yaşam maliyetini iyi ölçebildiği ve iletişim açısından da avantajlı olduğu için, enflasyon hedeflemesi uygulayan çoğu ülke tarafından tercih edilmektedir<sup>82</sup>.

TÜFE en çok tercih edilen endeks olmasına rağmen, merkez bankasının kontrolü dışında belirlendiği için, kontrol altında tutulamayan unsurlar içermesi sebebiyle, bazı merkez bankaları fiyatlarda görülen geçici dalgalanmaları dışlayarak ve bazı faktörleri hesaplamaya dahil etmeyerek, çekirdek TÜFE uygulamasına gitmişlerdir. TÜFE ve çekirdek TÜFE genelde bağımsız bir istatistik kurum tarafından belirlenir<sup>83</sup>.

**Tablo 1.1: Merkez Bankaları Tarafından Kullanılan Çeşitli Çekirdek Enflasyon Ölçümleri**

Ülkeler	Çekirdek Enflasyon Ölçümleri
İngiltere	Perakende Fiyat Endeksi (RPI)-İpotek Faizi
Kanada	TÜFE-Gıda ve enerji kalemleri, dolaylı vergiler
Avustralya	TÜFE- İpotek Faiz Ödemeleri, devlet denetimindeki fiyatlar, enerji fiyatları
Finlandiya	TÜFE- Konut sermaye maliyeti, dolaylı vergiler ve devlet sübvansiyonları
İsrail	TÜFE- Devlet malları, konut, meyve ve sebze
Yeni Zelanda	TÜFE- Faiz ödemeleri
Amerika	TÜFE- Gıda ve enerji kalemleri
İsveç	TÜFE- Konut ipotek faizi, vergiler ve teşviklerin etkileri

**Kaynak:** Erdal Demirhan, **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, TBB, Yayın No: 231, s.154.

<sup>81</sup> Enzo Croce and Mohsin S. Khan, “ Monetary Regimes and Inflation Targeting”, **Finance and Development**, September,2000, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/09/pdf/croce.pdf>,16 Mayıs 2008, p.50.

<sup>82</sup> TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, s.12.

<sup>83</sup> Alina Carare, et. Al. , “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, **IMF Working Paper**, WP/02/102, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02102.pdf>,6 Mayıs 2008, p.28.

Çekirdek TÜFE ya da çekirdek enflasyon, enerji fiyatlarında artış, mevsimsel koşullar, maliye politikasının etkisi gibi dışsal etkilere karşı hassas olan ve geçici nitelikler taşıyan mal ve hizmetlerin TÜFE sepetinden çıkarılması şeklinde hesaplanmaktadır<sup>84</sup>. Bu hesaplamanın mantığı, enflasyon oranından, parasal olmayan bekleyişlerin dışlanmasıdır. Pratikte çekirdek enflasyon, özel şokların ilk etkilerini dışlamaktadır fakat bunların ücretler ve fiyatlar üzerindeki ikincil etkilerini dışlamamaktadır<sup>85</sup>. Dünyada, Merkez Bankaları tarafından çekirdek enflasyon uygulamaları ülkeden ülkeye göre değişebilmektedir. Ülkeler arasında çekirdek enflasyona bağlı karşılaştırma yaparken, hesaplamada kullanılan bu farkların da göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

### 1.6.2. Hedef Enflasyon Oranı

Enflasyon hedeflemesini uygulayan merkez bankalarının asıl önemli sorunu, uzun dönemde enflasyon hedefinin hangi seviyede olması gerektiğidir. Uzun dönemde uygun enflasyon hedefinin belirlenmesinden önce, fiyat istikrarının ne anlama geldiğini belirtmek gereklidir. Alan Greenspan'a göre, fiyat istikrarı "hane halkının ve iş çevrelerinin günlük kararlarını alırken, hesaplamak zorunda kalmayacakları, yeteri kadar düşük bir enflasyon oranı" olarak tanımlanmıştır. % 0 ila % 3 arasında gerçekleşen bir enflasyon oranı Greenspan'ın belirlediği kriterle uyum göstermektedir<sup>86</sup>.

Enflasyon hedeflemesinin sıfır olarak belirlendiği ekonomilerde, deflasyon dönemlerinin tecrübe edildiği görülmektedir. Deflasyon, finansal istikrarsızlığa sebep olabildiği gibi, kısa dönemli faiz oranları sıfıra yakın bir değer aldığı anda para politikası kararlarını da zorlaştırmaktadır. Bu sebeple deflasyon, son derece tehlikeli olarak görülmektedir. Sıfır enflasyon altındaki bir değer, potansiyel olarak bir enflasyon hedefinin üstünde yer almaktan çok daha maliyetli olmaktadır. Bu argümandaki temel mantık, sıfırın biraz üstünde gerçekleşen enflasyonun, deflasyona karşı koruma sağlayacağı yönündedir. Ayrıca % 3'ün altındaki enflasyon

---

<sup>84</sup> TCMB, a. y. . .

<sup>85</sup> Yay, a. g. e. , s.13.

<sup>86</sup>Frederic S. Mishkin, "Issues in Inflation Targeting", (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/r/es/wp/2000/mishkin.pdf>,17 Mayıs 2008, p.208.

hedefinin, kamunun enflasyon beklentilerinde bir istikrarsızlık yaratmadığı ya da merkez bankasının kredibilitesine zarar vermediği de belirtilmektedir<sup>87</sup>.

Enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının optimal enflasyon hedefini sıfırın üstünde belirlemesi için diğer bir sebep; mal ve emek piyasalarındaki aşağı doğru nominal rijitlikler olduğu için, enflasyonun sıfır ya da sıfıra yakın olması durumunda, reel ücretlerdeki rijitliğin artması ve beraberinde doğal işsizlik oranında artış meydana gelebilmektedir. (convex Philips Eğrisi). Bu durumda, uzun dönemde dahi dezenflasyon politikalarının üretim maliyetlerinin yüksek olmasına yol açmaktadır<sup>88</sup>. Hedef enflasyon oranı belirlendikten sonra, bu hedefin kamuoyuna ilan edilmesi gerekmektedir. Ülke uygulamalarında bu konuda farklılıklar mevcuttur. Bazı ülkelerde hedefler hükümet tarafından, bazılarında merkez bankası tarafından, bazı ülkelerde ise hedefler hükümet ile birlikte merkez bankaları tarafından ilan edilmektedir.

**Tablo 1.2: Enflasyon Hedeflemesinin Ülkelere Göre İlanı (Aralık 2001)**

<u>Hedefin İlan Ediliş Şekli</u>	<u>Ülkeler</u>
Hükümet Tarafından	Brezilya, İzlanda, İsrail, İngiltere, Norveç
Merkez Bankası Tarafından	Şili, Finlandiya, Meksika, İspanya, Tayland, İsveç, Polonya, Kolombiya
Hükümet ve Merkez Bankası Beraber	Kore, Yeni Zelanda, Güney Afrika, Avustralya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Kanada

**Kaynak:** Carare et. Al. a. g. e. , p.6.

### 1.6.3. Nokta veya Bant Hedef Tercih

Enflasyon hedefinin belirlenmesinde açıklık getirilmesi gereken bir diğer konu, enflasyon hedeflemesinde nokta hedef ya da bant hedefi uygulamasından hangisinin tercih edileceğidir. Her iki uygulamanın da kendine göre avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır.

<sup>87</sup> Mishkin, “Issues in Inflation Targeting”, pp.208-209.

<sup>88</sup> Yay, a. y. .

Bant aralığı hedefi uygulaması, enflasyon hedeflemesine daha fazla esneklik kazandırmaktadır. Ayrıca enflasyon sürecinde belirsizliklerin olabileceğini ve merkez bankasının her zaman enflasyonu mükemmel bir şekilde kontrol altında tutamayacağını belirtmesi, bu uygulamanın avantajlarını yansıtmaktadır. Bant hedefi uygulamasının bazı sakıncaları da vardır<sup>89</sup>.

Bant aralığı hedeflemesinde, bant aralığının genişliğinin belirlenmesi gerekmektedir. Bant aralığının çok dar olması durumunda, nokta hedeflemesindeki zorluklarla karşılaşmaktadır. Buna karşın bant aralığının çok geniş tutulmaması gerekmektedir. Çünkü hedef bandının genişliğiyle alakalı olarak, enflasyon beklentilerinde azalış meydana gelmesinde uyum sorunu yaşanmaktadır<sup>90</sup>.

Enflasyon hedeflemesini benimseyen ilk ülke olan Yeni Zelanda, enflasyon hedefini uygularken ilk olarak hedef bant aralığını % 2 olarak belirlemiş fakat daha sonra bu aralık değerinin çok dar olduğu, ciddi kontrol edilebilirlik ve araç istikrarsızlığı sorunları yarattığı görülmüştür. Hedef aralığının darlığı, para politikası enstrümanlarında aşırı dalgalanmalara sebep olmuştur bu yüzden 1995 yılında bu hedef aralığı ihlal edilmiştir. Bu soruna çözüm olarak 1996 yılında hedef aralığında 300 baz puan artış gerçekleştirilmiş ve hedef aralığı % 0-3 olarak yeniden düzenlenmiştir. Yeni Zelanda'da hedef aralığında düzenlemeye gidilirken, merkez bankası, enflasyonu kontrol altına alma konusunda kamuoyunda şüphelerin doğması ve kredibilitatesini kaybetme korkusu yaşamıştır<sup>91</sup>.

Enflasyon hedeflemesinde bant hedefi uygulamasına yöneltilen eleştirilerin sonunda, alternatif olarak enflasyon hedefinin nokta hedef olarak belirlenmesi önerilmiştir<sup>92</sup>. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler arasında enflasyon hedefini nokta hedef olarak belirleyen ülkeler olduğu gibi, belirli bir hedef aralığını seçen ülke uygulamaları da olmaktadır.

---

<sup>89</sup> Mishkin, "Issues in Inflation Targeting", p.212.

<sup>90</sup> Croce and Khan, a. y. .

<sup>91</sup> Mishkin, "Issues in Inflation Targeting", p.213.

<sup>92</sup> Öztürk, a. g. e, s. 83.

**Tablo 1.3: Nokta Hedef ya da Hedef Aralığını Tercih Eden Ülkeler**

Nokta Hedefi	Meksika, Norveç, Finlandiya, Kolombiya, İspanya, İngiltere,
Belli Bir Aralıkta Nokta Hedefi	Macaristan, Brezilya, İzlanda, Brezilya, İsveç, Kore
% 2'lik ya da Daha Az Hedef Aralığı	Kanada, Avustralya, Çek Cumhuriyeti, Şili, İsrail, Polonya
%2'den Daha Fazla Hedef Aralığı	Güney Afrika, Yeni Zelanda, Tayland

**Kaynak:** Carare et. Al. , a. g. e. , p.30.

#### **1.6.4. Hedefleme Süresi, Kaçış Yolu, Hedefin İlanı**

Gelecek beklentilere göre belirlenen enflasyon hedeflemesinin süresi ülkelerin içinde buldukları ekonomik duruma, enflasyon hedeflerinin seviyelerine, uygulamada hedef alınan hedef aralığı ya da nokta hedefe göre değişiklik göstermektedir. Hedef aralığın uygulamasında görüldüğü gibi, hedef bant aralığının çok dar veya çok geniş olduğu uç noktalarda etkin politika uygulaması yapılamadığı gibi, hedeflemenin zamansal boyutunun çok kısa veya çok uzun tutulması durumunda da, enflasyon hedeflemesinde başarısızlıkla karşılaşmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin belirlenecek süresi, hedeflemenin ilk başladığı zamandaki enflasyon oranına göre değişiklik göstermektedir<sup>93</sup>. Başlangıçta düşük enflasyona sahip olan ülkelerde, hedeflerin uygulamasına süresiz ve derhal başlanmaktadır. Hızlı bir dezenflasyon süreci bu koşulda üretim maliyetleri için yararlı olmaktadır. Fakat enflasyon oranı % 6'nın altındaki ülkelerde dezenflasyon maliyeti artış göstermektedir. Enflasyon oranı başlangıç aşamasında yüksek olan ülkelerde, uygulanan politikaların hedefe doğru yönelme hızı dezenflasyonun geçiş maliyetlerinin değerlendirilmesine de bağlı olmaktadır. Dezenflasyonun yavaş gerçekleştirilmesi, uzun dönemli sözleşmelerin var olduğu, enflasyon beklentilerinin gecikmiş olarak ayarlandığı ve kredibilitenin düşük olduğu durumlarda tercih

<sup>93</sup> Guy Debelle, et. al. "Inflation Targeting As A Framework for Monetary Policy ", **IMF Economic Issues** No: 15, October 1998, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues15/index.htm> ,18 Mayıs 2008.

edilmektedir<sup>94</sup>. Aksi durumda, enflasyonda ataletin kırılması ve kredibilitenin artırılması amaçlanıyorsa, hızlı dezenflasyon politikası önerilmektedir<sup>95</sup>.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulama dönemi gereğinden daha kısa olduğu takdirde, enflasyon oranını tutturabilmek için merkez bankası elindeki tüm araçları kullanacaktır. Bu durumda araç istikrarsızlığı sorunu yaşanabileceği gibi, merkez bankasının kendi şartlarını olması gereken seviyeden daha fazla zorlaması da gerekebilir. Faiz ve döviz kurlarında artış gibi istenmeyen kötü sonuçların da meydana gelebileceği göz ardı edilmemelidir<sup>96</sup>. Buna karşın enflasyon hedeflemesinin süresi gereğinden daha uzun tutulursa, ulaşılmak istenen hedef, ülkedeki enflasyon beklentilerini yönlendirmede etkin olamayarak, politika için çıpa sağlama özelliğini yitirebilmektedir.

Enflasyon hedefinin tutturulabilmesinin ülke içindeki yaşanan ekonomik gelişmeler kadar, merkez bankasının bağımsızlığı, sorumluluk derecesi, enflasyon endeksinin seçimi, hedefin nokta ya da bant aralığı olarak ilan edilmesi gibi bir çok unsurun optimal bir şekilde uygulanması şartlarına bağlı olduğu görülmektedir. Bu unsurlardan kaynaklanan bir istikrarsızlık durumunda, çıkabilecek diğer sorunlara önlem niteliğinde merkez bankalarına bir anlamda çıkış noktası gösterilmektedir. Bu duruma kaçış yolu kısaca muafiyet (escape clause) de denilmektedir<sup>97</sup>.

Kaçış yolu olarak bilinen bu durumda, hedeften sapmaların bazı koşullarda izin verilmesi anlamı çıkarılmaktadır. Bu koşullar özellikle dolaylı vergilerdeki ve ticaret hadlerindeki değişiklikler gibi arz yönlü şokların fiyatlar üzerindeki yukarı yönlü baskıların görüldüğü durumlardır. Bu durumda, merkez bankalarının iradesi dışında gerçekleşmeler olduğu için, bankalara kolaylık sağlanmakta ve kamuya hedeften sapmaları ile ilgili açıklama yapmak zorunda kalmamaktadırlar. Uygulamada çok fazla ülke tarafından tercih edilmeyen kaçış yolu, Kanada, Çek Cumhuriyeti,

---

<sup>94</sup> Yay, a. g. e. , s.14.

<sup>95</sup> Akyazı, a. g. e. , s.88.

<sup>96</sup> Öztürk, a. g. e. , s.77.

<sup>97</sup> Akyazı, a. g. e. , s.89.

Filipinler, Polonya, Güney Afrika, İsviçre ve Yeni Zelanda'da uygulama alanı bulmaktadır<sup>98</sup>.

## **1.7. Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Avantaj ve Dezavantajları**

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer alternatif para politikası uygulamalarına kıyasla avantajları olduğu gibi, uygulama sonrası doğabilecek bazı dezavantajları da bulunmaktadır.

### **1.7.1. Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Avantajları**

Enflasyon hedeflemesi rejiminin, orta vadeli bir para politikası olarak diğer para politikası stratejilerine kıyasla, birçok avantajı bulunmaktadır. Bunları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür<sup>99</sup>;

- Para politikası ve enflasyon beklentileri için nominal çıpa görevini üstlenmektedir.
- Enflasyon hedeflemesinde, parasal büyüklük hedeflemesinde olduğu gibi, parasal büyüklükler ile enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin olmasına gerek yoktur. Politikanın hazırlanışında ulaşılabilen bütün bilgiler kullanılmaktadır.
- Döviz kuru hedeflemesine kıyasla, enflasyon hedeflemesi ekonomide beklenmeyen şoklara karşı cevap verilebilmesini ve ülke içindeki koşullara ağırlık verilebilmesini sağlamaktadır.
- Para politikasının, ekonomik aktivite üzerindeki etkileri uzun ve değişken gecikme aralıkları ile görülmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde politika araçlarının seçimindeki gecikmelere belirgin bir rol verilmektedir.
- Enflasyon hedeflemesi, politikacılardan gelen ekonomik aktivitenin artırılması yönündeki baskıları hafifletmesi sayesinde, zaman tutarsızlığı tuzağına düşme riskini azaltmaktadır.

---

<sup>98</sup>Thorarinn G. Petursson, "Formulation Of Inflation Targeting Around The World", Monetary Bulletin 2004/1, (Çevrimiçi) [http://www.sedlabanki.is/uploads/files/MB041\\_5.pdf](http://www.sedlabanki.is/uploads/files/MB041_5.pdf), 15 Mayıs 2008, p.71-73.

<sup>99</sup> Kadioğlu, Özdemir ve Yılmaz, a. g. e. , pp.10-11.

- Enflasyon hedeflemesinin diğerk bir avantajı, kamu ile düzenli iletişim kurarak, şeffaflığı artırmasıdır. Gelişmiş ülkelerde politika uygulayıcıları, kamuoyuna açıklamalar yaparak ve enflasyon raporları hazırlayarak, iletişim için her fırsatı değerlendirmektedirler ve bu sayede sağladıkları şeffaflık başarılı enflasyon hedeflemesi uygulamasında önemli bir role sahiptir.
- Politikanın şeffaflığının sağlanması kamuya karşı hesap verebilirliğini artırmakta ve hedeflere ulaşılmasında kamunun MB'na desteğini artırmaktadır.
- Nominal gelir hedeflemesi ile karşılaştırıldığında, enflasyon hedeflemesi kamu tarafından daha rahat anlaşılmalıdır. Nominal gelir hedeflemesinde gelir ve fiyat bileşenleri arasında ayırım bulunmamaktadır. Enflasyon hedeflemesi ücret ve fiyat belirleyicileri için çıpa görevini üstlenmekte ve politikanın kredibilitesi artmaktadır.
- Fiyat istikrarı hedefine ulaşılması adına para politikası araçlarının en iyi şekilde yönetilip, gerekli tüm bilginin kullanılmasını sağlamaktadır<sup>100</sup>.
- Etkin bir şekilde uygulanması sağlanan enflasyon hedeflemesinde, ortak amaçları düşük ve istikrarlı enflasyon olan para ve maliye politikalarının koordinasyonu da sağlanmaktadır.

Özet olarak enflasyon hedeflemesi, merkez bankalarının fiyat istikrarı olan öncelikli hedeflerini yerine getirmelerinde üç şekilde yardımcı olmaktadır. Birincisi, para politikası için çıpa görevi görmekte, ikincisi para politikasının şeffaflığını ve hesap verilebilirliğini artırmakta ve son olarak da, merkez bankasının enflasyonla mücadelede kredibilitesinin artmasını sağlamaktadır<sup>101</sup>.

---

<sup>100</sup>Mishkin, "Inflation Targeting In Emerging Market Countries", p.2.

<sup>101</sup>Kahn and Parrish, **a. g. e.** , p.6.

## 1.7.2. Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesi rejimin avantajlarının yanında dezavantajları da bulunmaktadır. Bunları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür<sup>102</sup>.

- Enflasyon hedeflemesinin amacına ulaşabilmesi için çok katı ve taviz verilmeden uygulanması gerekmektedir.
- Kısa dönemde ülkenin ekonomik büyümesini sınırlandırıcı etki yapabilmektedir.
- Diğer para politikası rejimlerine kıyasla, uygulaması halinde ekonomide etkin olmayan bir üretim dengesine sebep olabilmektedir. Bu sonuç petrol fiyatlarındaki gibi önemli arz şoklarında karşımıza çıkmaktadır.
- Mali politikaların uygulanmasında para politikalarına göre üstünlüğünü engelleyici etki yapamamaktadır.
- Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında gerekli olan esnek döviz kuru rejimi mali istikrarsızlığa yol açabilmektedir.
- Enflasyon oranı hedeflenmesinin dezavantajlarından bir diğeri de beklenmedik şokların fiyat seviyesi üzerinde geçmiş etkiler bırakarak, asla dengeye getirememesidir<sup>103</sup>.

Enflasyon kontrol edilmesi zor olduğu ve uygulanan para politikası araçlarının sonuçları uzun gecikmeler sonucu alındığı için, bu uygulama Merkez bankalarının hesap verilebilirliğini azaltabilmektedir. Bu sonuç özellikle gelişmekte olan ülkeler için ciddi problem arz etmektedir. Yüksek enflasyon yaşamış gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun kontrol edilmesi ciddi problemlere sebep olmaktadır. Bu durumda, enflasyon tahminindeki hatalar büyük olmakta, hedefler tutturulamamakta ve merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi stratejisinden dolayı kaybettiği

<sup>102</sup> Alparslan ve Erdönmez, **a. g. e.**, s .9.

<sup>103</sup> Ben. S. Bernanke, et. al. , **Inflation Targeting**, Princeton University, New Jersey,1999, p.30.

kredibilitesini tekrar kazanması çok zor olmaktadır<sup>104</sup>. Bütün bunlara dayanarak, enflasyon hedeflemesinin daha etkin olabilmesi için, uygulamaya başlamadan önce ilgili ülkede enflasyona karşı başarılı önlemlerin alınması tavsiye edilmektedir<sup>105</sup>.

Enflasyon hedeflemesinin de avantaj ve dezavantajları bu şekilde özetlenebilmektedir. Diğer önemli bir husus da, enflasyon hedeflemesinin diğer para politikası stratejileri ile karşılaştırılmasıdır. (Tablo 1.4)

---

<sup>104</sup> Mishkin, "Inflation Targeting In Emerging Market Countries", p.4-5.

<sup>105</sup> Mason, Savastano and Sharma, "The Scope For Inflation In Developing Countries", p. 7.

**Tablo 1.4: Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları Bakımından Diğer Para Politikası Stratejileri İle Karşılaştırılması**

**AVANTAJLAR**

<b>DÖVİZ ÇAPASI</b>	<b>PARASAL ÇAPA</b>	<b>ENFLASYON HEDEFLEMESİ</b>	<b>ÖRTÜLÜ ÇAPA</b>
Uluslar arası ticarete konu olan malların fiyatları sabitlenerek, enflasyon kontrol altına alınabilir.	Yerli şartlara odaklanır.	Yerli şartlara odaklanır.	Bağımsız para politikası uygulaması yerli şartlara odaklanır.
Enflasyon beklentisi azaltılabilir.	Parasal büyüklükler kolayca ve hızlı bir şekilde takip edilebilir.	Para politikası enflasyon beklentisi için nominal çapa görevini üstlenir	Para arzı enflasyon ilişkisine dayanmamaktadır.
Para politikası uygulaması kolaylaştırılabilir.	Uygulanan para politikasının sonuçları hakkında hızlı sinyal verebilir.	Parasal büyüklükler ile enflasyon arasında bir bağ olmasına gerek yoktur.	
Zaman tutarsızlığı problemi azaltılabilir.	Zaman tutarsızlığını azaltabilir.	Siyasi baskılar sonucu ortaya çıkabilecek zaman tutarsızlığını azaltabilir.	
Kamuoyu tarafından kolay anlaşılır.	Merkez Bankasının hesap verilebilirliğini sağlar.	Kamuoyu tarafından kolay anlaşılır.	
Entegrasyonun hızlanmasına yardımcı olur.		Şeffaflık önem bakımından üst sıradadır.	
		Merkez Bankasının hesap verilebilirliği yüksektir.	

**DEZAVANTAJLAR**

<b>DÖVİZ ÇAPASI</b>	<b>PARASAL ÇAPA</b>	<b>ENFLASYON HEDEFLEMESİ</b>	<b>ÖRTÜLÜ ÇAPA</b>
Para politikasının bağımsızlığı azalır.	Parasal büyüklüklerle enflasyon arasındaki ilişkinin zayıflaması durumunda para politikası etkisini kaybeder.	Katı bir enflasyon hedeflemesi uygulandığında büyüme üzerinde olumsuz etkileri olabilir.	Açıklık ve hesap verilebilirlik yoktur.
Yerli paraya karşı spekülasyon ataklara açıktır.	Yetersiz haberleşme ve sorumluluk ortaya çıkabilir.	Özellikle gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının sorumluluğu zayıftır.	Kişiyeye bağımlılık vardır.
Özellikle gelişmekte olan ülkelerde mali kriz dönemlerinde piyasalara olumsuz etkileri olur.	Teknolojik gelişmelerden kolay etkilenebilir.	Esnek döviz kuru rejimi, mali istikrarsızlık yaratabilir.	Demokratik prensiple, tutarsızlık oluşturabilir.
Döviz kurlarının sinyal verme özelliği ortadan kalkar.			
Politika uygulayıcılarının sorumluluğu ortadan kalkmaktadır.			

**Kaynak:** Akyazı, a. g. e. , s.108-109.

Enflasyon hedeflemesinin, döviz kuru politikası, örtülü çıpa ve parasal büyüklük hedeflemesi stratejileri ile karşılaştırılması yukarıdaki tabloda özetlenmiştir. Döviz kuru hedeflemesi ve parasal büyüklük hedeflemelerinin dezavantajları ülkeler tarafından tecrübe edildiği için, yeni para politikası arayışı içinde olan çoğu gelişmiş ve gelişmekte olan ülke enflasyon hedeflemesi politikasını 1990'lı yıllardan itibaren uygulamaya başlamıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklerinde enflasyon hedeflemesi daha ayrıntılı bir şekilde ikinci bölümde incelenecektir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### DÜNYADA ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Dünya genelinde, yüksek enflasyonun ülkedeki ekonomik büyümeye zarar verdiğinin ve fiyat istikrarının devamlı büyüme ve yüksek istihdam için zorunlu bir koşul olduğunun farkına varılması ile bütün bu hedeflere ulaşılmasında enflasyon hedeflemesi stratejisinin en pratik yol olduğu üzerine gittikçe artan bir görüş birliği oluşmuştur. Kredibilitesi yüksek bir enflasyon hedefi orta ve uzun vadede enflasyon beklentilerine çıpa görevi görmekte ve ticaret yapan iş kesimlerinin de doğru kararlar almalarını kolaylaştırıcı rol oynamaktadır<sup>1</sup>.

Bu sebeplerden dolayı, 1990'lı yıllarda, birçok ülkede para politikası, ekonomik büyüme ve büyümenin sürdürülebilirliği ile beraber düşük ve istikrarlı bir enflasyon hedefine yönelmiş, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke, ekonomik performanslarını artırmak için enflasyon hedeflemesi programını uygulamaya başlamışlardır<sup>2</sup>. Enflasyon hedeflemesi gelişmiş ülkelerdeki uygulandığı gibi gelişmekte olan ülkelerde de uygulanabilir fakat dikkat edilmesi gereken bir özelliği vardır ki; bu strateji bütün ülkelere aynı şekilde uygulanması gereken standart bir uygulama (one size fits all) şeklinde değildir. Amerika'da başarılı olmuş uygulama kuralları Tayland veya Kore'de başarılı olacak gibi bir genelleme yapılamamaktadır<sup>3</sup>. Bu şekilde gelişmişlik düzeylerine göre ayrılan ülkelerde kendi içlerinde farklılık göstermekte ve enflasyon hedeflemesini farklı düzeylerde uygulayabilmektedirler.

Bu ülkelerde, enflasyon hedeflemesine başlama tarihleri, hedeflemeye geçmeden önceki enflasyon oranları, enflasyon oranlarının ölçümü için seçilen endeksler, hedefler belirlenirken hedef aralık uygulaması olup olmaması, hedeflerin niteliği, hedeflerin süresi, hedefin belirlendiği merci bakımından farklılıklar mevcut olabilmektedir. Tablo 2.1 yardımıyla bu farklılıkları incelemek mümkündür.

---

<sup>1</sup> Bank of Israel, **Inflation Targeting Revisited**, August 2007, (Çevrimiçi) <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/papers/paper13e.pdf>, 17 Mayıs 2008, p.3.

<sup>2</sup> Hakan Berument, Ebru Yüksel, "Effects of Adopting Inflation Targeting Regimes On Inflation Variability", **Physica A**, 375, 2007, p.265.

<sup>3</sup> Kenneth Kasa, "Will Inflation Targeting Work In Development Countries", **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter**, Vol.21, No.1. (Çevrimiçi) <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2001/el2001-01.html>, 12 Mayıs 2008

Enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk uygulanmaya başlandığı (1990 yılında) ülke Yeni Zelanda'da, TÜFE endeksi ile enflasyon ölçümü yapılmakta, hedefleme politikası orta vadeli olarak belirlenmekte, enflasyon hedeflemesi politikasının güvenilirliğini artırmak için MB ve hükümet tarafından enflasyon hedefleri kamuya açıklanmaktadır. Yeni Zelanda'daki uygulamanın başarılı olması sonucu birçok ülke bu stratejiyi benimseye başlamış ve 2006 yılı itibariyle uygulamaya geçen ülke sayısı Türkiye dahil olmak üzere 26'ya çıkmıştır. Yeni Zelanda'nın ardından uygulamaya başlayan bu ülkelerin çoğunda enflasyon ölçümü TÜFE ile yapılırken, Güney Kore ve Tayland'da çekirdek enflasyonun kullanıldığı görülmektedir. Enflasyon ölçümü olarak TÜFE kullanımında çoğunluk sağlanırken, hedefleme niteliğinde durum değişmekte, bu ülkelerin 10'nda bant,13'nde nokta hedef belirlemesi,2'sinde ise üst sınır hedeflemesi yapılmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin, hedef politikalarında da değişiklik görülmekte, Kanada ve Yeni Zelanda dışındaki gelişmiş ülkelerde sürekli hedefleme yapılır iken, gelişmekte olan ülkelerde Çek Cumhuriyeti, Meksika, Polonya, Tayland'da sürekli hedefleme geçerli olmaktadır. Geride kalan 13 gelişmiş ülkenin genellikle 2 ila 3 yıllık hedefleme süresi olduğu görülmektedir.

Bu rejimi benimseyen ülkelerde enflasyon raporu ya da para politikası raporu sunulmakta ve MB'ları belirledikleri enflasyon hedeflerini ancak oluşabilecek olağanüstü durumlarda (doğal afet, savaş, siyasi istikrarsızlık, dış şoklar ve maliye politikası ile para politikasının uyumsuzluk içinde olduğu durumlarda) hedeften sapma görüldüğünde hedef değişikliğine gidebilecektir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin çoğunluğunda para politikası faiz kararları bir kurul veya komite tarafından belirlenmektedir. İstisna olarak İsrail ve Yeni Zelanda'da faiz kararları ilgili başkanlar tarafından belirlenmektedir<sup>4</sup>.

Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankasının şeffaflığını ve hesap verilebilirliğini artırmak adına, kamuoyunun enflasyondaki gelişmeleri açık ve kolay bir şekilde takip edebilmeleri için, belli periyotlarda enflasyon raporu ve açık mektup yayımlama yöntemlerini kullandığı çalışmanın birinci bölümünde anlatılmıştır. Ülke uygulamalarına bakıldığında, Yeni

---

<sup>4</sup> Caner Bakır, **Merkezdeki Banka (TCMB'sı ve Uluslararası Bir Karşılaştırma)**,1. Baskı, İstanbul, Ağustos 2007. S.180-182.

Zelanda'da Merkez Bankası Başkanı'nın performans değerlendirilmesinde, enflasyon oranında yıllık % 3 oranında fazla gerçekleşmesi halinde, Merkez Bankası Başkanı'nın görevden alınma riskinin ortaya çıktığını görmekteyiz. İngiltere'de de, Hazine Bakanlığı'ndan yapılan açıklamada, enflasyonun yıllık % 2,5 olan hedefinden % 1'lik sapma olması halinde, İngiltere Merkez Bankası Başkanı, enflasyon hedefinden sapmanın hangi sebeplerden gerçekleştiğini ve bankanın bunu düzeltmek adına ne yapacağını hükümete açık mektupla bildirmesi gerekmektedir<sup>5</sup>.

Enflasyon hedeflemesi uygulamaya geçmeden önce Merkez Bankalarının bağımsızlığı önkoşuluna göre bazı düzenlemeler yapılmıştır. Bazı ülkelerde kamu açıklarını finanse edilmesinde sınırlama getirilirken bazılarında ise yasaklanmıştır. Kamu açıklarının finanse edilmesinin sınırlandırılmış olduğu ülkeler; Kanada, Çek Cumhuriyeti, Kore, Meksika, Kolombiya, G. Afrika, Norveç ve Tayland'dır. Brezilya, Macaristan, İzlanda, İsrail, Şili, İspanya, Polonya ve İsveç'te kamu açıklarının finanse edilmesine ise izin verilmemektedir<sup>6</sup>.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin kiminde nokta hedef tercihi yapılmışken, kiminde hedef aralığı uygulanmaktadır. Nokta hedef olarak enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler içinde zamanla enflasyon oranlarında yüksek volatilité görülebilmektedir. Kısa dönem içinde enflasyon oranlarının hedeflerin dışında gerçekleşmediği görülmektedir. Eğer para politikasının etkinliği, yüksek ve kronik enflasyon oranlarının istikrar kazanması olarak tanımlanırsa, bu hedefi gerçekleştirmekte başarısız olan bütün merkez bankalarının sorgulanması gerekmektedir. Parasal ya da parasal olmayan çeşitli sebeplerden kaynaklanan geçici şoklar olarak bilinen fiyat seviyelerinde görülen şoklar, hiçbir merkez bankası tarafından önceden sezilememekte ve şokları yaratan dinamikler doğru bir şekilde tahmin edilememektedir<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Lars E. O. Svensson, "Open Economy Inflation Targeting", **Journal of International Economics**, 50,2000, p.156.

<sup>6</sup> Alina Carare, vd. "Establishing Initial Conditions In Support of Inflation Targeting", **IMF Working Paper WP/02/102**, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02102.pdf>, 6 Mayıs 2008, p.7.

<sup>7</sup> Robert H. Rasche and Marcela M. Williams, "The Effectiveness of Monetary Policy", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, September/October 2007,89 (5), p.450-451.

**Tablo 2.1: Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkelerde Hedefleme Politikası**

Ülkeler	Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Tarihi	Kullanılan Endeks	Hedefin Niteliği	Hedef (%)	Aralık Uygulaması	Hedef Politikası	Hedefi Belirleyen Mercî
	<b>GELİŞMEKTE</b>	<b>OLAN</b>	<b>ÜLKELER</b>				
Avustralya	1993	TÜFE	Bant	2-3	Hedef Bant	Sürekli	Hazine Bakanı
İngiltere	1992	TÜFE	Nokta	2	+ -1	Sürekli	Hükümet
İsveç	1993	TÜFE	Nokta	2	+ -1	Sürekli	MB
İsviçre	2000	TÜFE	Üst Sınır	>2	2'ye yakın olmalı	Sürekli	MB
İzlanda	2001	TÜFE	Nokta	2,5	+ -1,5	Sürekli	Hükümet
Kanada	1991	TÜFE	Bant	2007-2011 için %1-3	Hedef Bant	5 Yıllık	MB ve Hükümet
Norveç	2001	TÜFE	Nokta	2,5	+ -1	Sürekli	Hükümet
Yeni Zelanda	1990	TÜFE	Bant	1-3	Hedef Bant	Orta Vadeli	MB ve Hükümet
	<b>GELİŞMEKTE</b>	<b>OLAN</b>	<b>ÜLKELER</b>				
Brezilya	1999	TÜFE	Nokta	2007-2008 için 4,5	+ -2	2 Yıllık	Hükümet
Çek Cum.	1998	TÜFE	Nokta	3	+ -1	Sürekli	MB
Endonezya	2005	TÜFE	Nokta	2007 için 5	+ -1	1-3 Yıl	Hükümet
Filipinler	2002	TÜFE	Bant	2007 için 4-5/ 2008 için 4	Hedef Bant	2 Yıllık	MB ve Hükümet
İsrail	1992	TÜFE	Bant	1-3	Hedef Bant	Orta Vadeli	Hükümet
Kolombiya	2000	TÜFE	Bant	2007 için 3-4,5	Hedef Bant	2 Yıllık	Banka Yön. Kur. *
Güney Kore	1998	Çekirdek Enf.	Bant	2007-2009 için 3	+ -0,5	3 Yıllık	Hükümet
Güney Afrika	2002	Özel Tanımlı TÜFE**	Bant	3-6	Hedef Bant	3 Yıllık	MB ve Hükümet
Macaristan	2001	TÜFE	Nokta	3	+ -1	Orta Vadeli	MB
Meksika	2001	TÜFE	Nokta	3	+ -1	Sürekli	Hükümet
Peru	2002	TÜFE***	Nokta	2,5	+ -1	Orta Vadeli	MB ve Hükümet
Polonya	1999	TÜFE	Nokta	2,5	+ -1	Sürekli	MB
Romanya	2005	TÜFE	Nokta	5	+ -1	2 Yıllık	MB ve Hükümet
Slovak Cum.	200	TÜFE	Üst Sınır	2007-2009 için 2	2'ye yakın olmalı	1-3 Yıl	MB
Şili	1991	TÜFE	Bant	2-4	Hedef Bant	2 Yıllık	MB
Tayland	2000	Çekirdek Enf.	Bant	0-3,5	Hedef Bant	Sürekli	MB
Türkiye	2006	TÜFE	Nokta	2007-2009 için 4	+ -2	3 Yıllık	MB ve Hükümet

\*Kurul'da Maliye Bakanı da yer almaktadır. \*\*Kentsel bölgelerdeki ipotekli konut kredisi faizi hariç TÜFE\*\*\*Lima Şehri TÜFE'sidir. \* 2008 yılı verileri ile revize edilmemiştir.

**Kaynak:** Bakır, a. g. e. , s.244.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklerini incelemekten genel itibarıyla değerlendirme yapıldığında, gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesi uygulamasına başladıktan ilk 12 ay içinde ortalama % 27,2 oranında enflasyonda düşüş sağlanırken, gelişmekte olan ülkelerde bu oran % 36,4 seviyelerinde gerçekleştiği sonucuna varılmaktadır. Hedeflemeye geçtikten sonra ilk yıl içinde enflasyonunda %

78'lik gerileme sağlayan Kore en hızlı gerileme sağlanan ülke konumunda karşımıza çıkmaktadır. 2003 yıl sonunda, enflasyon hedeflemesini benimseyen bu ülkelerin tamamında enflasyonun tek haneli rakamlara dřtđđ, aralarında % 5'in üzerinde enflasyon gerçekleşmesi olan ülkeler olarak sadece Brezilya, Kolombiya ve Macaristan kaldığı bilinmektedir<sup>8</sup>. Dünyada bu uygulamanın örnekleri genel olarak değerlendirildiğinde, enflasyon hedeflemesinin başarılı sonuçlar verdiği bu ülkelere bugün halen bu uygulamaya devam edildiği, buna karşın 1999 yılında Euro bölgesi olarak bilinen Avrupa Para Birliği'ne katılncaya kadar enflasyon hedeflemesine devam eden Finlandiya ve İşpanya'nın günümüzde enflasyon hedeflemesi politikası uygulamadığı görülmektedir<sup>9</sup>.

## 2.1. Gelişmiş lkelerde Enflasyon Hedeflemesi rnekleri

Birçok gelişmiş ülke, enflasyon hedeflemesine geçmeden önce uyguladıkları döviz kuru ya da parasal büyüklük hedeflemelerindeki zorlukları gördükleri için, enflasyon hedeflemesi politikasını benimseyip, uygulamaya başlamışlardır. Enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçen gelişmiş ülkelerin kronolojik sıralamasında; Yeni Zelanda ilk uygulayan ülke, ardından Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İşpanya uygulamaya geçmişlerdir<sup>10</sup>.

Enflasyon hedeflemesini ilk uygulayan ülke olarak karşımıza Yeni Zelanda rneği çıkarken diğer gelişmiş ülkelerin de bu uygulamaya geçtiklerini görüyoruz. Enflasyon hedeflemesi uygulaması ülke ekonomilerinin farklı yapısından dolayı her ülkede farklı şekilde uygulanmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke karşılaştırmasına göre, enflasyonu nispeten daha düşük, ekonomileri daha iyi durumda olan gelişmiş ülkelerde bu politikanın başarısı daha fazladır.

Gelişmiş lke örnekleri arasında enflasyon hedeflemesi uygulamasında hedef politikasında da farklılıklar mevcuttur. Örneğin; Yeni Zelanda'da hedef politikası orta

---

<sup>8</sup> Eren ğretmen, "Enflasyon Hedeflemesi Uygulama zellikleri", **TCMB**, 2004, (evrimii) www.tcmb.gov.tr,10 Mayıs 2008, s.5.

<sup>9</sup> Haydar Akyazı, **Enflasyon Hedeflemesi (lke Deneyimleri ve Türkiye'de Uygulanabilirliği)**,1. Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004, s.113.

<sup>10</sup> Paul R. Masson, Miguel A. Savastano ve Sunil Sharma, "Can Inflation Targeting Be A Framework For Monetary Policy In Developing Countries?" , **Finance&Development**, March 1998, (evrimii) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/03/pdf/masson.pdf>,18 Mayıs 2008, p.1.

vade iken İngiltere’de hedefleme sürekli olmakta, Kanada’da da enflasyon hedeflemesi ise 5 yıllık olarak belirlenmektedir<sup>11</sup>.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında gelişmiş ülkeler arasında farklılıklar mevcut olsa da, bazı ortak noktaları da bulunmaktadır. Bunları şu şekilde özetlemek mümkündür<sup>12</sup>;

- Gelişmiş ülke örneklerine bakıldığında, esnek bir döviz kuru sistemine sahip oldukları görülmektedir. Bu ülkelerden İngiltere, İsveç ve Finlandiya döviz kuru hedefini para politikasında çıpa olarak kullanmış ve başarısızlıkla sonuçlanması üzerine, enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmişlerdir.
- Enflasyon hedeflemesine geçen gelişmiş ülkelerde MB’nın bağımsızlığı en azından operasyonel anlamda sağlanmış ve uygulama için uygun ortam mali baskınlığın olmaması ile sağlanmıştır.
- Gelişmiş ülkeler, gelişmiş finansal piyasalara sahip olmaları yanında para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanmaktadır. Bu şekilde finansal piyasaların gelişmişliği sayesinde, politikadaki uygulamalarının enflasyon ve talep üzerinde bir araya getirici etkisi kısa vadeli faizler aracılığıyla iletilmektedir.
- Ülkede önceden tahmin edilebilir şokların enflasyon üzerindeki olası etkilerinin giderilmesi amacıyla, enflasyon hedefleri ileriye dönük şekilde hazırlanmaktadır.
- Gelişmiş ülkelerde, enflasyon hedeflemesi makro ekonomik politikaların kredibilite kazanması amacıyla kullanılmaktadır. Bazı ülkelerde enflasyon hedeflerini Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı beraber açıklamakta ve bu şekilde ekonomi politikalarının anlaşmazlık içinde olduğu düşüncesi

---

<sup>11</sup> Süreyya Serdengeçti, **TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Döviz Kuru Politikası**, Aralık 2005, (Çevrimiçi)www. tcm. gov. tr ,15 Mayıs 2008, s.12.

<sup>12</sup> Ferya Kadioğlu, Nilüfer Özdemir, Gökhan Yılmaz, “Inflation Targeting In Developing Countries”, **TCMB Discussion Paper**, September 2000, (Çevrimiçi) [http: //www. tcm. gov. tr/ research/ discus/dpaper50. pdf](http://www. tcm. gov. tr/ research/ discus/dpaper50. pdf),10 Haziran 2008, p.21.

bertaraf edilmesi amaçlanmaktadır. Uygulanan politikaya güven sağlandığında, kamunun beklentilerini yönlendirmek mümkün olmaktadır.

- Gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesi ile ilgili diğer bir ortak özellik, bu ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçmeden önce, % 10'ların altında enflasyona sahip olmalarıdır. Düşük enflasyonla uygulamaya başlanması, daha ilk aşamalardan politikaya güvenilirlik kazandırmaktadır. Çünkü yüksek enflasyon ortamı gibi riskli ortamda yerine hedefler ile gerçekleştirmelerin yakın olduğu bir ekonomide başarı şansı artmaktadır.

Genel olarak bütün gelişmiş ülke örneklerinde enflasyon hedeflemesinin başarıyla uygulandığını ve hedeflenen süreden daha kısa sürede enflasyon oranlarını belirledikleri seviyeye hatta bazı ülkelerde daha düşük düzeylere çekildiğini söylemek mümkündür. Enflasyon hedeflemesi programını başarıyla uygulayan ülke örneklerinden çıkarılan sonuçlar, gelişmekte olan ülkelerde bu politikanın uygulanabilirliğinin değerlendirilmesinde belirleyici kriter olarak yer almaktadır. Bu unsurları şu şekilde özetlemek mümkündür<sup>13</sup>;

- Tek hedef olarak fiyat istikrarı hedefi fiyat seviyesinin belirlenmesinden ziyade enflasyonun doğrudan hedeflenmesi mantığıyla uygulanması,
- Enflasyon hedefinin belirlenmesinde TÜFE'nin seçilmesi,
- Enflasyon hedeflerinin rakamsal değerler yerine bant aralığı şeklinde belirlenmesi,
- Fiyat istikrarını amaçlayan para politikasının zaman içinde güvenilirliğinin artması,
- Merkez bankalarının uyguladıkları para politikası hakkında kamuoyuna daha açık ve şeffaf olduğunu göstermek amacıyla raporlar sunması, olarak özetlenebilir.

---

<sup>13</sup> Melike Alparslan ve Pelin Ataman Erdönmez, "Enflasyon Hedeflemesi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 35, s.10.

**Tablo 2.2: Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Bazı Gelişmiş Ülkelerin Enflasyon Oranları ve Mali Derinlik Göstergeleri**

Ülkeler	Başlangıç Yılı	Başlangıç Enflasyonu	Enflasyon Oranı % (2000)	Büyüme Oranı % (2000)	Mali Baskınlık Oranı*	Mali Derinlik Oranı**
Yeni Zelanda	1990	4.4	3	3	0	41
Kanada	1991	4.9	4	5	1	63
İngiltere	1992	3.6	3	3	0	91

**Kaynak:** İbrahim Örnek, “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Uygulanabilir Mi?”, (Çevrimiçi) www.dtm.gov.tr/dtmad/min/upload/EAd/TanitimKoordinasyon06/turkiyeenf.doc , s.2.

\*Bütçe Dengesi/ Gayri Safi Yurtiçi Hasıla 2000 Yılı Verileri

\*\*M2 / GSYİH, Gelişmiş Ülkeler İçin 1999 Yılı

Gelişmiş ülke örneklerinde ele alınacak olan dört ülkenin başlangıç enflasyon oranlarına bakıldığında, 2000’li yıllardaki gerçekleşen enflasyon oranlarına yakın olduğu görülmektedir. Gelişmiş ülkelerin enflasyon hedeflemesi uygulamadan önceki enflasyon oranlarının düşük oluşunun başarılarını artırıcı yönde etki yaptığına dikkat edilmelidir. Gelişmiş ülkelerdeki enflasyon hedeflemesi uygulamasındaki diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha üstün olabileceği diğer bir konu da, mali derinlik oranlarının yüksek oluşu yani bu ülkelerdeki mali derinliğin sağlanmış olmasıdır ki bu durumda kamu kesiminin ekonomi genelinde mali baskınlığından da söz etmek mümkün değildir. Bu göstergelerin makul düzeylerde olması, uygulanan para politikasının başarılı olmasını da desteklemiştir.

### **2.1.1. Yeni Zelanda**

Yeni Zelanda, enflasyon hedeflemesini resmi olarak ilk uygulayan ülke olmasından dolayı ayrı bir önemi vardır. Uygulamadaki başarısı, diğer gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkeyi enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya teşvik etmiştir.

Yeni Zelanda, 1980’lerin ikinci yarısında petrol krizinin etkisi ile iki hanelere ulaşan enflasyon oranını tek haneli rakamlara indirmek ve 1989’lara kadar sürecek olan ülke ekonomisinde yaşanan durgunluğa son vermek amacıyla önemli reformlar

gerçekleştirmişdir<sup>14</sup>. Bu reformlar; finansal sektörün de dahil olduğu önemli endüstriyel düzenlemeler, kamu teşekküllerinin özelleştirilmesi, gümrük tarifelerine yönelik reformlar, endüstri sübvansiyonlarının kaldırılması, geniş kapsamlı vergi reformları, emek piyasası reformları, sermaye hareketlerindeki kontrollerin kaldırılması ve ardından döviz kurlarının serbest bırakılması ve son olarak da çok sıkı ve kapsamlı bir mali reform olarak özetlenebilir<sup>15</sup>.

1984 yılında Yeni Zelanda, ekonomik büyümesindeki yavaşlama ve çekirdek enflasyonundaki yükseliş trendiyle OECD ülkeleri arasında kalkınma düzeyi en düşük ülkelerden biri konumundaydı. Bu durumdan kurtulmak için yapılan reformlar ve uygulanan politikalar sonucu 1986 yılından itibaren ekonomik performansta canlanma gözlenmiştir<sup>16</sup>. Yapılan reformların birçoğu, ücret ve fiyatların endekslenmesi, maliyet artı temeline\* göre fiyatlama yönteminin benimsenmesi ve sürünen döviz kuru pariteleri sarmalında devam eden kurumlaşmış enflasyonun çökmesi sürecine katkıda bulunmuştur<sup>17</sup>.

1988 yılından itibaren resmi açıklama olmadan enflasyon hedeflemesi uygulayan Yeni Zelanda Merkez Bankası, 1990 yılından itibaren enflasyon hedeflemesine resmi olarak devam etmektedir<sup>18</sup>. 1989 yılında çıkartılan Yeni Zelanda Merkez Bankası Kanunu'nun 1990 yılında yürürlüğe koyulmasıyla bankanın temel görevinin fiyat istikrarını sağlamak ve devam ettirmek olduğu resmi olarak belirtilmiştir<sup>19</sup>. Merkez Bankası'na para politikası uygulaması konusunda bağımsızlık verilirken, merkez bankası başkanının da politikanın uygulama sonuçlarından sorumlu tutulmasına karar

---

\*Maliyet Artı Yöntemi:  $F = \text{Maliyet} + (\text{Maliyet} \times \text{Fiyatlama Yüzdesi})$

<sup>14</sup> Juan Pedro Trevino, "Does The Exchange Rate Matter For Monetary Policy Under Inflation Targeting? Evidence From Mexico, New Zealand and Canada", Doktora Tezi i, p.63.

<sup>15</sup> Murray Sherwin, "Strategic Choices in Inflation Targeting: The New Zealand Experience", **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, IMF, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/strach3.pdf>, 5 Mayıs 2008, p.16

<sup>16</sup> Vedat Tüzmen, **Dünyada Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Uygulanışı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, Süleyman Demirel Üniversitesi Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Isparta, 2007, s.36-37.

<sup>17</sup> Sherwin, a. g. e. , p.17.

<sup>18</sup> Aaron Drew, "Lessons From Inflation Targeting In New Zealand" , **Central Bank of Chile Working Papers**, Noviembre 2001, (Çevrimiçi) <http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/pdf/dtbc113.pdf>, 7 Mayıs 2008, p.1.

<sup>19</sup> George A. Kahn, Klara Parrish, "Conducting Money Policy With Inflation Targets", (Çevrimiçi) <http://www.kc.frb.org/publicat/econrev/PDF/3q98kahn.pdf> , 7 Mayıs 2008, p.9.

verilmiştir. Kararın uygulama süresince, hedeflere ulaşmada başkanın denetlenmesi için uzman bir kurul göreve başlamıştır. Yeni Zelanda'daki bu uygulama, merkez bankasının hedeflerden uzaklaştığı anda başkana uygulanacak yaptırımlar bakımından da bir ilk olma özelliğindedir<sup>20</sup>. Ayrıca enflasyonu hedefleme politikasında enflasyon hedefinden başka bir ara hedef seçilmemiş, kamuoyuna bilgi vermek ve politikanın şeffaflığını artırmak amacıyla yılda dört kez enflasyon raporu yayımlanmakta ve raporda enflasyon tahminlerine yer verilmektedir<sup>21</sup>.

1990 yılında Merkez Bankası Başkanı ile Maliye Bakanı arasında yapılan politika hedefleri anlaşması olarak da bilinen PTA (Policy Targets Agreement) anlaşması ile Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesine başlamıştır ve aynı yıl sonu için enflasyon % 3 ile % 5 aralığına, 1991 yılı sonu için % 1,5 ile 2,5 aralığına, 1992 yıl sonu içinse % 0-2 aralığına düşürülmesi hedeflenmiştir. 1995 yılında ekonomide ısınma sinyalleri alınması ve 1996 yılının ikinci çeyreğinde enflasyon hedefinde sapmalar meydana gelmesiyle, istihdam ve büyüme de para politikası amaçları arasına dahil edilmiştir. 1997 yılı için enflasyon hedefi revize edilmiş, % 0-2 aralığından % 0-3 aralığına çekilmiştir<sup>22</sup>.

1990 yılından itibaren uygulanan enflasyon hedeflemesi yaklaşımında, 1991-1995 yılları arasında hedeflenen enflasyon oranlarının gerçekleştiği, 1996 yılında hedeflerden sapmalar meydana gelse de, 1997 yılında hedef bant aralığının genişletilmesiyle, enflasyon hedeflerinin gerçekleşmesinin sağlandığı görülmektedir. 1996'ların sonlarında para politikası üzerinde enflasyonist baskılar azalırken, ülkede üç negatif şok yaşanmıştır. Ülkede yaşanan kuraklık sonucu tarımsal üretimde azalma meydana gelmiş, 1997 Doğu Asya Krizi'nin olumsuz etkisi olarak ülkenin ihracatı hem değer hem hacim olarak düşmüştür ve ülkenin göç politikasının değişmesiyle net göç miktarı pozitiften negatife çok hızlı şekilde geçmiştir. Yaşanan içsel ve dışsal dalgalanmalara rağmen, ılımlı bir büyüme ve başarılı bir enflasyon hedeflemesi gerçekleştirdiğini söylemek mümkündür<sup>23</sup>. Bu başarının sağlanması

---

<sup>20</sup> Tüzmen, a. y. .

<sup>21</sup> Murat Kaygusuz, "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği" , (Çevrimiçi) <http://www.ceterisparibus.net/arsiv.htm>, 2 Mayıs 2008, s.12.

<sup>22</sup> Trevino, a. g. e. , pp.64-66.

<sup>23</sup> Drew, a. g. e. , p.9.

açısından, hükümetin enflasyon hedeflemesine geçmeden önce gerçekleştirdiği yapısal reformlardaki başarısı ve enflasyonla mücadelede gösterdiği kararlılığı çok önemlidir<sup>24</sup>.

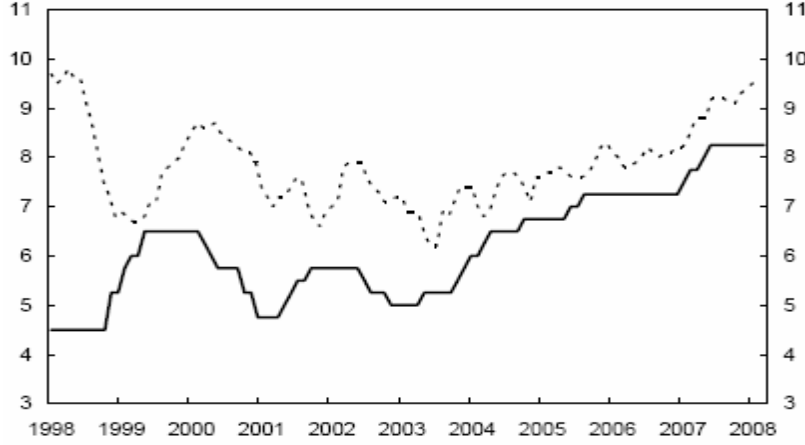
1997 yılında yapılan beşinci PTA'da faiz oranları hariç olarak hesaplanan CPIX'i enflasyon ölçümü olarak kabul görürken, 1999 yılında gerçekleşen son PTA'da TÜFE'nin enflasyon hedefi olarak kullanılmasına karar verilmiştir. CPIX endeksinin tercih edilme nedeni, Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın artan enflasyon oranlarını kontrol altına almak için faiz oranlarını yükseltmesi durumunda, TÜFE enflasyonunun da yükselmesidir. 1999 yılında TÜFE endeksinin kullanıma geçmesi ile ilgili olarak dönemin Merkez Bankası Başkanı, bu durumun para politikası üzerinde ve finansal piyasalarda etki yapmayacağını, sadece kamu tarafından daha kolay anlaşılır bir endeks olması dolayısıyla ileriye dönük bir karar olarak değerlendirilmesi gerektiğini söylemiştir. 1991-1997 yılları arasında reel GSYİH'daki büyüme oranı ortalama % 3,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. 1997 yılı sonunda ülkede görülen kuraklık ve 1998 yılında meydana gelen Asya Krizi nedeniyle negatif arz şokları meydana gelmiştir. Bu şokların etkisi ile 1998 yılında ekonomide yaşanan resesyon sonucu büyüme hızı da düşmüştür. Şokların ardından büyüme hızında tekrar artış başlamıştır<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> Tüzmen, **a.g.e.**, s. 39.

<sup>25</sup> Erdal Demirhan, **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın no:231, s.74-78.

**Grafik 2.1: Yeni Zelanda'nın Faiz Oranlarının Gösterimi, (1998-2008 Yılları Arasında)**



----- Yeni alımlar için belirlenen 2 senelik konut faizi \_\_\_\_ Resmi faiz oranı

**Kaynak:** New Zealand: 2008 Article IV Consultation—Staff Report; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion, IMF, Country Report No.08/163, May 2008, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08163.pdf>, 10 Haziran 2008, p.5.

Yeni Zelanda'da diğer ülkelere göre katı bir enflasyon hedeflemesi uygulamasını benimsemiş olmasına rağmen, uygulanan politikada esneklik de söz konusudur. Politika Hedefleri Anlaşmalarında, Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın (RBNZ) enflasyonist baskıların azaltılması adına bazı şoklara tepki vermesi gerektiğine karar verilmiştir. Örneğin, 1990-1991 yılları arasında dış şokların üretimi etkilemesi sonucu, enflasyon hedeflemesinde kaçış imkanı (escape clause) avantajını kullanmışlardır. Dışsal şokları kısaca; dünya piyasalarında ticareti yapılan malların fiyatlarında görülen ani değişimlerin sonucu toplam fiyat seviyesindeki kaymalar, fiyatları direkt etkileyecek kamu politikalarındaki değişiklikler, dolaylı vergilerdeki değişiklikler ve ekonomiyi etkileyen doğal afetler olarak özetleyebiliriz<sup>26</sup>.

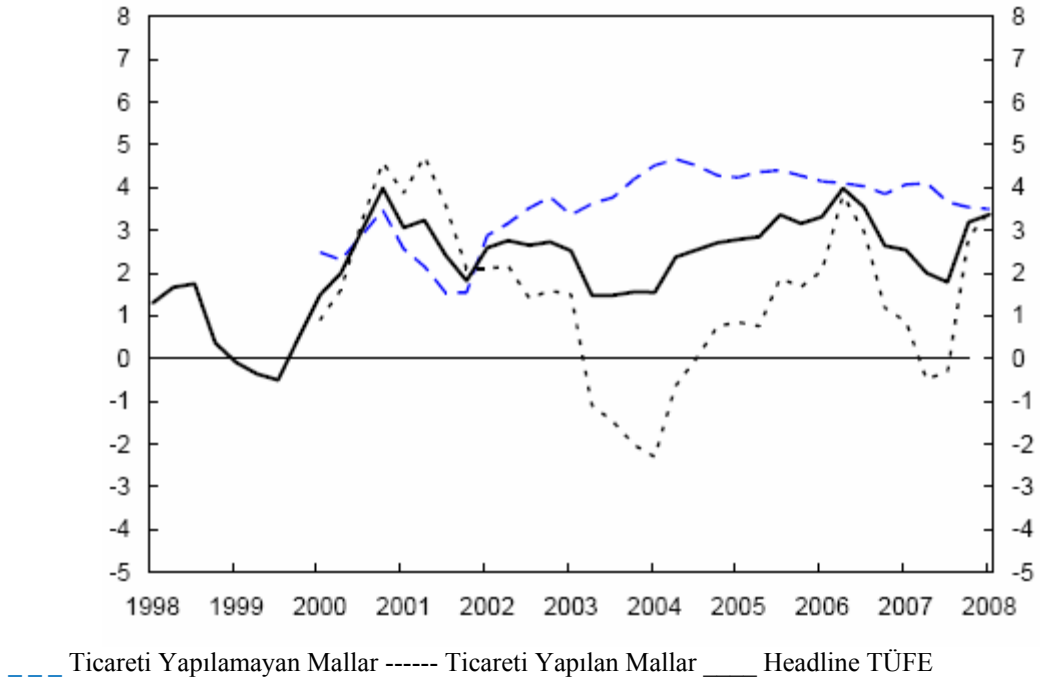
Son dönemde, artan enflasyonu durdurmak için, para otoriteleri sıkı para politikası uygulamasına başlamış ve Yeni Zelanda Merkez Bankası resmi faiz oranlarını 2003 yılındaki %5 seviyelerinden cari seviye olan % 8,25'e çıkarmıştır. (Grafik 2.1) Fakat konut piyasasında artan rekabet dolayısıyla, global piyasalardaki yaşanan sıkıntıya kadar uluslar arası piyasalarda likidite bolluğunun olması, faiz

<sup>26</sup> Trevino, a. g. e. , p.72; Demirhan, a. g. e. , s.74.

artırımının konut faiz oranlarına aktarımını azaltıcı rol oynamıştır. Sonuçta, uluslar arası yatırımcılar faiz oranlarındaki büyük farklılıklardan faydalanma fırsatını kaçırmamışlar ve ülkeye yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir. Bu durumda döviz kurlarının değerlenmesi kaçınılmaz olmuştur<sup>27</sup>.

Yeni Zelanda’da enflasyon hedeflemesi zaman içinde gelişmiş ve 2002 yılından itibaren hedef aralığı daha esnek bir hal almış ve % 1 ila 3 arasında belirlenmiştir. Hedef aralığının artırılan esnekliğine rağmen, döviz kurunun aşırı değerlenmesinin önüne geçilememiştir ve bu durum enflasyon hedeflemesi uygulamasının fayda ve maliyet analizinin yapılmasına sebebiyet vermiştir<sup>28</sup>.

**Grafik 2.2: Yeni Zelanda’nın Enflasyon Oranlarının Gösterimi (% Değişim, TÜFE Endeks)**



**Kaynak:** A. e. , p.4.

Enflasyon hedeflemesini 1990 yılı başında uygulamaya başlayan ilk gelişmiş ülke olan Yeni Zelanda’nın elde ettiği başarı sonucunda, birçok gelişmiş ve ardından

<sup>27</sup> New Zealand: 2008 Article IV Consultation—Staff Report; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion ,IMF, Country Report No.08/163, May 2008, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08163.pdf>,10 Haziran 2008, p.5.

<sup>28</sup> A. e. , p.11.

gelişmekte olan ülke enflasyonla mücadelede ve fiyat istikrarının sağlanmasında enflasyon hedeflemesi uygulamasını tercih etmiştir. 2007 yılından itibaren global piyasalarda gıda ve petrol fiyatlarının artışı, konut kredilerinde yaşanan sıkıntı dolayısıyla, Yeni Zelanda'da enflasyon hedefi 2008 yılı itibariyle hedeflenen oranın yani % 3'ün üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu durumda açıktır ki, 1990'larda enflasyon hedeflemesi uygulamasındaki başarısıyla birçok ülkeye örnek olan Yeni Zelanda'da dışsal şoklar, enflasyon hedeflerinden sapmaya ve hatta enflasyon hedeflemesinin maliyetlerinin faydalarından fazla olup olmadığı sorgulanmasına yol açmaktadır.

### 2.1.2. Kanada

Kanada, enflasyon hedeflemesine henüz geçmediği 1960'lı yılların sonu, 1970'li yılların başında, enflasyonla mücadelede operasyonel hedef olarak faiz oranlarını tercih etmiş fakat enflasyonun yükselişinde faiz oranının çıpa görevini sağlayamadığı görülmüştür. 1975 yılından itibaren parasal büyüklüklerden M1 hedef olarak kullanılmıştır. Uygulama sırasında, gelecek dönem üretim büyüklüğü hakkında faydalı bilgiler sağlaması bakımından M1 kullanışlı iken, diğer yandan M1'in, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarında yaptığı değişikliklere, toplam talepte veya enflasyonda meydana gelen değişikliklerden daha hassas olmasından dolayı, bu hedeften de 1982 yılında vazgeçilmiştir<sup>29</sup>. Bankanın 1982 yılından 1991 yılının sonuna kadar benimsediği para politikası otoriteleri, uzun vadede fiyat istikrarının sağlanması hedefini, kısa vadede ise enflasyonun düşürülmesi amacını benimsemiş, bu uygulamada da ara hedef olarak herhangi bir değişken seçilmemiştir<sup>30</sup>. Üç yıllık bir çalışmanın sonunda uzun vadede hedeflerinin fiyat istikrarı olduğunu kamuoyuna da benimsetmişlerdir<sup>31</sup>.

Yeni Zelanda ve Avustralya'daki gibi Kanada da, büyük çaplı deflasyon yaşandıktan sonra, 1990 yılı sonunda enflasyon oranı % 10 seviyesinden % 4'e

---

<sup>29</sup> Gordon G. Thiessen, "Uncertainty And The Transmission Of Monetary Policy In Canada", **The Transmission of Monetary Policy in Canada, Bank of Canada**, 1996, (Çevrimiçi )<http://www.bankofcanada.ca/en/pdf/hermes.pdf>, 6 Mayıs 2008, p.11-14.

<sup>30</sup>Demirhan, **a.g.e.**, s.79-80.

<sup>31</sup> Alparslan ve Ataman Erdönmez, **a. g. e.** , s.12.

indirilerek enflasyon hedeflemesi uygulamasına başlanmıştır<sup>32</sup>. Bu şekilde Kanada, gelişmiş ülkeler arasında Yeni Zelanda'dan bir yıl sonra Şubat 1991'de enflasyon hedeflemesi politikasını uygulamasına geçen ikinci ülke olmuştur. Kanada Merkez Bankası ve hükümeti, fiyat istikrarına daha fazla odaklanabilmek için, enflasyon hedeflemesine geçerken, enflasyon oranını 1995 yılı sonuna kadar % 1 ila 3 bant aralığında % 2 oranına düşürmeyi hedeflemişlerdir. 1993 Aralık ayında ise, Hükümet ve Merkez Bankası enflasyon hedef aralığını 1998 yılına kadar uzatmaya karar verdiklerini ilan etmişlerdir<sup>33</sup>. Şubat 1998 tarihinde ise enflasyon hedeflemesi uygulamasının 2001 yıl sonuna kadar uzatılmasına karar verilmiştir<sup>34</sup>.

Hava koşullarına bağlı olarak arzda meydana gelecek olası değişiklikler, yiyecek fiyatlarında dalgalanmalara sebep olmaktadır. Aynı şekilde, enerji fiyatları da fuel oil, gaz, enerji arzı ve dünya talebindeki değişimlere karşı tepki vermektedir. Dolaylı vergilerdeki değişiklik de yıllık enflasyon oranları üzerinde geçici etkiye sahiptir. Bu sebeplerden dolayı, Kanada Merkez Bankası para politikası uygulamasında temel olarak, yiyecek, enerji ve dolaylı vergilerin TÜFE kapsamından çıkarılmış hali olan çekirdek enflasyonu kullanmıştır<sup>35</sup>.

Kanada'da yüksek enflasyon yaşanan yıllara bakıldığında, gerçekleşen enflasyon ile beklenen enflasyonun birbiriyle sıkı bağlantıda olduğu görülmektedir. Dünyadaki gelişmelerin net olmadığı ve tahminlerin dışında gerçekleşmeler olduğu bir dünya ekonomisinde, faiz oranları ile döviz kurları arasındaki bağ ile toplam talep ve enflasyon arasındaki bağın bu belirsizlikleri cevaplamada yetersiz kaldığı söylenebilir. Toplam talep ve fiyatlar meydana gelen şoklara açıktır. Talep şoklarının sebepleri içsel veya dışsal da olabilir. Arz şokları fiyatları dolaysız şekilde etkilemektedir. 1970'lerde petrol fiyatlarının artmasına sebep olan olaylar, doğal afetlerin meydana gelmesiyle, tarımsal ürünlerin arzında meydana gelen düşüşler sonucu fiyatların etkilenişi, teknolojik değişiklikler, dünya ticaretindeki değişimler

---

<sup>32</sup> Frederic S. Mishkin, "From Monetary Targeting To Inflation Targeting: Lessons From The Industrialized Countries", January 2000, (Çevrimiçi) <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/00BOMEX.pdf>, 7 Mayıs 2008, p.15

<sup>33</sup> Gordon G. Thiessen, "Uncertainty And The Transmission Of Monetary Policy In Canada", p.13.

<sup>34</sup> Bank of Canada, "Inflation Control Target", **Publications and Research**, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/backgrounders/bg-i3.html>, 10 Mayıs 2008.

<sup>35</sup> Serdar Öztürk, **Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul: Derin Yayınları, 2003, s.127.

bu tip arz şoklarına örnektir. Bu şoklar neticesinde talepte ve fiyatlarda belirsizliklerin meydana gelmesi doğaldır<sup>36</sup>.

Ekonomide yaşanan bütün bu şokların karşısında başarılı bir politika uyguladığı izlenimini veren Kanada Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi uygulamasında aşağıdaki gibi bir yöntem izlemiştir<sup>37</sup>.

- Parasal Koşullar Endeksi olarak tanımlanan bir gösterge operasyonel hedef olarak kabul edilmiştir. Bu endeks nominal çıpa olarak kullanılmamakla birlikte faiz oranlarının belirlenmesinde kurlardaki değişimler yakından takip edilmektedir.
- Enflasyonist beklentiler Conference Board of Canada tarafından yapılan anket çalışmalarından ve 30 yıl vadeli devlet tahvilleri ve reel tahvillerin getiri farkları hesaplanarak takip edilmektedir.
- 1994 yılının ikinci yarısından itibaren gecelik faiz oranlarında binde 5'lik bir aralık hedef olarak belirlenmiştir.
- Geniş tanımlı para arzlarında, kredi arzında tüketimdeki ve ücret sözleşmelerindeki gelişmeler takip edilmektedir.
- Kanada'da enflasyon hedeflemesi politikası uygulanması için kurumsal bir altyapı olmamasına ve olumsuz arz yönlü şokların meydana gelmesine rağmen, uygulanan politika başarılı ile sonuçlanmıştır. Bu başarının sağlanmasında, Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı'nın koordineli hareket edişi ve merkez bankasının şeffaflığı etkili olmuştur.

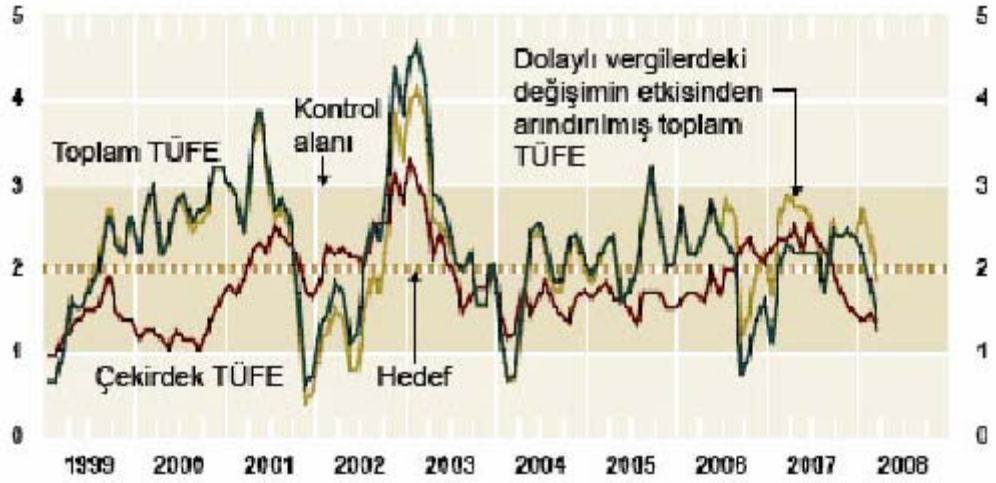
Kanada'da enflasyon hedeflemesi uygulaması oldukça esnek yapıda olmasına rağmen, enflasyon düşük ve istikrarlı bir seviyede tutulabilmiştir. Uygulamada esneklik olması, Kanada Merkez Bankası'nın ekonomide beklenmedik şoklar meydana geldiğinde, hedeften sapmasına olanak sağlamıştır. Hedefleme politikasında esnekliğin sağlanmış olması, tıpkı şoklar karşısındaki gibi koordineli hareket ediş ve şeffaflık sayesinde gerçekleşmiştir. Hedefleme süresince, hedef aralığının en üst ve alt değerlerinin gerçekleştirilmesine eşit derecede önem verilmesi

<sup>36</sup>Gordon G. Thiessen, "Uncertainty And The Transmission Of Monetary Policy In Canada", p.11.

<sup>37</sup> Alparslan ve Ataman Erdönmez, **a. g. e.**, s.12-13.

ve hedeflemede esneklik payının bulunması sonucu, enflasyon hedeflemesi stratejisinde reel ekonominin istikrar kazanmasında Kanada Merkez Bankası'nın tamamen sorumlu tutulmamasını sağlamıştır<sup>38</sup>.

**Grafik 2.3: Kanada'nın 1999- 2008 Yılları Arasında TÜFE Endeksi ( Bir Önceki Seneye Göre, Yüzde Değişim)**



\_\_\_\_ : Toplam TÜFE, \_\_\_\_ : Çekirdek TÜFE, \_\_\_\_ : Dolaylı vergilerdeki değişimin etkisinden arındırılmış toplam TÜFE. %1-3: Hedef Aralığı, % 2: Hedeflenen Enflasyon Oranı, \*Enflasyon sepetini oluşturan en yüksek sekiz bileşen ve dolaylı vergilerin diğer bileşenler üzerindeki etkileri dahil edilmemiştir.

**Kaynak:** Bank of Canada, Monetary Policy Report April 2008, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/mpr/pdf/mpr240408.pdf>,10 Haziran 2008, p.13.

Kanada'da enflasyon hedeflemesi uygulamasına başlandığı yıl 1991 yılından bu yana enflasyonu hedeflemede kullanılan TÜFE endeksi istikrarlı, düşük ve % 2 hedefine yakın tahmin edilebilir bir seviyede sağlanmış, reel üretim ortalama % 3 oranında artış göstermiş ve işsizlik oranı 30 yıl öncesinden daha düşük seviyelere gerilemiştir. Kanada Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesi çatısı altında para politikasında başarı sağlanmasında, uluslar arası ortamın uygun olması kadar, ülke içinde uygulanan ekonomik reformların ve ihtiyatlı mali politikaların takip edilmesi de önemli rol oynamıştır<sup>39</sup>.

<sup>38</sup> Ben S. Bernanke, T. Laubach, et. al. , a. g. e. , p.144.

<sup>39</sup> Bank of Canada, "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target", **Publications and Research**,23 November 2006, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/press/2006/pr06-18.html>,14 Mayıs 2008.

2006 yılında Kanada Hükümeti ve Kanada Merkez Bankası yaptıkları basın açıklamasında, enflasyon hedeflemesi politikasının yenilerek 2011 yıl sonuna kadar devam ettirileceğini bildirmişlerdir. Bu anlaşma'ya göre, Merkez Bankası enflasyonu belirlemede kullandıkları TÜFE endeksi üzerinden enflasyon hedefini, % 1 ila 3 hedef aralığında % 2 olarak gerçekleşmesini hedeflediklerini belirtmiş ve bu hedefin sağlanması amacıyla para politikasını kullanmaya devam edeceklerini de eklemiştirler. 2011 yıl sonuna kadar enflasyon hedeflemesi politikasına devam edileceğinin açıklamasıyla beraber, para politikasını geliştirmek adına Merkez Bankası önderliğinde 2011 yılına kadar bir araştırma programı yapılmasına da karar vermişlerdir. Bu programa göre, enflasyon oranını düşük seviyelerde tutmak adına, enflasyon hedeflemesi stratejisinin veya bu strateji yerine fiyat seviyesi hedeflemesinin potansiyel maliyet ve faydalarına odaklanılacak ve bu şekilde enflasyon hedeflemesi politikasının Kanada ve diğer ülke örneklerindeki karşılaştırılması yapılacaktır<sup>40</sup>.

### 2.1.3. İngiltere

İngiltere, Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından 1970'li yılların çoğunda yüksek enflasyon sorunuyla karşılaşmadan, para politikasının mali disiplin ve gelir politikası araçlarından oluşabileceği ve kısa dönemli Philips Eğrisi'nin geçerli olduğu yani enflasyon ile işsizlik arasında trade off'un olduğu düşüncesi hakim olmuştur. Oysa 1975 yılında enflasyonun % 25'e yükselmesiyle, Philips Eğrisi'nin geçerli olmadığı ve diğer ekonomi politikalarında başarı sağlanması için önkoşulun düşük enflasyon olduğu anlaşılmıştır<sup>41</sup>. 1973 yılından itibaren gayri resmi olarak uygulanan geniş tabanlı para arzı olarak tanımlanan M3'ün hedef olarak kullanılacağı 1976 yılında (Sterline olan güvenin azalmasını takiben) ilan edilmiştir<sup>42</sup>.

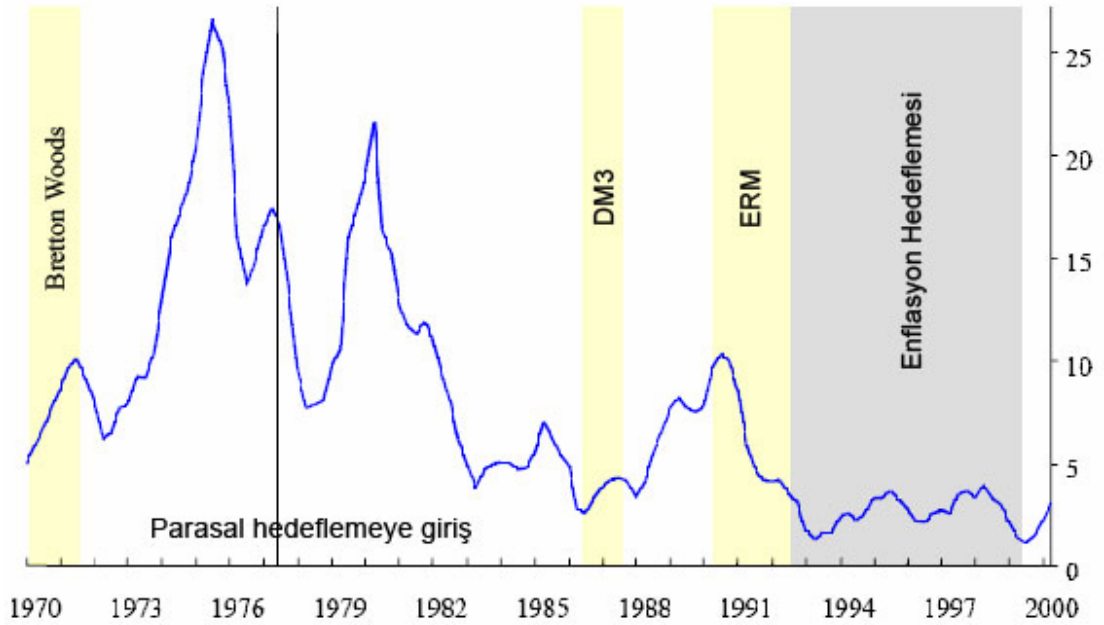
<sup>40</sup> Bank of Canada, "Bank of Canada Releases Background Information on Renewal of the Inflation-Control Target", **Press Releases**, 27 November 2006, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/press/2006/pr06-19.html>, 14 Mayıs 2008.

<sup>41</sup> William A. Allen, "Inflation Targeting in United Kingdom 1992-2000", **Inflation Targeting Experiences**, The Central Bank of Turkey, Ankara, 2000, (Çevrimiçi) [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/enf\\_kitap/3-William\\_Allen.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/enf_kitap/3-William_Allen.pdf), 6 Haziran 2008, p.65.

<sup>42</sup> Serdar Öztürk, **a. g. e.**, s.132.

Grafik 2.4’de görüldüğü üzere, 1976 yılında İngiltere’de parasal hedefleme stratejisine geçilmiş, 1970’lerin sonu ve 1980’lerin başında % 20 seviyesinde olan enflasyonun % 10’a düşmesi sonucu, parasal hedefleme stratejisi, 1979’da seçime gelen Thatcher Hükümeti tarafından da kredibilitenin artırılması adına devam ettirilmiştir. 1980’lerin ortasına gelindiğinde, parasal hedeflerin çok üstünde gerçekleşmeler olsa bile, enflasyonda düşüş olabildiği görülmüştür. Bu sebeple, para arzı ile enflasyon arasındaki bağın çok istikrarlı ve güvenilir olmadığı sonucuna varılmıştır<sup>43</sup>.

**Grafik 2.4 : RPI Enflasyon Oranı ( 1970 Yılından İtibaren)**



**(Bir önceki yıla oranla % değişim)**

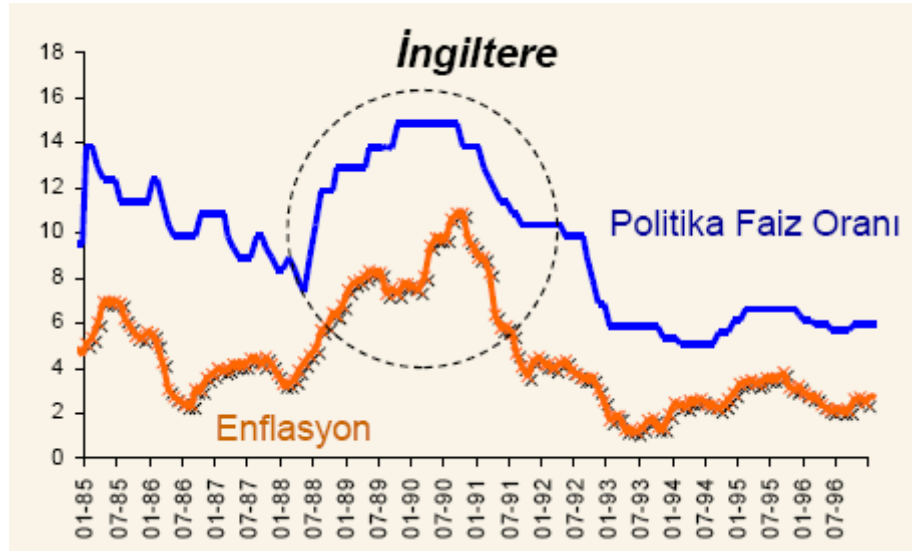
Kaynak: Allen, a. g. e. , p.64.

İngiltere, 1990 yılında ülke ekonomisine kredibilitenin artırılması ve para politikasına disiplin kazandırılmak amacıyla ERM olarak bilinen döviz kuru uygulamasına geçmiştir. 1992 yılındaki süreçte İngiltere ekonomisinde büyüme yavaşlamış, işsizlik oranı artmıştır. İngiltere, pound’un değer kaybına ve yüksek oranda dalgalanmasına sebep olan Eylül 1992’de yaşanan döviz kuru krizinin ardından enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmiştir. İngiltere enflasyon

<sup>43</sup> Allen, a. g. e. , p.65-66.

hedeflemesine geçerek, spekülâtif kriz sırasında kaybedilen para politikası kredibilitésinin tekrardan kazanılması ve para politikasına nominal çıpa sağlanması amacını taşımaktadır<sup>44</sup>. 1992 yılı Ekim ayında % 1-4 aralığında ilan edilen enflasyon hedefinin belirlenmesinde ipotek faiz ödemeleri hariç tutulan perakende fiyat endeksi kullanılmıştır<sup>45</sup>.

**Grafik 2.5: İngiltere’de Politika Faiz Oranları ve Enflasyon (1985-1996 Yılları)**



**Kaynak:** Erdem Başçı, Dünya’da ve Türkiye’de Enflasyon, Mayıs 2008, Doğu Üniversitesi sunumu, (Çevrimiçi) www. tcmb. gov. tr , 30 Mayıs 2008, s.5.

İngiltere’de yüksek enflasyonla mücadelede ve fiyat istikrarının sağlanması adına, henüz enflasyon hedeflemesine geçilmediği yıllarda parasal sıkılaştırma politikaları uygulandığı Grafik 2.5’den takip edilebilmektedir.

İngiltere Merkez Bankası’nın bağımsızlığını kazanması adına yapılan ilk girişimler gecikmeli olarak 1993 yılında başlamıştır. Merkez Bankası uyguladığı para politikasında kullanacağı araçlara dair bağımsızlığını 1997 yılında iktidara gelen İşçi Partisi sayesinde kazanmıştır. Özetle, İngiltere’nin operasyonel bağımsızlığını kazanması enflasyon hedeflemesi yaklaşımını benimsemesinden beş yıl sonra gerçekleşmiştir<sup>46</sup>.

<sup>44</sup> Ben S. Bernanke, T. Laubach, et. al. , a. g. e. , p.145.

<sup>45</sup> Alparslan ve Ataman Erdönmez, a. g. e. , s 13.

<sup>46</sup> Tüzmen, a. g. e. , s.41-42.

Operasyonel bağımsızlığın kazanılmasının ardından para politikası kararlarının alınması görevi Merkez Bankası bünyesinde oluşturulan “Para Politikası Komitesi” (MPC)’ne verilmiştir. Bu komitenin 9 üyesi bulunmaktadır<sup>47</sup>.

İngiltere Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesi seçiminde kısa vadeli hedef yerine orta vadeli hedef uygulamasını daha doğru bulmuştur. Orta vadeli hedefe uygun araç seçilmesi gerektiği için, kısa vadede enflasyonu etkilemeye hizmet edecek döviz kurları gibi araçların yerine faiz oranları tercih edilmiştir. Politikanın uygulamasında, perakende fiyat endeksinden ipotek faiz maliyetlerinin çıkarılması sonucu elde edilen RPIX\* fiyat endeksi olarak seçilmiştir. 1997 sonrasında hükümet değişikliği ile hedef oran bant aralığı olarak değil nokta hedef şeklinde belirlenmiştir ve bu oran yıllık bazda % 2,5 olarak açıklanmıştır<sup>48</sup>. Belirlenen bu nokta hedefe % 1’lik sapma hakkı tanınmıştır. Hedeften (%2,5 +/- 1) aşağı ya da yukarı yönlü bir sapma meydana gelmesi durumunda, Merkez Bankası’nın hükümete hesap vermesi gerekmektedir<sup>49</sup>.

İlk kez İngiltere Merkez Bankası tarafından yayımlanan enflasyon raporu, 1993 yılından sonra enflasyon tahmin rakamları ile birlikte yılda dört kez yayımlanmaya başlamıştır<sup>50</sup>. Uygulanan enflasyon hedeflemesinin güvenilirliğinin artırılması, kamuoyunun bilgilendirilmesi ve bankanın hesap verilebilirliğinin artırılması bakımından raporlama para politikasının başarı şansını da artırmaktadır.

İngiltere’deki uygulamanın diğer gelişmiş ülkelerdeki uygulamalarla kıyaslandığında bazı önemli farklılıkları vardır. Örneğin, hedef belirlenmesinde RPIX endeksinden dolayı vergilerin birincil etkilerinin çıkarılmasıyla elde edilen RPIY endeksinin de kullanılmış ve her iki fiyat endeksine gıda ve petrol ürünlerinin fiyatları da dahil edilmiştir. Enflasyon hedeflemesi politikası diğer ülkelerdeki gibi Merkez Bankası tarafından yürütülürken, RPIX (Retail Prices Index - perakende fiyat

---

\*RPIX: Perakende Satış Fiyat Endeksi.100’e yakın mal ve hizmet fiyatlarının bir araya gelmesiyle oluşan çok kapsamlı bir endekstir. Diğer birçok ülkedeki endekslere nazaran gıda ve petrol fiyatlarını da içermektedir.

<sup>47</sup> Serdar Öztürk, **a. g. e.** , s.137.

<sup>48</sup> Tüzmen, **a. g. e.** , s.42.

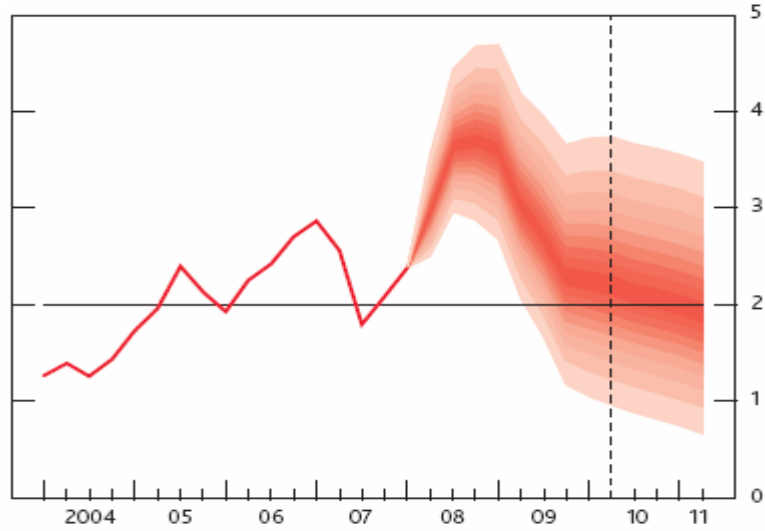
<sup>49</sup> Öztürk, **a.y.**.

<sup>50</sup> Alparslan ve Ataman Erdönmez, **a. y.** .

endeksi) ve RPIY bazındaki enflasyonun Ulusal İstatistik Ofisi tarafından hesaplanıyor oluşu da diğer bir farklılığa örnek teşkil etmektedir<sup>51</sup>.

İngiltere’de Mayıs 1997’e kadar, enflasyon hedeflemesi Merkez Bankası aracılığıyla değil, hükümet tarafından uygulanmıştır. Bunun sonucunda, faiz oranlarının nasıl bir karar çerçevesinde artıp azalacağı konusu belirsiz kalmış, enflasyon hedeflemesinin başarısız olduğu durumda hangi kurumun sorumlu tutulacağı ise netleşmemiştir. Bütün bu belirsizliklere rağmen, İngiltere Merkez Bankası enflasyon hedeflemesinde başarılı olmuştur. Başarısının sırrı ise, para politikası stratejisinde şeffaflığa ve kamuoyunun aydınlatılmasına öncelik verilmesidir. Bu amaçla yenilikçi davranış içinde olup, kamuoyunun bilgilendirilmesi için birçok ülke merkez bankası tarafından örnek alınan enflasyon raporları uygulamasına geçilmiştir<sup>52</sup>.

**Grafik 2.6: TÜFE Enflasyonunun Piyasa Faiz Oranı Beklentilerine Göre Oluşturulmuş Projeksiyonu (Bir Önceki Seneye Göre Fiyatlardaki Yüzde Değişim)**



Grafiğin renkli kısmında, gelecek dönemde TÜFE enflasyonunun olası farklı sonuçları gösterilmiştir. Gelecek dönem enflasyonun grafikte gösterilen yelpaze aralığı içinde olma olasılığı % 90’dır. Zaman dilimi genişledikçe, sonuçların belirsizliğinin arttığını göstermek üzere, yelpazenin bantlarında da genişleme olmaktadır.

**Kaynak:** Bank of England, **Inflation Report** May 2008, (Çevrimiçi) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir08may.pdf>, 15 Haziran 2008, p.8.

<sup>51</sup> Ben S. Bernanke, T. Laubach, et. al., **Inflation Targeting Lessons From The International Experience**, Princeton University Press, p.146.

<sup>52</sup> A. e. p.171.

2007 yılı itibariyle dünyadaki büyümenin yavaşladığı, enerji ve gıda fiyatlarının artışın 2008 yılında devam etmesinin de etkisiyle Mart 2008’de TÜFE gerçekleşmesi % 2,5 olmuştur. İngiltere Merkez Bankası’nın sürekli olarak hedeflediği enflasyon hedefi olan % 2 oranından sapma meydana gelmiştir. MB’nın belirttiği esas projeksiyonda, daha yüksek enerji ve ithalat fiyatları enflasyonun da yukarı yönlü çıkmasına etki etmiştir. Bu projeksiyonların belirlenmesinde genelde olduğu gibi büyük çaplı belirsizliklerin rolü olmuştur. Enflasyon oranlarını aşağı yönlü etkileyen unsur; kontrol altına alınmış talebin daha uzun süreli dönem olması sonucunda yedek kapasite sınırının üstünde gerçekleşme olasılığı gösterilmiştir. Buna karşın enflasyonda artışa sebep olabilen unsur olarak da; enflasyon oranının ısrarlı bir süre için hedeflenenin üstünde gerçekleşmesinin orta vadeli enflasyon beklentilerinin uzun süreli artış beklentisine yönelmesi olasılığıdır. Dünya ekonomisindeki yavaşlamanın ve fiyatlardaki artışın devam edeceği görülmesi üzerine, İngiltere Merkez Bankası Şubat ayında yayımladığı enflasyon raporuna nazaran daha düşük büyümenin görüleceğini ve daha yüksek enflasyon oranlarının gerçekleşme riski olduğunu belirtmektedir<sup>53</sup>.

## 2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Örnekleri

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin nihai hedefleri olan fiyat istikrarının sağlanması ve tabii enflasyonun düşürülmesi amaçlarına ulaşabilmeleri adına günümüzde enflasyon hedeflemesi stratejisini para politikası olarak seçtikleri görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin, gelişmekte olan ülkeler tarafından benimsenmesinde birçok faktörün etkisi vardır. Bu faktörlerden ilki, enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ülke ekonomilerinde başarılı olarak uygulandığının ve enflasyonun istenen aralıkta hatta daha düşük olarak gerçekleşmesinin sağlandığının görülüyor olmasıdır.

---

<sup>53</sup>Bank of England, **Inflation Report**, May 2008, (Çevrimiçi) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir08may.pdf>, 15 Haziran 2008, p.5-8.

Diğer bir etken, dalgalı döviz kuru rejimi ile birlikte döviz kuru hedefleme ve parasal hedefleme stratejisinin uygulama zorluklarının da etkisiyle enflasyon hedeflemesinin uygulama alanının gün geçtikçe yaygın hale gelen bir para politikası stratejisi olmaya başlamasıdır. IMF'in özellikle gelişmekte olan ülkelerde dalgalı döviz kuru sistemi ile birlikte enflasyon hedeflemesinin uygulanmasını teşvik edici rol oynaması da diğer bir etkendir<sup>54</sup>.

Enflasyon hedefleme politikasının uygulanmasında gerekli önkoşullardan çalışmanın birinci bölümünde bahsedilmiştir. Bu önkoşulların yerine getirilmesi adına, ülkede gelecek dönem ekonomi planının açıklanması için enflasyon tahmin rakamlarının raporlar halinde sunulması koşulu genelde gelişmekte olan ülkelerde yerine getirilmektedir. Fakat bu para politikası stratejisinin enflasyon hedefleme olarak tanımlanmaması gerekmektedir. Çünkü enflasyon hedeflemesinden bahsedilebilmesi için diğer dört koşulun da devam ettirilebilir olması gerekmektedir<sup>55</sup>.

Enflasyon hedeflemesinin başka nominal çıpa kullanmaması da bir önkoşul olarak değerlendirilebilir. Düşük ve kalıcı bir enflasyonun sürekliliğinin sağlanmasında dış şoklara karşı ekonomik ayarlama yapılabilmesine imkan sağlayan sadece esnek döviz kuru sistemidir. Bu sebeple esnek döviz kuru sistemini benimseyen gelişmekte olan ülkelerin çoğunun para politikasında çıpa olarak açık enflasyon hedefi kullanılmaktadır<sup>56</sup>.

1990'lı yıllardan itibaren gelişmiş ülkelerde uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilir olması için gerekli teknik ve kurumsal alt yapının oluşması ise güç ve zaman alıcı olmaktadır.

---

<sup>54</sup> Salih Öztürk ve Coşkun Biner, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedefleme Stratejisi: Türkiye Örneği", **C. Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 9, Sayı 1, 2008, (Çevrimiçi) <http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/1630.pdf>,18, Haziran 2008, s.20.

<sup>55</sup> Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting In Emerging Market Countries", **NBER Working Paper 618**, Cambridge, March 2000, (Çevrimiçi) <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDF/Papers/w7618.pdf>,29 Nisan 2008, p.2.

<sup>56</sup> David Dodge, "Canada's Monetary Policy Approach: It Works for Canadians", **Bank of Canada Speeches & Statements by the Governor**, Çevrimiçi: <http://www.bankofcanada.ca/en/speeches/2001/sp01-6.pdf>,16 Mayıs 2008, p.4.

Geçmişinde para politikasının kötü idare edildiği gelişmekte olan ülkelerde özellikle dikkat edilmesi gereken iki anahtar unsur bulunmaktadır. Bunlardan ilki, merkez bankalarında politika hazırlayıcılarla politikacılar arasında yeterli ayırımın yapılması zorunluluğudur. Hükümet görevlilerinin bu görevden uzak tutulması kadar, kurulun üyelerinin atamalarının uzun dönemli yapılması ve keyfi işten çıkarılmaların engellenmesi gerekmektedir. İkinci unsur, merkez bankalarının para politikası araçları üzerinde tam ve özel kontrolün verilmesi zorunluluğudur. Fiyat istikrarının temel hedef olarak benimsenmesinde merkez bankasına yükümlülük verilirken, döviz kurunun istikrarı ya da yüksek istihdamın teşviki gibi diğer hedeflerin arasından fiyat istikrarının yüksek önceliğini koruma konusunda bankalara emir yetkisi de verilmelidir<sup>57</sup>.

**Tablo 2.3: Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerin Enflasyon Oranları ve Mali Derinlik Göstergeleri**

Ülkeler	Başlangıç Yılı	Başlangıç Enflasyonu	Enflasyon Oranı (2000)	Büyüme Oranı (2000)	Mali Baskınlık Oranı*	Mali Derinlik Oranı**
Şili	1991	29	4	5	-1	53
İsrail	1991	18,5	2	6	-1	95
Brezilya	1999	8,3	9	5	-	43,5
Meksika	1999	17,6	11	7	-3	31,2

**Kaynak:** Örnek, A. g. e. , s.2.

\*Bütçe Dengesi/ Gayri Safi Yurtiçi Hasıla 2000 Yılı Verileri

\*\*M2 / GSYİH, Gelişmekte Olan Ülkeler İçin 1998 Yılı Verileri

Enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkeler arasında hedef patikasında da farklılıklar mevcuttur. Brezilya ve Şili’de hedef süre 2 yıl ile sınırlı iken, İsrail’de bu süre 1 yıla düşmekte, Meksika örneğinde ise hedefleme sürekli olarak devam etmektedir<sup>58</sup>.

### 2.2.1. İsrail

İsrail, 1985 yılında ekonomik stabilizasyon programı (ESP) ile sabit döviz kuru sistemini fiyat istikrarı için çıpa olarak uygulamaya başlamış, 1986 Ağustos ayında

<sup>57</sup> Frederic S. Mishkin, “Inflation Targeting In Emerging Market Countries”, p.3.

<sup>58</sup> Serdengeçti, a. y. .

ise bu çıpayı terk etmiştir. ESP'nın başarısı uzun sürmemiştir. 1986 yılından 1991 yılına kadar döviz kuru bandı uygulamasına geçilmiş, 1992 yılında ise crawling peg döviz kuru sistemi benimsenmiştir. Bu sistemde her gün döviz kurunun belirlenen alt ve üst limitler arasında dalgalanmasına izin verilmiştir. Crawling peg sistemi sayesinde, spekülasyon atakları ve döviz kurları üzerindeki baskının azaltılması ve faiz oranlarındaki aşırı dalgalanmaların önlenmesi mümkün olmaktadır<sup>59</sup>.

İsrail Merkez Bankası, döviz kuru hedeflemesinden vazgeçip, enflasyon hedeflemesi programına 1992 yılında başlarken, programın amacı döviz kurunun uzun dönemde istikrarının sağlanmasına yardımcı olmaktır. Uygulama sırasında resmi bir enflasyon hedefi açıklanmamıştır. Enflasyon hedefi yerine nominal ve endeksli tahvillerdeki faiz oranı farklılıkları neticesinde belirlenen piyasa bazlı enflasyonist beklentiler tercih edilmiştir. Beklentiler hedefin açıklandığı ilk aydan sonra azalırken, yıl sonu enflasyon oranı, hedefin de altında gerçekleşmiş ve bu durumda Merkez Bankasının güvenilirliği artmıştır. Enflasyon hedeflemesindeki başarının sağlanmasında; daraltıcı bir maliye politikasının uygulanması (bütçe açığı GSYİH'nın % 7sinden % 3,5'a düşürülmüş), üretimdeki artış ve ithal fiyatlarının ucuzlaması sonucu ithalatta artış meydana gelmesinin önemi büyüktür<sup>60</sup>.

İsrail'in enflasyon hedeflemesi ile ilgili belirtilmesi gereken iki önemli özellik bulunmaktadır. İlk özellik, enflasyon hedeflemesine başlarken, enflasyon oranlarının iki haneli seviyelerde olması, ikinci özelliği ise, aynı anda hem enflasyon hem de döviz kuru için resmi hedeflerin belirlenmesidir<sup>61</sup>.

İsrail'in 1992 yılından itibaren hedeflenen enflasyon oranlarının minimum ve maximum oranları ile gerçekleşen enflasyon oranlarının tablosu aşağıdaki gibidir.

---

<sup>59</sup> Akyazı, **a.g.e.**, s.128.

<sup>60</sup> Alparslan ve Ataman Erdönmez, **a. g. e.**, s.19.

<sup>61</sup> Ben S. Bernanke, Frederic S. Mishkin, et. al, **Inflation Targeting (Lessons From The International Experience)**, Princeton University Press, 1999, p.206.

**Tablo 2.4: İsrail’de 1992 Yılı sonrasında Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları**

Yıllar	Hedeflenen Min. Enflasyon Oranı	Hedeflenen Max. Enflasyon Oranı	Gerçekleşen Enflasyon Oranı
1992	14	15	9,4
1993	10	10	11,2
1994	8	8	14,5
1995	8	11	8,1
1996	8	10	10,6
1997	7	10	7
1998	7	10	8,8
1999	4	4	1,3
2000	3	4	0

**Kaynak:** Lavan Mahadeva and Gabriel Sterne, “The Role of Short Run Inflation Targets and Forecasts in Disinflation”, **Working Paper No.167**, Bank Of England, 2002, (Çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=39228](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=39228), 9 Mayıs 2008.

İsrail’in enflasyon hedeflemesi uygulamasında diğer ülkelerden farklı olan özelliklerden birinin, enflasyon ve döviz kuru için hedeflemeler yapılması olduğu daha önce belirtilmiştir. Bu durum, enflasyondan sapma yaşandığı 1994 yılında açıkça görülmektedir. 1993 yılında enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru hedeflemesinin görece öneminin belirsiz oluşundan da anlaşılmaktadır. Aynı yıl, İsrail Merkez Bankası tarafından ihracat sübvansiyonunun azaltılmasının etkisini telafi etmek için, ülkenin para birimi şeklinde % 3 devalüasyona gidilmiştir. 1994 yılında ise enflasyon oranında % 6,5 oranında sapma meydana gelmesiyle, %13 seviyesine düşen faiz oranları o sene sonunda % 18 oranına yükselmiştir. Bu gelişmelerin etkisiyle, Merkez Bankası, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi arasındaki seçimde, önceliği enflasyon hedefine vermiştir. 1995 yılında mali açığın/GSYİH’a oranı hedeflenen % 2,75 seviyesinden % 3,2’ ye yükselmiş, bir sonraki sene ise, beklenen oran % 2,5 hedeften % 2,1 oranında sapma göstermiştir. Bütün bu gelişmelere rağmen, 1992 yılında % 11,2 olan işsizlik oranının, 1996 yılında Rusya göçüde olsa da % 6,7 seviyesine düşürülmesi başarılmıştır. 1995 yılında enflasyon hedefinde sapma yaşanmazken, 1996 yılında enflasyonist beklentilerdeki artış

sebebiyle, hedeflenen enflasyonun maximum seviyesinden % 0,6 oranında fazla gerçekleşmiştir<sup>62</sup>.

İsrail’de enflasyon hedeflemesi politikası uygulanırken, hedeflerin zamanlamasında yıldan yıla farklılıklar görüldüğü olmuştur. Örneğin 1994 yılı hedefi 1993 yılı temmuz ayında ilan edilirken, 1997 yılı hedefi de 1996 aralık ayında ilan edilmiştir. Enflasyon hedeflerinde endeks olarak TÜFE tercih edilmiş ve birçok ülkeden farklı olarak TÜFE kapsamına gıda fiyatları gibi dalgalanan unsurlarla, ipotek faiz ödemeleri de dahil edilmiştir. Kapsamlı bir TÜFE endeksi seçilmesinin temel nedeni finansal anlaşmaların ve ücret anlaşmalarının geleneksel olarak TÜFE ile bağlantılı olmasıdır<sup>63</sup>.

İsrail Merkez Bankası’nın 1998 yılında 4167 numaralı kararında açıkladığı para politikası uygulamasında enflasyon hedefinin 1999 yılı için % 4 olarak belirlenmesiyle ilgili maddeler aşağıdaki gibidir<sup>64</sup>;

- Daha önceki yıllardaki gibi 1999 yılı için de enflasyon hedefinde TÜFE endeksinin kullanılması ve endeks üzerindeki kısa dönem etkileri olan yiyecek içecek fiyatları, konut ve ithalat fiyatlarının da takip edecektir.
- İsrail Merkez Bankası, hükümete ve kamuoyuna, yılda iki kez, enflasyon hedefini gerçekleştirmeye yönelik uygulanan politikalar hakkında ayrıntılı bilgi verecekleri enflasyon raporu verecektir.
- İsrail Merkez Bankası tahmin edilen enflasyonun hedeflenen değerinden % 1’den fazla sapma olacağı şeklinde değerlendirme yaptığında, Merkez Bankası başkanı sapmanın nedenleri arasında görülen faktörleri, hedeflenen enflasyona ulaşmak için yapılması gerekenleri ve hedefe ulaşılması için gereken tahmini süreyi, Hükümete bildirecektir.

---

<sup>62</sup> Ben S. Bernanke, Frederic S. Mishkin, et. al, **Inflation Targeting (Lessons From The International Experience)**, pp.216-217.

<sup>63</sup> Serdar Öztürk, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.153-154.

<sup>64</sup> Weitzman Nagar, “Monetary Policy in İsrail: In An Era of Inflation Targets: Principles and Implementation”, **Bank of Israel Monetary Department**, (Çevrimiçi) <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/neumim/neum073e.pdf>, 9 Mayıs 2008, p.28.

- Enflasyon hedefine ulaşılması aşamasında, İsrail Merkez Bankası uyguladıkları politikanın şeffaflığını artırmak için, yıl bazında planlarının sonuçlarını ve kararlarını bir sonraki yılın hedeflemelerinin belli olmasından önce yayımlayacaktır.

2000 yılının ağustos ayında ise, hükümet para politikasına yönelik açıklamaları 2138 numaralı karar ile belirtmiştir. Buna göre, enflasyon hedefi 2001 yılı için % 2,5-3,5 aralığı, 2002 yılı için % 2-3 aralığı ve 2003 yılından itibaren ise % 1-3 aralığı olarak belirlenmiştir. İsrail Merkez Bankası'nın TÜFE endeksine devam etmesine, yılda iki kez olmak şartıyla hükümete ve kamuoyuna parasal planlarını data analizleri, varsayımları ve tahminleri ile geçen seneye göre daha ayrıntılı olarak açıklayacak enflasyon raporu hazırlamasına karar verilmiştir<sup>65</sup>.

Enflasyon hedeflemesini başarıyla uygulayan gelişmiş ülkelere kıyasla, İsrail'de enflasyon oranlarının 2000 yılında da yüksek olduğu görülmektedir. İsrail'in diğer ülke uygulamalarından bir diğer farkı da, enflasyonla mücadelede para politikası araçlarının yanında daraltıcı maliye politikası araçlarını da kullanmış olmasıdır. Ayrıca, diğer ülkelerden farklı olarak liberalizasyon süreci sonrasında kısa vadeli sermaye hareketlerinden önemli oranda etkilendiği için, yerli para birimi olan shekelin döviz kuruna karşı belli bir seviyede tutulmasının da öncelikli bir hedef olduğu dikkat çekmektedir<sup>66</sup>.

İsrail'de enflasyon hedeflemesinin ilk uygulandığı tarihten itibaren, hedeflerin gerçekleştirilmesinde tam bir başarı sağlanamamıştır. 2003 yılından 2007 yılına kadar geçen sürenin % 75'nde hedeften sapma görülmüştür. Hedeften sapmaların % 75'nde gerçekleşen enflasyon, hedeflenen enflasyonun altında sapma göstermiştir. Enflasyon hedeflerinden en üst limitinden % 2,5 sapmanın yaşandığı dönem Ocak 2003, en düşük limitten en fazla sapmanın % 3,7 olarak gerçekleştiği dönem Mart 2004'tür. Diğer ülkelere kıyasla İsrail'de bu duruma daha sık karşılaşılmamasının nedeni, döviz kuru shekelin yüksek volatiliteye sahip olması ve fiyatlar üzerinde hızlı etkisi olarak atfedilebilir. Enflasyon hedeflemesinde hedefler genelde % 2 ila 3

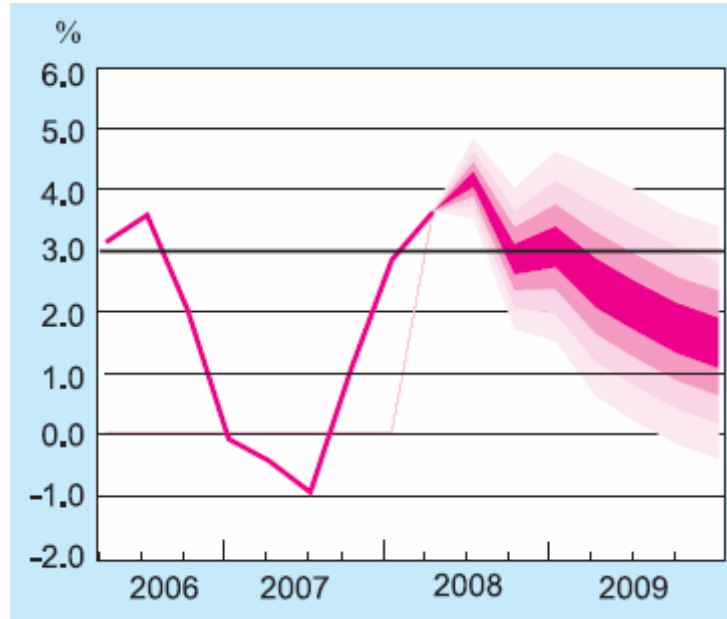
---

<sup>65</sup> Nagar, a. y. .

<sup>66</sup> Alparslan ve Ataman Erdönmez, a. g. e. , s .19-20.

seviyelerinde, % 1 aşağı ve yukarı yönlü bir bant aralığında belirlenmektedir<sup>67</sup>. Banka enflasyon hedeflemesinde hedef değiştirmenin maliyetli olacağı düşüncesi ile, belirledikleri hedefin orta noktası olan % 2 hedefinden vazgeçememektedir ve 2003 yılından itibaren enflasyon hedefi değiştirilmemektedir. 1997 yılında itibaren de, döviz kuru dalgalanmaya bırakılmış ve bu çerçevede enflasyon hedeflemesi uygulamaya devam ederken, İsrail Merkez Bankası, faiz oranlarını para politikasının başlıca aracı olarak ilan etmiştir. 2005 yılında ise, döviz kuru aralığı yürürlükten kaldırılmış ve yerli para birimi şekel tamamen serbest bırakılmıştır<sup>68</sup>.

**Grafik 2.7: Gerçekleşen Enflasyon ve Beklenen Enflasyonun Projeksiyon Tablosu\* 2006-2009 (Dört Çeyrek Dönem Öncesindeki Fiyat Artışlarının Kümülatif Fiyat Artışlarıyla)**



\*Projeksiyon alanının tümü beklenen enflasyondaki dağıtımın % 66'sını kapsamaktadır.

**Kaynak:** Bank of Israel, Inflation Report January- March 2008, May 2008, (Çevrimiçi) <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/general/infrep/eng/inf-08-1e.pdf>, 12 Haziran 2008, p.30.

<sup>67</sup> Bank of Israel, "Inflation Targeting Revisited", August 2007, (Çevrimiçi) <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/papers/paper13e.pdf>, 17 Mayıs 2008, pp.3-6.

<sup>68</sup> Bank of Israel, "Inflation Targeting Revisited", p.5.

2006 yılı itibariyle enflasyon hedefi % 3'ten yukarı yönlü sapma gerçekleşirken, 2007 yılı başında hedeften sapma aşağı yönlü olarak gerçekleşmiştir. 2007 sonu itibariyle global ekonomideki yavaşlamanın etkisinin, döviz kurlarındaki değerlenmenin devam etmesinden ve dünya mal piyasalarındaki fiyatların artışının devam etmesi sebebiyle, İsrail Merkez Bankası da enflasyon tahminlerini revize etmiştir. Enflasyonu etkileyen temel faktörler olan döviz kurunun, global krizin, reel ekonominin durumunun ve dünya mal fiyatlarının değişim yönü belli olmamasından, enflasyon tahminleri tam olarak netleşmemektedir. Bu belirsizlikler altında, pozitif ya da negatif beklenmeyen şokların olasılığında İsrail Merkez Bankası tarafından çeşitli senaryolar geliştirilmektedir. Temel senaryo ve belirsizlikler Grafik 2.7'deki projeksiyon aralığından görülebilmektedir. Senaryolardan hangisinin gerçekleşeceği bilinmese de, MB'nın tutumu bellidir. Banka, ekonomideki gelişmelerin takip edileceğini ve fiyat istikrarının sağlandığı %1-3 aralığına enflasyon oranlarını geri getirebilmek amacıyla çalışmalara devam edeceğini bildirmektedir. Enflasyon hedefinin sağlanması ve ekonomik istikrarın korunması yanında, ülkedeki reel ekonomik faaliyetlerin destekleneceği ve istihdama da gereken önemin verileceği belirtilmektedir<sup>69</sup>.

### **2.2.2. Brezilya**

Brezilya ekonomisinin geçmişine bakıldığında, 1950'li yıllarda kalıcı ve yüksek büyümenin 1980'lerin ilk yıllarına kadar sağlandığı bir ülke ile karşılaşılmaktadır. Brezilya ekonomisinin büyümesinde diğer ülkelerden farklı olarak, yerel endüstrilerini yabancılara karşı korumak ve rekabet edilebilirliklerini artırmak için ithal ikamesi uygulamasının önemi çok büyüktür. 1950'lilerde ihracatın GSYİH'a olan oranı % 5 iken, 1980'lerin başlarında bu oran ikiye katlanarak % 12'ye kadar yükselmiştir. Ekonominin bu denli büyümesinde ülkenin büyük bir iç piyasaya sahip olması ile tarımsal kaynakların bol olması ikiz avantaj olarak değerlendirilmektedir. Ekonomik gelişmelerin ters gitmeye başlaması ve büyümenin azalması 1973'teki petrol şokunun yaşanmasına bağlıdır. Petrol şokunun ülkeye getirdiği en büyük olumsuzluklar enflasyon oranlarının yükselmesi ve borçların ödenme güçlüğüdür.

---

<sup>69</sup> A. e. , p.30.

Petrol şokunun ardından bir sene sonra, hükümet tekrardan ithal ikamesi uygulamasına başlamıştır. Bu şekilde, ağır sanayi ve sermaye ürünlerinin üretimi teşvik edilmiş ve petrodoların tekrar değerlendirilmesine dayalı bir strateji benimsenmiştir. Fakat doların faizi 1979 sonrası ani yükselişe geçmiş ve Brezilya ekonomisi etkisinden ancak on senede kurtulabilecekleri yüksek enflasyon ve borç krizine sürüklenmiştir<sup>70</sup>.

Brezilya karşılaştığı kriz sonucu uygulamakta olduğu döviz kuru hedeflemesini terk etmiş ve 1999 yılı başında dalgalı kur rejimini uygulamaya başlamıştır. Dalgalı kur sistemi uygulaması ile birlikte, enflasyon hedeflemesi uygulaması da gündeme gelmiştir. 1999 ve 2000 yıllarında enflasyon hedeflemesi sistemini başarıyla uygulayan Brezilya, 2001 ve 2002 yıllarında sermaye girişlerinde azalış yaşanması nedeniyle önemli sorunlarla karşılaşmış ve enflasyon hedeflerini ara ara revize etmek zorunda kalmıştır<sup>71</sup>.

Brezilya'nın enflasyon hedeflemesine geçişi değerlendirildiğinde, ülkede enflasyonist bir süreç olmamasından dolayı kademeli bir dezenflasyon sürecinin tavsiye edilmediği, görece fiyat seviyelerinde ayarlamalar yapıldıktan sonra TÜFE'nin 1998'deki seviyesine düştüğü görülmekte ve bu sebeplerden ötürü Brezilya'da azalan enflasyon hedefi yönetiminin uygulanmasının mümkün olmadığı söylenebilir<sup>72</sup>.

Brezilya Merkez Bankası'nın 1999 yılından itibaren uyguladığı enflasyon hedeflemesi politikasında dikkat edilen hususlar şu şekilde sıralanabilir<sup>73</sup>:

- Enflasyon hedeflemesinde güvenilirliği bakımından TÜFE endeksi seçilmiştir.
- TÜFE'nin kullanılması ve vazgeçme imkanının olmaması neticesinde yıllık tolerans aralığı % +/- 2 olarak belirlenmiştir. Belirtmek gerekir ki, hedeflemede uygun olan fiyat endeksi, tolerans aralıkları ve enflasyon

---

<sup>70</sup> Commission on Growth and Development, Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development, **The Growth Report**, May 2008, (Çevrimiçi) <http://www.growthcommission.org/storage/cgdev/documents/Report/GrowthReportfull.pdf>, 27 Mayıs 2008, p.21.

<sup>71</sup> Zafer Yükseler, "IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi: Brezilya Deneyimi ve Türkiye İçin Dersler", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2005/9, Temmuz 2005, s.4

<sup>72</sup> Öztürk ve Biner, **a. g. e.**, s.27.

<sup>73</sup> Alparslan ve Ataman Erdönmez, **a. g. e.**, s.21-22.

hedefleri maliye bakanı tarafından hazırlanan teklifi değerlendiren Ulusal Para Konseyi tarafından seçilmektedir.

- Brezilya Merkez Bankası politikanın uygulamasında şeffaflığa çok önem vermiş, kamuoyunun alınan kararları anlamaları, hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları arasındaki farkları takip edebilmeleri için etkin bir iletişim ağı kurulmuştur. Kamuoyunun bilgilendirilmesi amacıyla üç ayda bir enflasyon raporu hazırlanmaktadır.

1999 yılında gerçekleşen makro ekonomik gelişmelere bakıldığında, uluslar arası petrol fiyatlarının iki katına çıkması gibi negatif yönlü arz şoklarının yanında elektrik, su, gaz, telefon ve petrole dayalı ürünlerin fiyatları gibi KİT fiyatlarında meydana gelen büyük artışlar önem arz etmektedir. Enflasyon hedeflemesine geçildiği ilk yılda bu gelişmelerin yanında faiz dışı fazlanın % 3,1 olarak gerçekleşmesi, faiz oranlarının % 19'a kadar düşmesi, GSYİH'da % 0,8 oranında büyüme sağlanması da ekonomik performansın iyi olduğunun göstergeleridir<sup>74</sup>.

---

<sup>74</sup> A. e. s.22.

**Tablo 2.5: 1999-2004 Yılları Arasında Brezilya’da Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları**

Karar Tarihi	Karar No.	Kararın Belirlendiği Mercü	Yıl	Hedeflenen Enflasyon Oranı (%)	Bant Aralığı (%)	Gerçekleşen Enflasyon Oranı (%)
Haziran 1999	2,615	CMN*	1999, 2000, 2001	8 6 4	+/-2 +/-2 +/-2	8,94 5,97 7,67
Haziran 2000	2,744	CMN	2002	3,5	+/-2	12,53
Haziran 2001	2,842	CMN	2003	3,25	+/-2	9,3
Haziran 2002	2,972	CMN	2003Revize(1) 2004	4 3,75	+/-2,5 +/-2,5	9,3 7,6
Ocak 2003	Açık Mektup	Merkez Bankası	2003 Revize(2) 2004 Revize(1)	8,5 5,5	+/-2,5 +/-2,5	9,3 7,6
Haziran 2003	3,108	CMN	2004 Revize(2) 2005	5,5 4,5	+/-2,5 +/-2,5	7,6 5,69
Haziran 2004	3,210	CMN	2006	4,5	+/-2	3,14
Haziran 2005	3,291	CMN	2007	4,5	+/-2	4,46
Haziran 2006	3,378	CMN	2008	4,5	+/-2	
Haziran 2007	3,463	CMN	2009	4,5	+/-2	

\*CMN (Ulusal Para Kurulu)

**Kaynak:** Afonso Bevilaqua, “Inflation Targeting and The Exchange Rate In Brazil”, **Banco Central do Brazil**, May 2005, (Çevrimiçi) <http://www4.bcb.gov.br/pec/apron/Apres/200505PEI-Inflation%20Targeting%20and%20the%20Exchange%20Rate%20in%20Brazil-Afonso%20Bevilaqua.pdf>,15 Haziran 2008, Inflation Targeting In Brazil, , (Çevrimiçi) <http://www.bcb.gov.br/pec/metad/InflationTargetingTable.pdf> ,15 Haziran 2008.

Brezilya’da enflasyon hedeflemesine başlandığı 1999 yılı için enflasyon hedefi % 8 ve tolerans aralığı aşağı ve yukarı yönde iki puan olarak belirlenmiştir. Uygulamanın ilk yılında hedefleme üç senelik yapılmış ve buna göre hedeflenen enflasyon oranı 2000 yılı için % 6 iken 2001 yılı için % 4’tür. 1999 ve 2000 yılları arasında uygulamada başarı sağlanırken, 2001 yıl sonu gerçekleşen enflasyon, hedeflenen üst limiti de aşmıştır. Bu şekilde hedeften sapmaların yaşanması durumunda Brezilya Merkez Bankası Başkanı, Maliye Bakanı’na açık mektup göndererek, duruma açıklık getirmek zorundadır. Bu sebeple enflasyon hedefinden sapmaların yaşandığı 2001, 2002 ve 2003 yıllarında hükümete açık mektup gönderilerek, sapmaların nedenleri açıklanmıştır.

Brezilya’da 2001 yılında enflasyon oranının hedeflenenden yüksek olmasının sebepleri iç ve dış şoklara bağlanmıştır. Dünya ekonomisinde görülen yavaşlama, Arjantin krizinden kaynaklanan olumsuz faktörler, Amerika’da gerçekleşen terör saldırılarının yerli para biriminin değer kaybetmesine sebep olması dışsal şoklar

olarak nitelendirilirken, döviz kurundaki artışın iç piyasadaki fiyatların artışına sebep olması da içsel faktör olarak değerlendirilmektedir<sup>75</sup>. 2002 yılında hedeflenen oran % 3,5 iken gerçekleşen enflasyon tolerans aralığının üst limitini fazlasıyla aşarak % 12,5 gibi iki haneli bir rakam olarak gerçekleşmiştir.

Enflasyon hedeflemesinde 2002 yılında yaşanan sapmanın altında yatan sebeplerden biri, 2001 yılındaki sapmayla ortak bir unsur olan döviz kurundaki değer kaybıdır. Yönetilen fiyatlardaki ve piyasa fiyatlarındaki artışlar ile enflasyonun hedeflenenden daha yüksek gerçekleşeceğine dair beklentiler de diğer sebepler olarak özetlenebilir<sup>76</sup>. 2003 yılında sapmanın en belirgin olduğu ilk aylardaki enflasyon yükselişinin sebebi, 2002 yılındaki hedeflerin aşılma sebepleri ile aynı olarak karşımıza çıkmaktadır. 2003 yılının başında açık mektup gönderilmiş ve 2003 yılı için enflasyon hedefi ikinci kez revize edilmiştir. 2003'ün ikinci yarısından itibaren, makro ekonomik gelişmelerin normale dönmesi ve güven ortamının tekrar sağlanmasıyla çok daha farklı bir senaryo ile karşılaşılmış<sup>77</sup> ve yıl sonunda gerçekleşen enflasyon % 9,3 revize edilen enflasyon oranına ( % 8,5) yaklaşmıştır.

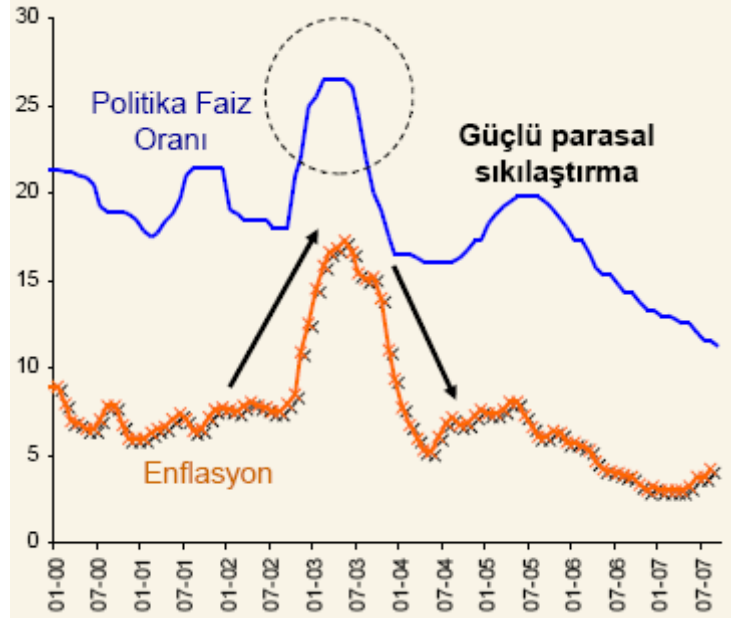
---

<sup>75</sup> **Open Letter 2002**, Banco Central do Brazil, (Çevrimiçi) <http://www.bcb.gov.br/ingles/reinf/inftarget.pdf>, 14 Haziran 2008, p.2.

<sup>76</sup> **Open Letter 2003**, Banco Central do Brazil, (Çevrimiçi) <http://www.bcb.gov.br/ingles/reinf/OpenLetter2003.pdf>, 14 Haziran 2008, p.6.

<sup>77</sup> **Open Letter 2004**, Banco Central do Brazil, (Çevrimiçi) <http://www.bcb.gov.br/ingles/reinf/Open%20Letter%20to%20the%20Minister%20of%20Finance.pdf>, 14 Haziran 2008, p.2-5.

**Grafik 2.8: Brezilya’da Politika Faiz Oranları ve Enflasyon (2000-2007 Yılları)**



**Kaynak:** Erdem Başçı, Dünya’da ve Türkiye’de Enflasyon, Mayıs 2008, Doğu Üniversitesi Sunum, (Çevrimiçi) www. tcmb. gov. tr, 30 Mayıs 2008, s.4.

Brezilya ekonomisindeki basit faiz oranları ve enflasyonun seyri incelendiğinde, enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçildikten sonra, genelde % 10’dan çok daha düşük oranlarda enflasyon oranları ile karşılaşılmakta fakat özellikle 2001, 2002, 2003 ve 2004 yıllarında hedeflerden sapmaların meydana geldiği görülmektedir. Artan enflasyonun kontrol altına alınabilmesi için, bu dönem aralığında güçlü parasal sıkılaştırma politikalarına da başvurulduğu görülmektedir. Yükselen faiz oranları neticesinde uygulama kısa zamanda sonuç vermiş, 2004’ün başlarında enflasyon 2002 yıl seviyesine kadar gerilemiştir. Grafik 2.8’den de takip edileceği üzere, 2005 ve 2007 yılları arasında enflasyon hedeflemesinde başarılı bir süreç yaşandığı ve enflasyonun kontrol altında tutulduğu söylenebilir.

### 2.2.3. Şili

Şili, 1975-1981 yılları arasında, 30 yılın ardından finansal serbestleşme ile finansal sisteminde genişleme yaşamıştır. Düzenli sermaye piyasalarının olmaması sonucu, faiz oranlarında ve sermaye hareketlerindeki liberalizasyon 1983’de krizle sonlanmıştır. Bu sebeple 1980’lerin ortasında ihtiyatlı regülasyona gidilmesine karar

verilmiş, bankacılık düzenlemesini ve bankacılık dışındaki finansal sistemin de modernizasyonu gerçekleşmiştir. Finansal sistemde sağlanan bu yenilikle, 1980’li yılların ortasından itibaren, Şili’de sermaye piyasaları büyüklük, derinlik ve likidite bakımından çok gelişme göstermiştir. Özel emeklilik sistemi ise finansal sistemin bu şekilde gelişmesinin itici gücü olmuştur. Şili’nin bankacılık sistemi Latin Amerika’daki en sağlıklı ve rekabetçi yapılardan birisi olurken, yurtiçi borsalar, finansal araçlar, kurumsal yatırımcılar da gelişmişlerdir<sup>78</sup>.

Finansal sistemdeki gelişmişlikten dolayı Şili, enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer gelişmekte olan ülkelere nazaran daha liberal ve gelişmiş bir finansal sisteme sahiptir. Enflasyon hedefi 1990 yılında ilk kez Merkez Bankası’nın bağımsızlığı sağlanması için yayımlanan yeni Kanun’dan sonra ilan edilmiştir. Kademeli olarak uygulanan enflasyon hedeflemesinde enflasyon hedefleri, 1991 yılında % 20’lerin üzerinde, 1999 yıl sonu için % 3,5 olarak belirlenmişken, 1990’larda ortalama % 27,3 1999’da ise % 2,3 olarak gerçekleşmiştir<sup>79</sup>.

1991-1997 yılları arasında enflasyon hedeflerinde başarı sağlanırken, ekonomide reel olarak ortalama % 8 düzeyinde büyümüştür. Ekonomide yaşanan büyüme seviyesi ile Şili ekonomisinin, Asya Kaplanları ile kıyaslanabilir olduğunu söylemek mümkündür. Fakat bu başarı sonraki iki sene için devam ettirilememiştir. 1998 yılında ekonominin resesyona girmesiyle, büyüme oranı % 3,4’den 1999’ın ilk yarısında % - 2,9’a düşmüştür. Ekonomideki küçülmenin önüne geçmek ve negatif ticaret şoklarının etkisini kesmek amacıyla para politikasının yumuşatılarak, döviz kurunun değerini düşürmek yerine faiz oranları yükseltilmiş ve kurun bant aralığı daraltılmıştır. 15 yıl aradan sonra ekonomi resesyon dönemine girince, Şili Merkez Bankası pesonun devalüe edilmesine ve faiz oranlarının düşürülmesine izin vermiştir<sup>80</sup>.

Şili Merkez Bankası’nın enflasyon hedeflemesi rejimi genelde başarılı olarak değerlendirilebilir. Bu başarının sağlanmasında bankanın politikasının tutarlı olmasının yanında, ülkenin mali açıklarının büyük boyutlarda olmamasının, mali

---

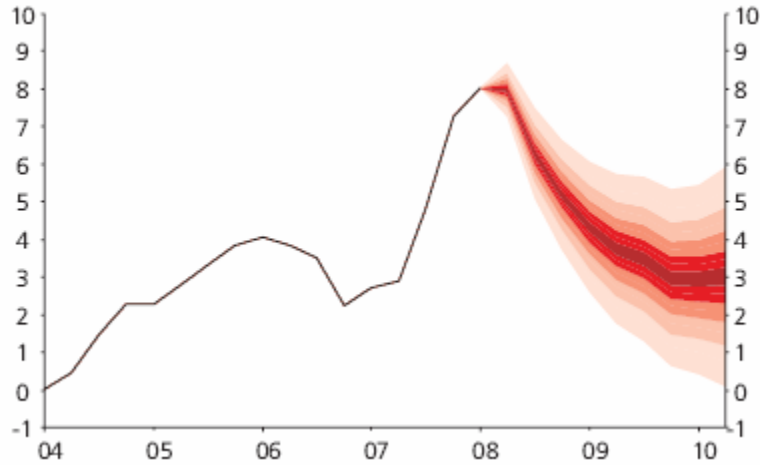
<sup>78</sup> Cifuentes, Desormeaux and González, **a. g. e.** , p.100.

<sup>79</sup> Alparslan ve Ataman Erdönmez, **a. g. e.** , s.20.

<sup>80</sup> Mishkin, “Inflation Targeting In Emerging Market Countries”, p.8.

disiplinin sıkı denetim ve düzenlemelerle sağlanmış olmasının katkısı büyüktür<sup>81</sup>. Uygulamada başarıyı sağlayan diğer bir unsur da, enflasyon hedeflerinin zaman içinde kademeli olarak katılaşmasıdır. Bununla birlikte, endüstriyelmiş ülkelerde tecrübe edildiği gibi, Şili örneğinde de görülmüştür ki, hedeflerden aşağı yönlü sapmalar yaşanması durumunda da, hedeflerin çok üstünde gerçekleşmeler olduğu zamanki kadar yüksek maliyetlerle karşılaşılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde bu durumun farkına varılması enflasyon hedeflemesinde başarının anahtarı olarak gösterilmektedir<sup>82</sup>.

**Grafik 2.9: Şili’de TÜFE Enflasyonunun Projeksiyonu\* (Yıllık Değişim Yüzde Olarak)**



\* Şekil yardımıyla, ayrı ayrı projeksiyonu görülen alanının üstündeki temel bölgenin güven aralığı görülmektedir. (Renkli alan) Temel senaryo çerçevesinde %10 , %30, %50, %70 ve % 90 güven aralıkları grafiğe dahil edilmiştir. Güven aralıkları, Kurul’un gelecek enflasyona ait risk değerlendirmesini özetlemektedir.

**Kaynak:** Banco Central De Chile, **Monetary Policy Report May 2008**, (Çevrimiçi) <http://www.bcentral.cl/eng/publications/policies/pdf/mpr052008sum.pdf>, 12 Haziran 2008, p.11.

Şili’de açıklanan son dönem enflasyon raporuna göre, uluslar arası piyasalarda petrol ve gıda fiyatlarının artmasına rağmen, yıllık TÜFE’de Nisan ayı itibariyle düşüşün temel senaryoda ele alınan süreçte önümüzdeki birkaç çeyrek dönem için geçerli olacağı belirtilmektedir. Şili Merkez Bankası’nın hazırladığı enflasyon senaryosuna göre, enflasyonun düşüş göstermesine kolaylık sağlayacak iki unsur

<sup>81</sup> Alparslan ve Ataman Erdönmez, a. y. .

<sup>82</sup> Mishkin, “Inflation Targeting In Emerging Market Countries”, p.9.

gösterilmektedir. Bu unsurlardan ilki, Ocak ayından itibaren pesoda değerlendirme görülmesi ve diğeri ise, geçen senenin Haziran ve Eylül aylarında enflasyonun kümülatif olarak % 5,8 olduğu bir ortamda aylık TÜFE göstergelerinde büyük değişimlerle karşılaştırma yapılması durumunda enflasyon oranlarındaki düşüşün devam edeceğinin kolaylaşacağı belirtilmiştir. Banka'nın temel aldığı en olası senaryoya göre, yıllık TÜFE enflasyonunun 2008 yılının sonunda % 4,7 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Gelecek dönem enflasyon oranları için yapılan tahmin ise, 2009 yılının ortasında enflasyon hedefi olarak belirlenen oran % 3'e yakınsama olacağı ve 2010 yılının ikinci çeyreğinde grafikte gösterildiği gibi, hedefin çevresinde dalgalanmalar meydana geleceği belirtilmiştir<sup>83</sup>.

Şili'de enflasyon hedeflerinden sapma görüldüğü halde, enflasyon hedefinde revize etme yoluna gidilmemiş olduğu görülmektedir. Enflasyon oranlarının revize edilmediği enflasyon raporunda faiz oranlarında da değişiklik yapılması gündeme gelmezken, rapordan bir ay sonra yapılan basın açıklamasında, Şili Merkez Bankası, kötüye giden enflasyon ortamında, enflasyon hedefi olan % 3'e yakınlaşmak ve istenmeyen sapmaların gerçekleşmesini engellemek adına, faiz artırımına gitmiştir. Bu şekilde faiz oranları 50 baz puan artırılarak, % 6,75'e yükseltilmiştir<sup>84</sup>.

#### **2.2.4. Meksika**

Meksika ekonomisinde, 1990 yılından itibaren enflasyon oranları ve döviz kuru seviyesinde normal bir seyir izlendiğinden 1994 yılı sonuna kadar makroekonomik performansın olumlu gittiği söylenebilir. Fakat 1994 yılı sonunda Meksika Merkez Bankası'nın döviz kurlarını Amerikan Doları karşısında dalgalanmaya bırakması, yerli para birimi pesoda büyük çaplı değer kaybına ve enflasyonda ani yükselişlere sebep olmuştur. Devalüasyonun enflasyon üzerindeki etkilerini gidermek ve fiyat istikrarını tekrardan sağlamak adına, ülke içindeki kredilerin bir yıl boyunca sınırlandırılmasına karar verilmiştir<sup>85</sup>.

---

<sup>83</sup>Banco Central De Chile, **Monetary Policy Report May 2008**, (Çevrimiçi) <http://www.bcentral.cl/eng/publications/policies/pdf/mpr052008sum.pdf>,12 Haziran 2008, p.11.

<sup>84</sup>Central Bank of Chile, **Press Releases**,10 June 2008, (Çevrimiçi) <http://www.bcentral.cl/eng/press/communications/pdf/10062008.pdf>,19 Haziran 2008.

<sup>85</sup>Trevino, a. g. e. , p.14.

Meksika'nın 1994 krizini tetikleyen nedenlerinden biri de ülkede para kurulu sisteminin uygulanışıdır. Para kurulu sistemi bir anlamda, ülkede sabit döviz kuru sisteminin uygulanacağına resmi güvencesi olmaktadır. 1994 yılında başlayan döviz krizinde, ülkeden sermaye çıkışı olurken, Peso kıtlığının yaşanması, faizlerin artmasına sebep olmuştur. Para kurulu sistemi çerçevesinde piyasaya Peso çıkarılmadığı için, likidite sıkışıklığı yaşanmıştır. Para kurulu uygulaması enflasyonun düşmesini sağlamış olsa da, reel ve nominal faizlerdeki artışı engelleyemediği için ülke ekonomisi resesyona girmiştir<sup>86</sup>. Meksika'da kriz öncesi para politikası uygulaması olarak, nominal döviz kuru hedeflemesi uygulanmakta iken, kriz sonrası sürünen döviz kuru rejimi terk edilmiş, döviz kuru dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu şekilde krizden kısa bir süre sonra, enflasyon hedeflemesine geçiş süreci başlamıştır<sup>87</sup>.

1994 Krizinden sonra, 1995 yılında Meksika'da yerel para birimi Pesonun devalüe edilmesi ve yükselen enflasyon oranları Merkez Bankasının güvenilirliğini azaltmıştır. Buna sebep olarak, Merkez Bankası'nın para politikasını yürütürken ve bilgi paylaşımında şeffaf olmaması ve kriz sürecinde olduğu gibi kriz sonrasında da para politikası uygulamasında bankanın yeterli olamaması gösterilmektedir. Sonuç olarak, merkez bankası enflasyon oranlarını düşürmek amacıyla para tabanının büyümesini sınırlandırarak, orta vadeli hedefler belirlemiştir. Zaman içinde bu para politikasının, ülkedeki enflasyonist beklentilere, gerçekleşen döviz kurlarına ve enflasyon oranına istikrar getiremeyeceği anlaşılmıştır. Para politikasının başarısız olarak değerlendirilmesinin altında yatan sebepler; Kriz sırasında paranın dolaşım hızının istikrarsız olmasından dolayı, para tabanı ile enflasyon arasındaki ilişkinin de istikrarsız olması, dış şoklar ve beklentilerdeki değişimler sonucu, enflasyonist beklentiler ile fiyat seviyesi üzerinde yeterli etkinin sağlanmasına yönelik, para

---

<sup>86</sup> Aydan Kansu, **Döviz Kuru Sistemleri Döviz Krizleri (Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri)**, İstanbul: Derin Yayınları, 2004, s.24.

<sup>87</sup> Luis Miguel Galindo and Jaime Ros, "Alternatives To Inflation Targeting In Mexico", (Çevrimiçi) [http://www.networkideas.org/feathm/oct2007/pdf/Galindo\\_Ros.pdf](http://www.networkideas.org/feathm/oct2007/pdf/Galindo_Ros.pdf), 10 Haziran 2008, p.3.

tabanındaki büyüme sınırlandırılması gerçekleştirilememiş olması ve kısa dönemde Meksika Merkez Bankası'nın para tabanını kontrol edememiş olmasıdır<sup>88</sup>.

Meksika Merkez Bankası ve hükümet TÜFE olarak enflasyon hedefini resmi olarak ilan etmeden 1995 yılından 1998 yılı sonuna kadar belirlemiş ve para raporlarında bunu gayri resmi hedefler olarak yayınlamıştır. Bu şekilde merkez bankasına enflasyon hedefine ulaşılması için para politikasını yönetmesi görevi verildiği ortaya çıkmıştır. Ocak 1999'da Meksika Merkez Bankası ilk defa enflasyon hedefini ilan etmiştir. Buna göre yıl sonuna kadar enflasyonun % 13 seviyesine indirilmesi hedeflenmiştir. Paraya olan talep ile yurtiçi kredi hedefi arasındaki bağı zayıfladığı görüldüğü için politika değişikliğine gidilmiştir<sup>89</sup>.

Meksika Merkez Bankası, Şili örneğindeki gibi enflasyon hedeflemesinde kademeli bir yöntem izlemiştir. Meksika'da bu şekilde doğrudan enflasyon hedeflemesine geçilememesinin sebeplerini iç ve dış şokların oldukça sık yaşanmasına bağlanabilir. 1996 yılında belirlenen hedefte 7,2 puanlık sapma gerçekleşmesinin sebepleri ise, 1995 yılı sonunda meydana gelen devalüasyon, asgari ücretlerde belirlenen orandan 2 puan daha yüksek artış ve tarımsal ürün fiyatlarında önemli miktarda artış meydana gelmesidir<sup>90</sup>. 1999 yılında ilerleyen beş sene içinde, enflasyon hedefinin % 1 aşağı ve yukarı yönlü hedef aralığı içinde enflasyon hedefi % 3 olarak uygulanmaya başlayacağı belirtilmiştir<sup>91</sup>.

1999 yılı enflasyon hedefinin yukarı yönde düzenlenmesi ve para politikası uygulamasındaki şeffaflık ve yurtdışına göre istikrar sağlanması sayesinde dışsal şok olarak gerçekleşen Brezilya krizinde, Meksika'da beklenen enflasyon oranları yükselmemiş hatta düşüş göstermiştir. Enflasyon beklentilerinin şekillenmesinde dışsal şokların yansması çok önemli bir faktördür. 1999 yılı öncesinde yaşanan Asya ve Rusya krizlerinde bu durum yaşanmış, petrol fiyatlarında dalgalanmalar meydana gelmiştir. Bu tip şoklar döviz kurları üzerinde direkt etkiye sahiptir ve şokların ardından kamuoyunun enflasyon beklentileri şekillenir. Gözlenen enflasyon oranları

---

<sup>88</sup> TBB, "1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika'da Uygulanan Para Politikası", Mart 2001, (Çevrimiçi) [www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20s.37doc.](http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20s.37doc.), 16 Nisan 2008, s.4-5.

<sup>89</sup> Trevino, a. g. e. , p.15-17.

<sup>90</sup> Alparslan ve Ataman Erdönmez, a. g. e. , s.24.

<sup>91</sup> Galindo and Ros, a. g. e. , p.5.

ile beklentiler arasında fark meydana gelmesi de uygulanan politikanın ve politika uygulayıcılarının kredibilite kayıpları anlamına gelmektedir<sup>92</sup>.

**Tablo 2.6: Meksika’da Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (1995-2006 Yılları Arasında)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Enflasyon Hedefleri (%)	19	10	15	12	13	10
Gerçekleşen Enflasyon (%)	52	27,7	15,7	18,6	12,3	9
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Enflasyon Hedefleri (%)	6,5	4,5	3±1	3±1	3±1	3±1
Gerçekleşen Enflasyon (%)	4,4	4,7	4	5,2	3,3	4,1

**Kaynak:** Galindo and Ros, a.g.e., p.5.

Meksika’nın 2000’li yıllarda esnek döviz kuru sistemini uyguluyor oluşu, dışsal şoklara karşı ülkenin korunmasında ve kısa dönemli sermaye girişlerinin engellemesinde büyük fayda sağlamaktadır. Ayrıca Meksika’da uygulanan enflasyon hedeflerinde 1997 ve 1999 yılında hedeften sapma yaşanmasında, hedeflerin gerçekleştirilmesi için sadece enflasyon hedeflemesi gerekirken, para tabanının da hedeflere dahil olması önemli rol oynamıştır<sup>93</sup>. Buna ilaveten, Meksika Merkez Bankası, dışsal etkenlerden kaynaklanan enflasyon şoklarına karşı koyabilmek için piyasa fiyatının üzerinde bir faiz oranıyla günlük para talebini karşılama yoluna gitmiştir. Faiz oranlarındaki artış, dışsal döviz kuru şoklarının etkilerini belli bir ölçüde giderebilmekte ve döviz kuru değer kaybını sınırlandırmakta ve enflasyonist beklentileri yatıştırmaya yardımcı olmaktadır. Dikkat edilmesi gereken bir unsur da, enflasyonist şoklar karşısında faiz oranlarını artırarak sıkı para politikası uygulamasında ekonomide yavaşlama olasılığının artmasıdır. Buna bağlı olarak istihdamda sorun yaşanmaması ve bankacılık sisteminin olumsuz etkilenmemesi için enflasyon hedeflemesinde hem kurala bağlı hem de duruma göre değişebilir bir para politikası uygulanmakta ve enflasyonda yavaş ama aynı zamanda istikrarlı bir düşüş hedeflenmektedir<sup>94</sup>.

<sup>92</sup> Trevino, a. g. e. , p.18.

<sup>93</sup> Alparslan ve Ataman Erdönmez, a. y. .

<sup>94</sup> **TBB**, “1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika’da Uygulanan Para Politikası”, Mart 2001, Çevrimiçi: [www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20%20s.37doc.%2016.Nisan.2008.%20s.12-16](http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20%20s.37doc.%2016.Nisan.2008.%20s.12-16).

**Tablo 2.7: Meksika Merkez Bankası'nın Baz Senaryoya Göre Enflasyon Oranları (2008- 2010 Yılları Arası)**

Dönem	Önceki Hedef Aralığı	Güncel Hedef Aralığı
2008- I	3,75 - 4,25	3,89*
2008- II	4,00 - 4,50	4,50 - 5,00
2008- III	4,00 - 4,50	4,50 - 5,00
2008- IV	3,75 - 4,25	4,25 - 4,75
2009- I	3,50 - 4,00	3,75 - 4,25
2009 -II	3,50 - 4,00	3,50 - 4,00
2009- III	3,00 - 3,50	3,00 - 3,50
2009- IV	3,00 - 3,50	3,00 - 3,50
2010- I		3,00 - 3,50

\*Gözlemlenen data.

**Kaynak:** Informe Sobre La Inflacion, Enero – Marzo 2008, **Banco de Mexico**, April 2008, , (Çevrimiçi) <http://www.banxico.org.mx/documents/{00B3943F-EE4D-9484-86B4-1ADB198A3193}.pdf>, 14 Haziran 2008, p.87.

Enflasyonda düşüş sağlanırken, büyüme oranları için aynı başarıdan bahsetmek mümkün değildir. Gerçekleşen büyüme oranları hayal kırıklığı yaratmıştır. 1990'ların ikinci yarısında, 1995 resesyonundan sonra ekonomideki büyüme oranlarında rekabetçi döviz kurunun uyarıları altında artış meydana gelmiş, MB ve hükümetin belirlediği büyüme oranlarının da üzerinde artışlar gerçekleşmiştir. Fakat 2001 yılından 2003 yılına kadar büyüme oranları sert bir azalma göstermiş, 2000 yılından 2003 yılına kadar kişi başına milli gelirdede düşüş kaydedilmiştir. Genel olarak 1994 yılından sonraki on yıl içinde GSYİH büyümesi yıllık % 3 gibi tarihsel seviyenin oldukça altında artış göstermiştir<sup>95</sup>.

Meksika'da enflasyon hedeflemesi uygulaması sürecinde enflasyonda düşüş görülmüştür. 1995 yılında krizin etkisi enflasyonu artırıcı yönde olmuş ve enflasyon % 50 seviyelerinde gerçekleşirken, 2000'li yıllarda enflasyon tek haneli olarak gerçekleşmeye başlamıştır. 2003 ila 2006 yılları arası daha başarılı bir dönem olmuştur. Genel olarak 2000'li yıllarda enflasyon hedeflemesi uygulamasında başarıdan söz edilebilirken, 2007 yıl sonu itibariyle, global fiyat artışlarının etkisi, bütün dünya ekonomileri üzerinde etkisini gösterdiği gibi Meksika'da uygulanan para politikası da bu gelişmelerden etkilenmiştir. Son dönemde Meksika Merkez Bankası da, 2008'in ikinci çeyreği itibariyle, enflasyon tahmin hedeflerini yıl sonuna

<sup>95</sup> Galindo and Ros, a. y. .

kadar 50 baz puan artırarak, enflasyon oranlarını revize etmiştir.2009 yılı ilk çeyreği için 25 baz puanlık artış uygun görülmüş ve 2009 yıl sonu ve 2010 ilk çeyreğindeki oranlarda değişiklik yapılmamıştır. (Tablo 2.7)

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASININ DEĞERLENDİRİLMESİ

#### 3.1. Türkiye Ekonomisinde 1990'lı Yıllarda Enflasyonist Süreç

Türkiye uzun yıllar boyunca yüksek enflasyon etkisi altında kalmış bir ülke olduğu için, bunun maliyetlerini çok ağır bir şekilde ödemiştir. Bu sebeple Türkiye ekonomisinin bugünkü koşullarının değerlendirilmesi ve dışsal sebeplerden dolayı enflasyondaki artışının daha iyi anlaşılabilmesi için geçmiş enflasyonist sürecin incelenmesinde fayda vardır.

1970'li yılların ortalarından itibaren Türkiye'de çift haneli yüksek ve kronik enflasyon süregelmiş ve yıllarca enflasyonu indirmek için uygulanan politikalarda başarı sağlanamamıştır. Kamuoyunun enflasyonla mücadeleyi yeteri kadar inandırıcı bulmaması, enflasyon beklentilerini geçmiş dönem enflasyonuna göre oluşmasına neden olan adaptif beklentiler şekline dönüşmesine yol açmıştır. Enflasyonla mücadeleyi kolaylaştırmak için geçmişe değil, geleceğe yönelik hedeflerin şekillenmesini sağlayan para politikaları uygulanmalıdır<sup>1</sup>.

1980'li yıllarda da güçlü ve sürdürülebilir mali bir program eksikliğinden dolayı enflasyon yüksek seyrine devam etmiş ve enflasyon ortalaması % 60 civarlarında gerçekleşmiş, bununla beraber iç borçlanmanın artışı neticesinde iç denge sağlamada beklenilenin aksine başarısızlık elde edilmiştir. İktisat politikalarının bütün amacı, özel sektörün öncü rolünü güçlendirmek iken, kamu sektörünün ekonomideki kaynakları kullanımı daha da artmıştır. 1985 yılına kadar Hükümet finansal açıklarını kapatmada Merkez Bankası'nın kısa vadeli avanslarını kullanmıştır. Kamu kesiminin ekonomideki rolünün artması, Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin 1980'li yılların ilk yarısında ortalama % 4-5 civarındayken, 1990'lı yılların erken döneminde bu oran % 10 düzeyine çıkmıştır. Dolayısıyla, o dönemde para politikası maliye

---

<sup>1</sup>Aydan Kansu, "Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**,8 (1) 2007, Çevrimiçi: [http://www1.dogus.edu.tr/dogustru/journal/cilt\\_8\\_sayi\\_1/M00172.pdf](http://www1.dogus.edu.tr/dogustru/journal/cilt_8_sayi_1/M00172.pdf), 24 Mayıs 2008, s.65.

politikasından bağımsız değerlendirilememektedir. Bu durum, ekonomide kamu sektörünün kaynak kullanımını neticesinde özel sektörün yatırımlarının dışlama etkisi ile karşılaştığının göstergesi olmaktadır<sup>2</sup>. Ekleme gerekir ki, iç borçlanmanın bir diğer artış sebebi de, dış borçların artmasıdır. Yurtiçi tasarrufların kamu tarafından harcanmasında, kamu harcamalarının kamu gelirlerini aşması kadar, dış borç ödemelerinin de payı vardır. Dış borç kullanımı, ihracatın arttırılmasına yönelik uygulamalar ve ödemeler dengesinin düzeltilmesinde olumlu etkisi olduğu gibi, iç dengeler üzerinde yıkıcı etkisi olduğu unutulmamalıdır<sup>3</sup>.

1985 yılındaki uygulamalardan bir diğeri finansal piyasaların gelişmesi için, Hazine'nin ihale kanalıyla devlet tahvili ve Hazine bonusu ihracında bulunarak, mali piyasalarda belirlenecek olan faiz oranları üzerinden borç alabilme imkanı sağlanmasıdır. Aynı sene içinde, Bankalar Kanunu yenilenecek, kötü kredi tanımlaması yapılmış ve kredi risklerine karşılık ayırma ilkesi de benimsenmiştir. 1986 yılında Bankalararası Para Piyasası kurularak, bankalararası fon akımına düzen sağlanmak istenmiş, 1987 yılında da döviz piyasası kurulmuştur<sup>4</sup>. Bütün bu gelişmelerin yanında, 1980'li yılların başında % 100'ün üzerinde gerçekleşen enflasyon oranlarını düşürmeye yönelik istikrar programları uygulanmıştır. İstikrar programının başarısı olarak 1981'de enflasyon oranının % 34'e düşürülmesi sağlandıysa da ilerleyen on yıl içinde TÜFE 'deki artış devam etmiştir<sup>5</sup>.

1990'lı yıllara girerken de, Türkiye ekonomisinde enflasyon ve fiyat artışları gündemdedir. 1986 yılında fiyat artış hızı yıllık ortalama % 30'larda iken, 1987 yılında fiyat artışları % 32'ye yükselmiştir. 1988 yılında Türk lirası cinsinden tutulan tasarrufların çekiciliğini arttırmak, mali piyasalardaki dengesizlikleri düzeltmek, ithalatı kısarak, ihracata önem vermek ve kamu harcamalarını kısmak amacıyla alınan bir dizi önlem sonrasında, ihracatta artış kaydedilmesine rağmen, kamu

---

<sup>2</sup> Pierre- Richard Agenor, C. John McDermott ve E. Murat Ucer, "Fiscal Imbalances, Capital Inflows, and The Real Exchange Rate: The Case of Turkey " **IMF Working Paper**, Wp/ 7 / 1, 1997, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9701.pdf>, 29 Mart 2007, p.2.

<sup>3</sup> A. Aydın Çeçen- A. Suut Doğruel, Fatma Doğruel, **Türkiye'de Ekonomik Büyüme Yapısal Dönüşüm ve Kriz**, Egemen Yayınları, Nisan 1990, s.137.

<sup>4</sup> Ercan Kumcu, **İstikrar Arayışları**, Nisan 2000, s.14- 15.

<sup>5</sup> TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, 1. Basım, Ankara, Haziran 2002, s.43.

fiyatlarındaki düzenlemelerin şok biçiminde olması dolayısıyla, ülkedeki enflasyonist beklentiler üzerinde etkisi olumsuz olmuştur. Yıl sonunda enflasyonda yükselme ve beklentilerdeki kötüye gitme sonucu, mali piyasalarda tekrar dengesizlik meydana gelmiştir.1989 yılında uygulamaya konulan 32 sayılı karar ile sermaye hareketlerinde serbestliğin belirginleşmesiyle, yabancı şirketlerin çıkarmış oldukları menkuller Türkiye’de pazarlanabilir, Türkiye’dekiler de yabancı menkul kıymet alımında bulunabilecekler ve bu gelişmeler sayesinde Türk şirketlerinin yabancı piyasalara menkul kıymet satışı gerçekleşerek, yabancı finansman olanaklarından faydalanma şansları doğmuştur. Bu şekilde, ekonomi dışarıdan gelecek etkilere karşı daha duyarlı hale gelmiştir.1981 yılından itibaren TCMB tarafından günlük olarak belirlenen döviz kurları,1988 yılından itibaren döviz piyasasında belirlenmeye başlamış ve 1989 yılında döviz kurları enflasyonun altında seyretmiştir<sup>6</sup>.

1990’lı yılların başında, Türkiye ekonomisinde istikrar sağlanması adına enflasyonla mücadele edilmesi gerekliliği bir kez daha tecrübe edilmiş ve bu mücadelede ülkedeki iç talebin kısılmasının yanında ülke içindeki üretimin de artırılması gerektiği anlaşılmıştır. Bu sebeple 1990- 1994 yılları arasında 6. Beş Yıllık Kalkınma Planı hazırlanmış ve uygulanmaya başlamıştır. Enflasyonla mücadele kapsamında hazırlanan BYKP’nın hedeflerini kısaca şu şekilde özetlemek mümkündür; Ülkenin sahip olduğu kaynakların en etkin bir şekilde kullanılması hedeflenmiştir. Üretim artışı ile birlikte büyüme ve istihdam olanaklarının artırılması ve işsizliğin azaltılması planlanmıştır. Sosyal güvenlik kapsamı genişletilerek, çalışan kişilerin, çocukların ve kadınların korunma ve eğitimine önem verilmiştir. Enerji alanında da ekonomik ve sosyal kalkınmanın geliştirilmesi için Türk halkına ucuz ve kaliteli enerjinin sağlanması amaçlanmış, ulaştırma alanında da ülke kalkınmasına öncelik veren, ülke ticaretini kolaylaştıran ve ödemeler dengesine en fazla katkıyı sağlayacak ulaşım sisteminin hayata geçirilmesine karar verilmiştir. Ekonominin genel gidişinde istikrarsızlık olmaması için, döviz kurunun piyasa

---

<sup>6</sup>Rüşdü Saracoğlu, “1990 Yılına Girerken Türk Ekonomisi”, TCMB, (Çevrimiçi) [www. tcmb. gov. tr/yeni/evds/yayin/paraprogram/turkekonomisi. html](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprogram/turkekonomisi.html) ,11 Nisan 2008, s.2-9; DPT,1980’den 1990’a Makroekonomik Politikalar, Türkiye Ekonomisindeki Gelişmelerin Analizi ve Bazı Değerlendirmeler,24 Temmuz 1990, s.18.

şartlarına göre belirlenmesine devam edilmesi ve yine dış borç açıklarının iyileştirilmesi yönünde dış borçların vadesinin orta ve uzun vadeli borçlar haline getirilmesi yönündeki çalışmaların devam ettirilmesi amaçlanmıştır<sup>7</sup>.

Bu süreç içerisinde enflasyonla mücadelede, en büyük engelin kamu kesiminin borçlarını kapatması için para basma yolunu tercih etmesi ve bunun da enflasyonist baskı oluşturmasıdır. Ülkedeki kamu açıklarının iç borçlanma yolu ile finanse edilmesi için devlet iç borçlanma senetlerinin hem birinci el hem ikinci el piyasaları oluşmuş ve Türk mali piyasaları arasında önemli bir konuma gelmiştir. Bu sebeple,17 Haziran 1991’de kurulan Tahvil ve Bono Piyasası, devlet iç borçlanma senetleri piyasası olarak işlem görmeye devam etmiştir. 1993’de repo-ters repo pazarı kurulduktan üç sene sonra gayrimenkul sertifikaları pazarı faaliyete geçmiştir<sup>8</sup>. 1993 yılı sonunda Hükümet’in Hazine bonolarının faizlerini düşürmek ve bütçedeki faiz harcamalarını kısmak amacıyla iç borçlanma stratejisini değiştirmesi, piyasalarda belirsizlik olarak algılanmış ve Hazine’ne de hazine bonolarına olan talebin daralması sonucu, bütçe açığını MB’nın kısa vadeli avansları yoluyla finanse etmeye başlamıştır. Piyasada oluşan fazla likidite, dövizde spekülative bir atağa sebep olmuş ve MB’nın rezervlerinde azalma meydana gelmiştir. Bankacılık sisteminde TL mevduatlarının artacağına yönelik beklentilerin artmasıyla, bankacılık sisteminde likidite krizi meydana gelmiştir. 1993 yılında, 14,2 milyar dolar değerinde dış ticaret açığının meydana gelmesiyle, cari işlemler açığı rekor düzeyde artış göstererek, 6,4 milyar dolar olarak gerçekleşmesi de 1994 Krizinin tetikleyicilerinden olmuştur<sup>9</sup>.

1994 yılında 5 Nisan Kararları olarak bilinen Ekonomik Önlemler Uygulama Planı’nın önceliği bütçe açıklarındaki büyümenin kontrol altına alınması ve mali disiplinin sağlanabilmesi için para politikasına yönelik yeni düzenlemeler olarak saptanmıştır. Bu amaçla, Hazine’nin MB’na kullandığı kısa vadeli avans miktarları kısıtlanmış, bankacılık sisteminde güven ortamının sağlanabilmesi için likidite oranları yeniden düzenlenmiş, mevduatlara uygulanan munzam karşılık ve

<sup>7</sup> DPT, **Altıncı Beş Yıllık Kalkınma Planı 1990- 1994** , DPT Yayın No: 2174, s.1-3.

<sup>8</sup> İMKB, **İMKB Tahvil ve Bono Piyasası**, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/tahvil.htm> 28 Mart 2007.

<sup>9</sup> TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, s.21-33.

disponibilite oranları düşürülmüş, mevduat dışı kaynaklar da disponibiliteye bağlı tutulmuştur. Döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmadan dolayı, mali piyasalarda panik havası oluştuğundan, dış borçlanma yolu ile açıklarının finanse edilmesi çok güç duruma gelmiştir. Yüksek miktarlarda döviz açığı bulunan bankalar dış borç ödemelerini yerine getirmeye çalışırken, mali sisteme olan güveninin artması için yurtiçindeki talepleri de karşılamaya çalışmışlardır<sup>10</sup>. Kamu maliyesine getirilen disipline rağmen 1980'lerden itibaren uygulanan enflasyonu düşürmeye yönelik reformlar başarılı olamamıştır. 1994 Kriziyle TL'nin aşırı değer kaybıyla % 106'lara çıkan enflasyon oranı, krizin ardından % 89'a düşürüldüyse de, enflasyon oranları yüksek seviyelerde gerçekleşmeye devam etmiştir<sup>11</sup>. 1994 yılı sonunda Türkiye'de önce ara seçime, ardından genel seçime gidilme durumu ortaya çıkınca, bu gelişme ile birlikte uygulamaya çalışılan istikrar programının terk edileceği beklentisi ortaya çıkmıştır. Kamuoyu nezdinde güvenilirliğini yitirmiş ve kurumsal düzenlemelerden yoksun bir program olması<sup>12</sup> başarısızlığı da beraberinde getirmiştir.

1990 sonrası yaşanan krizlerde, Türkiye'nin içinde bulunduğu yüksek ve değişken oranlı enflasyon ortamının da rolü olmuştur denilebilir. Kriz sürecinde, üretimin düşmesiyle birlikte, döviz fiyatlarında artış görülmekte ve faiz oranları da aynı şekilde artmaktadır ve bu şekilde maliyet enflasyonu gündeme gelmektedir. Krizlerin olumsuz etkilerinden biri de enflasyonun bu şekilde hız kazanmasıdır<sup>13</sup>.

1997 Asya, 1998 Rusya ve 1999 yılına Meksika'ya sıçrayan krizlerden Türkiye ekonomisi de olumsuz olarak etkilenmiş ve 1999 yıl sonuna gelindiğinde, ülke ekonomisinde durgunluk başlamış ve ülke ekonomisi % 6,1 oranında küçülmüş, enflasyon % 70'lere kadar çıkmış, bütçe açıkları büyümüş ve neredeyse sürdürülemez hale gelmiş ve hazine faizlerinin de yıllık ortalama bileşik oranı % 106'a ulaşmıştır. Ekonomide son 30 yıla yakın dönemde çift haneli enflasyon rakamlarına alışık olan Türkiye'de sonraki aşamalarda hiperenflasyon beklentisi

---

<sup>10</sup> TÜSİAD, 1995 Yılına Girerken Türk Ekonomisi, İstanbul, TÜSİAD- T/ 95,1-169, Ocak 1995, s.16-17.

<sup>11</sup> TCMB, Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, s.43.

<sup>12</sup> Mahfi Eğilmez, Ercan Kumcu, Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması, 11. bs. , Remzi Kitabevi, , Mayıs 2007, s.382.

<sup>13</sup> Gülten Kazgan, Türkiye Ekonomisinde Krizler ( 1929- 2001) "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları 109 Ekonomi 8, Haziran 2004, s.15.

doğmuştur<sup>14</sup>. Ülke ekonomisi bu şekilde bir karamsar tablo içindeyken, Merkez Bankası,1999 yılı sonunda IMF stand-by desteğinde, Enflasyonu Düşürme Programı uygulamaya başlamıştır. 2000’li yıllarda ekonomik gelişmeleri kontrol altına almak için uygulanan bu programın amaçları orta vadeli olarak seçilmiştir. Hedeflenen amaçlar; üç yıllık uygulama süresinin ardından, enflasyonun tek haneli rakamlara indirilmesi, reel faiz oranlarının makul bir seviyeye düşürülmesi, ekonominin büyüme potansiyelinin artırılması ve ekonomideki kaynakların daha etkin ve verimli olarak kullanılmasının sağlanmasıdır. Programın temel dayanak noktaları, sıkı maliye politikası uygulaması ile faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmeye hız kazandırılması, enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikasının uygulanması ve kur sepetindeki artış oranının enflasyon hedefine bağlı olarak önceden belirlenmesi ve ilan edilmesidir<sup>15</sup>.

Enflasyonla Mücadele Programının ardından ve döviz kurunun serbest bırakılmasından sonra sarsılan güvenin ve ekonomideki istikrarsızlığın düzeltilmesi adına 2001 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulanmaya başlanmıştır. Programın amaçlarını; Yapısal yenilenme ve yasal düzenleme kapsamında mali sektörün yeniden yapılandırılması, şeffaflığın artırılması, ekonomide etkin rekabet ortamının sağlanması ve sosyal dayanışmanın güçlenmesi, makroekonomik hedeflerin etkin bir şekilde uygulanan para ve maliye politikaları neticesinde gerçekleştirilmesi ve enflasyonun düşürülmesinde başarı sağlanması, büyümenin sürdürülebilirliğinin sağlanması ve gelirler politikası ile gelir dağılımının düzenlenmesi olarak sıralanabilir<sup>16</sup>.

2001 Ağustos ayından itibaren dalgalı kur rejimi uygulanmaya başlamış ve uygulanmaya devam etmesi üzerine karar alınmıştır. Ücretlerin, fiyatların dövize endekslendiği, tasarrufların önemli bir bölümünün döviz cinsinden tutulduğu, bilançolarda varlık ve yükümlülük kısmında döviz cinsinden kalemlerin önemli bir yere sahip olduğu bir ekonomik yapı sürdürülebilir olmadığı gibi krizlere karşı fazla

---

<sup>14</sup> Eğilmez ve Kumcu, **a. g. e.** , s.384.

<sup>15</sup> Süreyya Serdengeçti, “69. Hissedarlar Genel Kurulu Açılış Konuşması”, **TBMM**, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr> ,22 Mayıs 2008.

<sup>16</sup> Hazine Müsteşarlığı, **Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar)**, Mayıs 2001, s.17-19.

hassas bir yapı sergilemektedir<sup>17</sup>. Bu durumdan kurtulmanın yolunu sabit döviz kuru uygulamasında aramamak gerektiği geç de olsa anlaşılmıştır.

2000 yılında uygulanan bu programın başarısızlığının temel nedenleri olarak karşımıza bankacılık sisteminde gerekli rehabilitasyonun yapılamamış olmasının yanında, uygulanan politikanın para kurulu uygulamasına benzemesi, MB'nın likidite yönetiminde finansal piyasaların fon ihtiyacını gereği kadar önemsememesi ve bu uygulamanın para politikasının ekonomideki olası dışsal şoklara karşı esnekliğini azaltmış olmasıdır<sup>18</sup>.

2001 krizinin ardından, ülke ekonomisinde bankacılık sistemindeki kargaşadan dolayı, kamu açıkları yüksek düzeyde seyretmiştir. Hükümet teminatlarının geri dönüş faiz oranları, ülke ekonomisinin büyüme hızını geçmiş, mali disiplin altında sürdürülen sıkı maliye politikası uygulanmaması para politikasının da aktif bir şekilde kullanılmasını kısıtlamıştır<sup>19</sup>.

### **3.2. 2002-2005 Örtük Enflasyon Uygulaması**

Türkiye ekonomisinde yaşanan 2001 Krizinin ardından, krize kadar uygulanmakta olan döviz kuru hedefleme stratejisi bırakılmıştır çünkü döviz kuru çıpa olma özelliğini kaybetmiştir. Sabit döviz kuru sisteminden dalgalı döviz kuru sistemine geçilmiş ve bu ortamda tekrardan döviz kuru hedeflemesinin uygulanması mümkün olamamaktadır. Para politikası stratejilerinden bir diğeri parasal büyüklük hedeflemesinin başarılı olarak uygulanabilmesinin de bazı önkoşulları vardır. Bunlardan en önemlisi parasal göstergeler ile enflasyon arasındaki ilişkinin kuvvetli olması gerektiğidir. Fakat Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu kronik enflasyon ortamında para talebi istikrarsız bir hal sergilemekte ve para talebinin tahmin

---

<sup>17</sup> TCMB, 2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler, Sayı: 2002-1, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html>, 11 Nisan 2008, s.4.

<sup>18</sup> Serdengeçti, "69. Hissedarlar Genel Kurulu Açılış Konuşması".

<sup>19</sup> Fatih Özatay, Four Year Experience of Implicit Inflation Targeting and Prospects for Formal IT, TCMB, 20 January 2006, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 22 Nisan 2008, p.6-7.

edilmesi oldukça güçtür. Belirsizliklerin yüksek oluşundan dolayı parasal büyüklük hedefleme politikasının etkin olması zorlaşmaktadır<sup>20</sup>.

Döviz kuru hedeflemesinin tekrar uygulanamadığı, belirsizlikler sebebiyle parasal büyüklük hedeflemesinin de uygulanmasının zor olduğu ülkemizde, diğer bir alternatif para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi karşımıza çıkmaktadır.

IMF ile yapılan anlaşma gereği hazırlanan niyet mektuplarında, dalgalı kura geçişin ardından Türkiye'nin Brezilya örneğinde olduğu gibi enflasyon hedeflemesine geçişinin teşvik edildiği de ortadadır. Fakat Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu yüksek enflasyon ortamı ve krizin ardından borç stoklarındaki ani ve hızlı artışlar, enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının oluşturulmasına engel olmakta ve geçiş için uygun ortam sağlanamamaktadır. Belirsizlik ortamını doğuran dışsal etkenler olarak, 11 Eylül terör saldırılarının uluslar arası piyasalarda yarattığı dalgalanmayı ve Irak savaşının olumsuz etkilerini, içsel dinamiklerdeki belirsizlik yaratıcılar olarak da, ülkede alınan erken seçim kararını, yeni hükümetin işbaşına gelmesini ve geçici bütçe hazırlama sürecini gösterilebilir. Bütün bu sebeplerden dolayı Türkiye'de açık enflasyon hedeflemesine geçişte ertelenme yaşanmıştır<sup>21</sup>.

Açık enflasyon hedeflemesine geçiş sürecinin başlangıcı olan 2002 yılında nominal çıpa uygulamasında parasal hedefleme politikası seçilmiştir. Uygulamada gelecek dönem enflasyonuna bağlı bir para politikası uygulamaya konulmuştur. Gelecek dönem enflasyon hedeflemesine odaklanan bir para politikası, üstü kapalı olarak enflasyon hedeflemesi anlamına gelmektedir<sup>22</sup>. Üstü kapalı yani örtülü enflasyon hedeflemesi uygulanmasındaki hedef gerekli ortam sağlandığında enflasyon hedeflemesine geçmektir.

2001 Krizinden Ağustos ayına kadar olan dönemde ve 11 Eylül olaylarının ardından geçen bir aylık sürede, iktisadi temellerde düzelme olmasına rağmen, faiz

---

<sup>20</sup> Süreyya Serdengeçti, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve 2006 Yılında Para ve Döviz Kuru Politikası**, TCMB, Aralık 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>,15 Mayıs 2008, s.2.

<sup>21</sup> Zafer Yükseler, "IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi: Brezilya Deneyimi ve Türkiye İçin Dersler", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2005/9, Temmuz 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tek.org.tr/dosyalar/Z-YUKSELER-IMFPROG.pdf>,10 Mayıs 2008, s.33.

<sup>22</sup> Serdengeçti, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve 2006 Yılında Para ve Döviz Kuru Politikası**, s.3.

oranları yüksek seyretmeye ve TL'si değer kaybetmeye devam etmiştir. Bu gelişmeleri takip eden iç ve dış piyasalarda iç borçlanmanın sürdürülemeyeceği şüphesi doğmuş ve ülkenin risk primi artmış, kendi kendini besleyen olumsuz bir süreç şeklinde faiz oranları daha da artmış ve döviz kuru da devamlı bir yükselişe geçmiştir. 2002 yılı itibariyle mali disiplinin sağlanacağı ve yapısal reformların devam edeceği beklentisinin kuvvetlenmesi ve IMF'den ek dış finansman imkanının sağlanacağını belli olması, ülke içindeki beklentilerin olumluya dönmesini sağlamıştır. Bütün bu gelişmelerin yanında, hükümetin uyguladığı programın başarıyla sonuçlanabilmesi için, enflasyon oranının düşürülmesi gerekmektedir. Enflasyonun düşürülmesinde, parasal hedefleme stratejisi uygulanırken, rezerv büyüklüklerden para tabanı çıpa olarak tercih edilmiştir. Çıpa olarak seçilen para tabanının enflasyonu düşürmede başarılı olarak kullanılabilmesi için, enflasyon ile parasal taban arasındaki nedensellik bağının kuvvetli olması zorunludur<sup>23</sup>.

Parasal hedefleme uygulanırken parasal büyüklük olarak para tabanı hedeflenmiştir. Para tabanı emisyon, yerli para cinsinden zorunlu karşılıklar ve serbest mevduat toplamından oluşmakta ve Merkez Bankası'nın kendi dışındaki ekonomik birimlere olan net yükümlülüğünü göstermektedir. Merkez Bankası bilançosundan da takip edilmektedir. 2002 yılında para tabanının bir önceki seneye oranla % 40 artırılması hedeflenmiştir. Enflasyona karşı daha güçlü bir çıpa uygulaması amacıyla bu programla birlikte para tabanı gösterge niteliğinden performans kriterine dönüşmüştür. IMF'e verilen Niyet Mektubunda bu konu belirtilmiştir. Buna karşılık, MB'nin yurtiçine kredi verme amacıyla yarattığı paranın ölçülmesinde, net iç varlıklar kalemi gösterge niteliğinde bir büyüklük olarak değerlendirilmeye başlanmıştır<sup>24</sup>. Bu dönemde enflasyonu düşürmek için kısa vadeli faiz oranları para politikası aracı olarak kullanılmıştır. Bu şekilde beklentiler kanalıyla enflasyon düşürülmeye çalışılmıştır çünkü faizle ilgili kararların ekonomik işleyişle ilgili sinyaller vermesi ekonomideki birimlerin yatırım ve üretim yapma kararlarını etkileyerek fiyatlama davranışlarını yönlendirebilmektedir. TCMB'nin

---

<sup>23</sup> TCMB, 2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler, Sayı: 2002-1, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html>, 11 Nisan 2008, s. 2.

<sup>24</sup> A. e. , s.6-7.

faiz kararlarının enflasyon üzerinde yaptığı etkiyi en iyi belirleyen kanal beklentiler kanalı olmuştur<sup>25</sup>.

2002 yılı içinde seçim tarihindeki belirsizlik ve olası Irak operasyonunun etkisiyle artış gösteren uluslar arası ham petrol fiyatlarının enflasyon üzerinde doğrudan ve dolaylı etkilere sahip olması dolayısıyla beklentilerin ters yönde gerçekleşmesinden endişe edilmiştir. Çünkü yurtiçindeki enerji fiyatlarını yansıtan ulaştırma fiyatları döviz kuru ve uluslar arası petrol fiyatlarındaki değişimlere bağlıdır ve ham petrol fiyatlarındaki artış imalat sanayinde girdi maliyetlerini artırarak fiyatlar üzerinde arz yönlü baskı oluşturabilmektedir<sup>26</sup>. Fakat geçiş süresince yapılan çalışmalar neticesinde beklentilerde kötüye gidiş olmamıştır.

Geçiş süresi boyunca yapılan çalışmaların kapsamında, enflasyon hedeflemesine geçilebilmesinin ön koşulları gerçekleştirilmeye çalışılmış, yapısal düzenlemelerin yapılmasıyla sıkı para ve maliye politikaları sayesinde gerekli güven ortamı oluşturulması hedeflenmiştir. 2001 Krizi sonrası oluşturulan kurumsal çerçevede beş temel tespitten bahsedilebilir. Bunları<sup>27</sup>;

- 2001 yılında IMF destekli ekonomi programının Derviş ve ekibi tarafından başlatılması,
- Kasım 2002 erken seçiminden sonra Türkiye’de 15 sene sonra ilk defa tek parti hükümetinin iktidara gelmesi ve 40 sene aradan sonra ilk defa tek partinin muhalefette olması ile oluşan iki partili bir meclise sahip olunmasının getirdiği siyasi istikrar,
- AKP hükümetinin uygulanan parasal ve mali disiplin kurallarını benimsemesi,
- AB’ye tam üyelik süreci gereği hükümetin Maastricht ölçütlerine uyum sağlamak için çaba harcanması,
- Dış ekonomik gelişmelere bakıldığında global likidite bolluğunun olumlu etkileri olarak sayabiliriz.

---

<sup>25</sup> Kansu, a. g. e. , s.66.

<sup>26</sup> TCMB, **Para Politikası Raporu**, Ekim 2002, (Çevrimiçi) www. tcmb. gov. tr ,15 Mayıs 2008, s.57-58.

<sup>27</sup> Caner Bakır, **Merkezdeki Banka (TCMB’sı ve Uluslararası Bir Karşılaştırma)**,1. Baskı, İstanbul, Ağustos 2007. s.171.

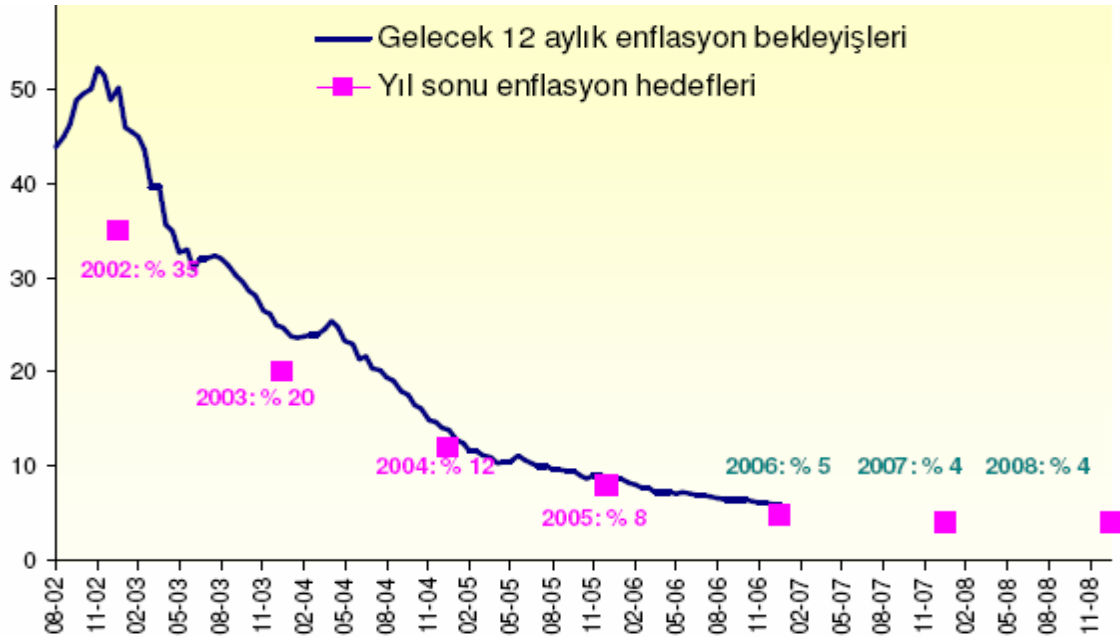
Bütün bu çalışmaların yanında, 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi süresince, açık enflasyonun önkoşullarından TCMB'nın bağımsızlığını kazanması, enflasyon hedeflerinin gelecek dönem enflasyonuna göre şekillenmesi, uyguladığı politikaları kamuoyu ile paylaşması sonucu enflasyon oranları Tablo 3.1'de görüldüğü gibi hedeflenin de altında gerçekleşmiştir.

**Tablo 3.1: Yıl sonu Enflasyon Hedefi, Enflasyon Bekleyişleri ve Güvenilirlik Farkları (Aralık 2005 itibariyle, Yüzde)**

	2002	2003	2004	2005
Hedef	35	20	12	8
Yıl Başındaki Bekleyişler	48,3	24,9	13,1	8,4
Güvenilirlik Farkı	+ 13,3	+ 4,9	+ 1,1	+ 0,4
Gerçekleşme	29,7	18,4	9,3	7,7

**Kaynak:** Serdengeçti, 2005 Aralık, s.4.

**Grafik 3.1: Gelecek 12 Aylık Dönemde Enflasyon Bekleyişleri (Aralık 2005 itibariyle, Yüzde)**



**Kaynak:** Serdengeçti, 2005 Aralık, s.4

2002 yılı başındaki enflasyonist beklentilerle TCMB'nın hedeflediği enflasyon oranlarının birbirine yaklaşmasından beklenti yönetiminde başarılı olduğu ve azalan güvenilirlik farklarından da para politikasına olan güvenin arttığı sonucuna varılmaktadır. Enflasyon hedeflemesine geçiş sürecinde epey mesafe alındığı, özellikle 2004 yılı itibariyle enflasyonun uzun yıllar sonra ilk kez tek haneli rakama düştüğü ve kronik enflasyona karşı önemli başarı sağlandığı görülmektedir.

2002 yılından itibaren, enflasyon hedeflerinde başarı elde edilmiş olmasına rağmen, 2006 yılına kadar enflasyon hedeflemesine geçilememesinin iki nedeni daha vardır. Bunlardan ilki, Türkiye ekonomisinin yüksek enflasyonla senelerdir iç içe yaşamasından kaynaklanan sorunlardan geçmiş enflasyona dayalı fiyatlama alışkanlığı, ikinci sebep ise ülkede fiyatların belirlenmesinde, sözleşmelerin yapılmasında, tasarrufların gerçekleştirilmesinde döviz kullanımının yaygın olması sonucu döviz kuru artış hızı ile enflasyon arasındaki bağı çok kuvvetli olmasıdır<sup>28</sup>.

### **3.3. 2006 Yılı Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasına Geçiş**

Açık enflasyon hedeflemesine geçiş için uygun koşulların sağlanması ile hedeflemeye geçileceği belirtilen 2006 yılında, Türkiye örtük enflasyon hedeflemesinden çıkarak, diğer gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke gibi enflasyon hedeflemesine başlamıştır. Yıllarca yüksek ve kronik enflasyonla yaşamış bir ülke olarak, enflasyon oranlarının hedeflenen seviyelere indirilmesi Türkiye ekonomisinin geleceği açısından oldukça önemlidir.

Tarihsel sürece bakıldığında, Türkiye ekonomisinin, dünyada enflasyonu yüksek ülkeler arasında ilk sıralarda yer aldığı görülmektedir. Bu konuda yapılan araştırmalarda, 1997-2008 itibariyle düşük enflasyondan yüksek enflasyona sıralanan 155 düşük ve yüksek enflasyonlu ülke arasında, Türkiye döviz kuru çipası sisteminin uygulandığı 1997-2001 yılları arasında ortalama olarak 151. sıralarda yer almaktadır. 2002 yılı örtük enflasyon hedeflemesine geçiş sürecinin ardından 2008 Ocak ayı

---

<sup>28</sup> TCMB, 2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler, Sayı: 2002-1, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html>, 11 Nisan 2008, s.9.

itibariyle 96. sırada yer aldığı sonucu çıkmıştır<sup>29</sup>. İlerleyen yıllar içerisinde enflasyonda düşüş meydana gelmesi ile dünya sıralamasında yüksek enflasyonlu ülkeler sıralamasında yerinin daha gerilerde oluşu olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir.

Enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce makroekonomik düzeydeki gerçekleştirmelere bakmak da fayda vardır. Bunları<sup>30</sup>;

- 2006 yılından önce dalgalı kur rejiminin uygulanmaya başlaması,
- Kamuoyunun güvenini sağlamak için, TCMB'nin tek hedefinin fiyat istikrarı olduğunu kamu bilincine kabul ettirme çabası,
- Bankacılık sektörünün güçlü yapıya kavuşturulma çabası ve mali disiplinin sağlanması
- TCMB'nin açıkladığı enflasyon hedeflemesinin aşılmaması,
- Yıl sonunda enflasyon hedefleri ile gelecek 12 aylık enflasyon tahminleri arasındaki güvenilirlik farkının zaman içinde azalması,
- Ters dolarizasyon sürecinin başlaması,
- Finansal istikrarın sağlanması ve finansal sistemin derinlik kazanması anlamında yol alınması olarak özetlenebilir<sup>31</sup>.

Bütün bu makro ekonomik gelişmelerin takibinde, 2006 yılında Türkiye'de uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesinin temel politika aracı kısa vadeli faiz oranı olarak belirlenmiştir. Kısa vadeli faiz oranlarının sinyal etkisini kullanarak, aktarım mekanizması üzerinden kredi ve varlık piyasalarındaki toplam talebin kontrol edilmesiyle, beklentilerin yönlendirilmesi amaçlanmaktadır. Nihai hedef ise enflasyon hedeflerine ulaşılmasıdır. Parasal sıkılaştırma olarak bilinen politikalarda, kısa vadeli faiz oranlarının etkileri gecikmeli olarak gerçekleşmektedir<sup>32</sup>. Diğer bir anlatımla, enflasyon hedeflemesi stratejisinde aktarım mekanizması olarak politika

---

<sup>29</sup> Erdem Başçı, "Merkez Bankaları ve Para Politikaları", **Karadeniz Teknik Üniversitesi ve Beykent Üniversitesi Sunumları**, TCMB,14 Aralık 2007, (Çevrimiçi) www. tcmb. gov. tr,5 Haziran 2008, s.14.

<sup>30</sup> Caner Bakır, **a. g. e.** ,172.

<sup>31</sup> Serdengeçti, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve 2006 Yılında Para ve Döviz Kuru Politikası**, s.5.

<sup>32</sup> Erdem Başçı, **Doğuş Üniversitesi Sunum**, TCMB, Mayıs 2008, s.14.

aracı kısa vadeli faiz oranları ile ekonomideki beklentiler kanalıyla enflasyon yönlendirilmeye çalışılmaktadır.

Ocak 2006 tarihinde enflasyon hedeflemesine geçişte, diğer ülke örneklerindeki uygulamalar esas alınarak, çoğu ülkenin kullanmakta olduğu indeks olarak TÜFE endeksi tercih edilmiştir. Türkiye’de enflasyon göstergesi olarak TÜFE’nin kullanılmasının sebebini Serdengeçti, “Toplum tarafından kolay takip edilebilir ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge” olarak açıklamıştır<sup>33</sup>. Hedeflemenin niteliği olarak nokta hedefleme yapılmış ve hedefler 2007 yılından 2009 yıl sonuna kadar % 4 olarak belirlenmiştir. Aşağı ve yukarı yönde 2 puanlık belirsizlik aralığı da tanımlanmıştır.

2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçişte gerçekleşen bütün bu makro ekonomik gelişmelere ve uygulama açısından önkoşullara dikkat edilmesine rağmen, geçişin ilk yılında enflasyon oranı hedeflerin üstünde gerçekleşmiştir. Enflasyon hedeflemesine geçiş için Türkiye’deki koşulların yeterli olup olmadığı ve kanuni açıdan alınması gerekli önlemlerden ilerleyen kısımda bahsedilecektir. Dolayısıyla burada ele alınacak durum 2006 yılındaki ekonomik gelişmelerin incelenmesidir.

2006 yılına genel olarak bakıldığında, arz şoklarının, mevsimsel koşulların ve dışsal unsurların oldukça baskın olduğu görülmektedir. 2006 yılında enflasyonun artışına sebep olan unsurlar; Olumsuz hava koşullarının etkisiyle 2005 yıl sonu itibariyle işlenmemiş gıda fiyatlarında artış meydana gelmesi ve Temmuz ayında yıllık artış oranının % 21,8’e kadar yükselmesidir. Ayrıca uluslar arası piyasalarda ham petrol ve diğer emtia fiyatlarının artışının 2006 yılının ilk yarısında etkisini artırması ve bu artışın Türk parasının değer kaybetmesine sebep olması sonucu enerji fiyatlarındaki artış enflasyon oranlarının yükselmesi sonucunu doğurmuştur. Bu gelişmeler yaşanırken, Para Politikası Kurulu, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını Haziran – Temmuz döneminde % 17,5 seviyesine çıkarmıştır. Bu şekilde sıkı para politikasının uygulandığı görüşünün hakim olması, beklentileri de etkilemiş ve orta ve uzun vadeli beklentilerin kısmen de olsa iyileşme görülmüştür.

---

<sup>33</sup> Serdengeçti, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve 2006 Yılında Para ve Döviz Kuru Politikası**, . s.12.

Uluslar arası likidite koşullarının da ılımlı bir seyir izlemesi sonucu 2006 yılı Ağustos ayından itibaren faiz oranlarında değişiklik yapılmamıştır<sup>34</sup>.

Türkiye ekonomisi, uzun yıllar boyunca enflasyonla yaşamış bir ülke olduğu için, uygulanan enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi adına, kamuoyunun güvenini tam olarak kazanması gerekmektedir. Bu anlamda, hedeflemenin ilk yılında, % 5 gibi çok düşük bir tercih yapılmasının sakıncalı olduğu, bunun yerine, bu uygulamanın ilk yılı olan 2006 için yıl sonu hedefi % 7, ardından uygulamanın devam edeceği diğer yıllar için % 6 olarak hedeflenmesi, hedeflerde başarılı olunması halinde, kademeli olarak hedefin azaltılma yoluna gidilmesinin daha iyi bir yöntem olacağı<sup>35</sup> da eleştiriler arasındadır.

2006 yılında petrol fiyatlarında artışların meydana gelmesi, olumsuz hava koşullarının etkisiyle tarım ürünleri fiyatlarındaki artışlar gibi para politikasının direkt yetkisi altında olmayan dışsal unsurların etkisiyle hedeflenen enflasyon oranlarına ulaşamaması TCMB'nin enflasyon hedeflemesi politikasının tamamen başarısız olduğuna anlamına gelmemektedir. Diğer bir ifadeyle, Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçerken 2006 yılı için % 5 hedef belirlemesine karşılık, aşağı ve yukarı yönlü 2 puan olmak üzere hedef aralığı belirlemiştir. Uygulanan hedef aralığı uygulaması ile 2006 yılındaki gibi gerçekleşen dışsal şoklar sonucu Merkez Bankası'nın hedeflemedeki başarısızlıktan tek başına sorumlu tutulamayacağı da belirtilmiştir. Fakat enflasyon hedeflemesinin önkoşulu gereği, hedeften sapma gerçekleşmesi durumunda 42. Madde'ye uygun olarak TCMB'nin şeffaflığı ve hesap verilebilirliği adına hükümete açık mektup gönderilmiş ve enflasyon oranlarındaki sapmaların nedenleri açıklanmıştır.

---

<sup>34</sup> Durmuş Yılmaz, **Ekonomik Görünüm, TCMB**, Bursa Ticaret ve Sanayi Odası, Bursa, 2007, (Çevrimiçi) www. tcmb. gov. tr, 31 Mayıs 2008, s.2-4.

<sup>35</sup> Serdar Temel, "Enflasyon Hedeflemesinin Türkiye'de Uygulanabilirliği", Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2007, s.170.

### **3.3.1. Enflasyon Hedeflemesine Geçiş için Ön Koşulların Sağlanması**

Enflasyon hedeflemesi programının Türkiye’de başarılı olarak uygulanabilmesi için, öncelikle mali ve siyasi disiplinin sağlanması, enflasyon ve döviz kurları arasındaki sıkı bağlantının zayıflatılması, enflasyon oranının ve mali baskınlık ölçütünün düşürülmesi ve mali derinliğin artırılması gereklidir<sup>36</sup>. Bu amaçla, hedeflemeye geçilmeden önce gerekli önkoşulların ülkemizde sağlanıp sağlanmadığına bakılması bugünkü koşullarla karşılaştırma yapılması bakımından önemlidir. İlerleyen kısımda bu şartlar ele alınırken özellikle Merkez Bankası’na tanınan haklar hukuki şartlar çerçevesinde incelenecektir.

#### **3.3.1.1. TCMB’nin Bağımsızlığı**

Bir ülkenin enflasyonla mücadeledeki kararlılığı uyguladığı politikalar kadar, politikaların etkin olabilmesi için sağladığı koşullara da bağlı olmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için merkez bankalarının bağımsızlığı yerine getirilmesi gereken bir önkoşuldur.

Türkiye ekonomisinde enflasyonla mücadele konusundaki kararlılık, 2001 yılında yapılan değişiklikle bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve bankanın fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirmek için uygulayacağı para politikası ve politika araçlarını belirleme yetkisinin verilmesi ile gösterilmiştir. 2001 yılı öncesinde gerek 1715 sayılı Kuruluş Kanunu’nda yapılan değişiklikler gerekse 1970 yılında yürürlüğe giren 1211 sayılı Kanun’da, Merkez Bankası’nın kamuya kredi açması ve giderek artan miktarlarda nakit avans kullandırmasına etkin bir çözüm getirilememiştir. Bu sebepten dolayıdır ki, özellikle 1970’lerden sonraki para politikaları bağımsız bir politika olarak etkin olamamış, daha çok Hükümetin maliye politikalarını destekleyici bir görüntüde kalmıştır. Türkiye ekonomisinde otuz yıla yakın zamandır süren enflasyon süreci ve yaşanan krizlerin ardından, dünya

---

<sup>36</sup>İbrahim Örnek, “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Uygulanabilir Mi?”, (Çevrimiçi) www. dtm. gov. tr/dtmd min/upload/EAd/TanitimKoordinasyon06/turkiyeenf. doc , s.2.

standartlarına yakın bir merkez bankası bağımsızlığı<sup>37</sup>, Türkiye ekonomisinde enflasyona karşı mücadelede oldukça olumlu bir gelişmedir.

Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesinde yerine getirmesi gereken öncelikli önkoşullarından bir diğeri de güven ortamının sağlanması ve Merkez Bankası'nın kredibilitésinin artması için bankanın siyasilerle olan yakın bağının kesilmesi gerekliliğidir. Her ne kadar, Merkez Bankası'nın bağımsızlığı ilkesi benimsenmiş olsa da, bankanın kararlarını özgürce verebileceği ortamın sağlanmış olması lazımdır. Daha açık bir ifadeyle, siyasilerin Merkez Bankası başkanı ve yardımcılarını üzerinde baskı kurmamaları gereklidir.

Keyfi görevden alınmaların önlenmesi adına, 25.10.1990 tarihinde, 3670 sayılı kanun ile Merkez Bankası Başkanının, Bakanlar Kurulu kararıyla beş yıllık bir dönem için atanmasına karar verilmiştir. Beş yıllık sürenin bitiminde tekrar atanabilme hakkı tanınmıştır. Başkan, Kanunda belirtilen yasakların gerçekleşmesi ve görevini ifa etmesini imkansız kılacak koşullar meydana gelince, atamasındaki usule göre görevinden uzaklaştırılacağı belirtilmiştir. Aynı kanunla Başkan yardımcılarının görev süresi de üç yıldan beş yıla uzatılmıştır<sup>38</sup>. Bu anlamda merkez bankası başkanlarının görev süresi ile enflasyonla mücadele politikası arasında kuvvetli bir ilişki olabileceği tahmin edilmektedir.

Cukierman tarafından yapılan çalışmada,1950-1990 yılları arasında ilgili merkez bankalarının kanun ve mevzuatı üzerinden bir endeks oluşturularak, bu endekse göre merkez bankaları bağımsızlık sıralamasına tabi olunmuştur. Çalışmanın devamında belirtilen tarihler arasında merkez bankası başkanlarının görevde kalış süreleriyle enflasyon arasındaki ilişki ortaya çıkarılmıştır ve sonuçta gerçekleşen enflasyon oranları karşılaştırılmıştır. Çalışmadan çıkarılabilecek sonuçları şu şekilde özetlemek mümkündür<sup>39</sup>;

---

<sup>37</sup> TCMB, Merkez Bankası Bağımsızlığı, 24 Şubat 2005, Muğla, (Çevrimiçi) www. tcm. gov. tr,22 Mayıs 2008, s.16.

<sup>38</sup> Demirhan, a. e. , s.123.

<sup>39</sup> Zeynep Koraçar, Ahmet Ay, Hakan Acet, Murat Çetinkaya, "Güvenilirlik İhtiyacı ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikaları", **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt: 12, Sayı: 2, Yıl : 2005, Celal Bayar Üniversitesi, s.216.

- Gelişmiş ülkelerle merkez bankalarının bağımsızlık derecesi ile enflasyon arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur.
- Gelişmekte olan ülkelerde o dönem için gelişmiş ülkelerdeki gibi bir sonuca varılmamıştır. Bu durum sanayileşmekte olan ülkelerin gerçek ve yasal bağımsızlık arasındaki farka bağlanmıştır.
- Türkiye örneğinde de, ele alınan dönem içerisinde enflasyon – bağımsızlık arasında anlamlı bir ilişki bulunmamış ve Türkiye yetmiş iki ülke arasında altmış ikinci sırada yer almıştır.
- Gelişmiş ülkelerde merkez bankası başkanları ile enflasyon anlamlı sonuç vermiş ve merkez bankası başkanının görev süresi uzadıkça, enflasyonun da o denli düştüğü gözlenmiştir.

### **3.3.1.2. TCMB'nın Şeffaflığı ve Hesap Verebilirliği**

Enflasyon hedeflemesini benimsemiş ülkelerde, para politikasını yönlendiren Merkez Bankasının araç bağımsızlığına sahip olması, uygulama sonuçlarından sorumlu olmayacağı ve kamuoyuna açıklama yapmayacağı anlamına gelmemektedir. Uygulanan para politikasına güven ortamının oluşması ve kamuoyunun beklentilerinin enflasyonist bir şekilde biçimlenmemesi için, TCMB'nın uyguladığı politikalar ve aldığı kararlar hakkında bilgi vermesi gerekmektedir. Bu noktada TCMB'nın şeffaflığı konusu gündeme gelmektedir.

Merkez bankalarının bağımsız olmaları uygulamalarından sorumlu olmaları kadar, uygulamalarıyla toplum önünde olmaları anlamına da gelmektedir. Bu durumda topluma hesap verilebilirlik sonucu doğmakta ve bu kavram bağımsızlık madalyonunun diğer yüzü olarak merkez bankalarının karşısına çıkmaktadır<sup>40</sup>. Bu amaçla, 4651 sayılı Kanun'un 42. Maddesine göre; Başbakan, Merkez Bankasının işlem ve hesaplarını denetlettirebilmekte ve Başbakanlık bu süreçte Merkez Bankası'ndan her türlü bilgiyi talep edebilmektedir<sup>41</sup>. Aynı maddenin devamında, Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarına yönelik olarak dönemsel raporlar

<sup>40</sup> TCMB, Merkez Bankası Bağımsızlığı, s.7,

<sup>41</sup> Demirhan, a. e. , s.121-122.

hazırlaması ve bu raporları kamuoyunun bilgisine sunması öngörülmüştür. Şeffaflığın artırılması amacıyla Merkez Bankası'nın yerine getirmesi gereken bir diğer hüküm, uyguladığı enflasyon hedeflemesi politikasında hedeflere ulaşamaması veya böyle bir ihtimalin ortaya çıkması halinde, bu durumun gerekçeleri, bu konuda alınması gerekli önlemler, öne sürülen çözüm önerileri hükümete yazılı olarak bildirmesi ve kamuoyuna durumu açıklaması gerekmektedir<sup>42</sup>. Ayrıca, TCMB Başkanı'nın, TCMB'nin faaliyetleriyle ilgili olarak ve uygulanan para politikası hakkında yılda iki kez Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu'na bilgi vermesi şartı ve Bankanın yapmış olduğu çalışmalarla ilgili olarak her yıl Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kuruluna rapor hazırlaması da aynı maddenin devamında belirtilmiştir<sup>43</sup>.

### **3.3.1.3. Türkiye’de Mali Baskınlık Düzeyi ve Piyasaların Derinliği**

Yüksek kamu borçları ile, merkez bankası tarafından belirlenen faiz oranları arasındaki ilişkinin zayıflaması sonucu aktarım mekanizmasının etkin çalışmasının engellenerek, para politikalarının başarısının azaltılması durumunda mali baskınlığın ortaya çıktığını daha önceden belirtilmişti. Bu durumda kamunun ekonomideki ağırlığı fazla olmakta, kamu borçlarının merkez bankası kaynaklarıyla finanse edilmesi söz konusu olmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin özellikle gelişmekte olan ülkelerde uygulanmasında karşılaşılan en büyük güçlüklerden biri de, mali baskınlığın yüksek oluşu, bunun karşısında finansal piyasaların gelişmişliği, mali disiplinin sağlanması ve maliye politikalarının etkin çalışması anlamına gelen mali derinliğin de sağlanmamış olması da diğer bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi uygulamasında mali baskınlığın önlenmesi için, Hazine ile Merkez Bankası arasında yapılan anlaşmalar önem kazanmaktadır. 1211 sayılı TCMB Kanunu’nda TCMB’nin Hazine ve kamu müesseseleriyle ilişkisi düzenlenmiştir. 1994 yılında değiştirilen 50. Maddede, Merkez Bankası’na cari yıl genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarın % 12’sini geçmemek üzere Hazine’ye

<sup>42</sup> Serdengeçti, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve 2006 Yılında Para ve Döviz Kuru Politika**, s.18.

<sup>43</sup> Eser Tutar, “Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye’de Para Politikası Araçları İle Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi”, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Ağustos 2005, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 13 Mayıs 2008, s.28.

kısa vadeli bir avans hesabı açılabilmesine izin verilmiştir. 1994 yılına kadar % 15 düzeyinde olan bu oran, 1996 yılı için % 10, 1997 yılı için % 6, 1998 yılı ve ilerleyen yıllar için % 3 olarak belirlenmiştir<sup>44</sup>.

1997 yılında Merkez Bankası ve Hazine, Merkez Bankası'nın para politikasının etkinliğini artırmak ve bekleyişlerin olumlu şekilde yönlendirilmesi için kendi aralarında bir Protokol imzalamışlardır. İmzalanan bu Protokol uyarınca, Hazine, kısa vadeli avanslar da dahil olmak üzere, her türlü parasal ilişkisini Merkez Bankası'nın para politikasının etkinliğine zarar vermeyecek şekilde, Merkez Bankası'na önceden haber vermek suretiyle kullanacaktır<sup>45</sup>.

**Tablo 3.2: Enflasyon Hedeflemesine Geçmeden Türkiye'de Enflasyon, Büyüme, Mali Derinlik ve Mali Baskınlık Oranları (2000-2003)**

	2000	2001	2002	2003*
<b>TÜFE</b>	39	68,5	29,7	20
<b>Büyüme %si</b>	6,3	-9,5	7,8	5
<b>Mali Derinlik</b>	24,9	25,9	22,3	22
<b>Mali Baskınlık</b>	-11	-16,4	-14,6	-12,7

**Kaynak:** Örnek, a. g. e. , s.3.

\*Hedeflenen

Mali Baskınlık Oranı: Bütçe Dengesi / GSYİH

Mali Derinlik Oranı: M2 / GSYİH

Merkez bankalarının enflasyon hedeflemesinde başarılı olabilmeleri için önemli önkoşullardan biri de ülkede mali derinliğin yüksek, mali baskınlığın ise düşük olması gerekliliği bilinmektedir. Dünya genelinde enflasyon hedeflemesini uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki mali baskınlık ölçütü % -3 ile 1 arasında değişirken, Tablo 3.2'de de görüldüğü gibi, bu oran Türkiye'de açık enflasyon hedeflemesine geçildiği 2002 yılında % -14,6 olarak gerçekleşmiştir. Mali baskınlığın enflasyon hedeflemesine geçişte engel teşkil edecek düzeyde olduğu görülmektedir. Mali derinlik oranlarına bakıldığında, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde % 31,2 ile 95 arasında değer kazandığını, Türkiye'de 2002 yılında bu oranın 22,3 seviyesinde gerçekleştiğini görmekteyiz. Türkiye'de yıllardır yaşanan

<sup>44</sup> Demirhan, a. e. , s.120-121.

<sup>45</sup> Alparslan, Ataman Erdönmez, a. e. s.28.

yüksek enflasyon sebebiyle, ülke kaynakları sistemin içine tam olarak dahil edilemediği için, mali piyasalar oldukça sığ olarak kalmıştır. Bu durumda hükümet kamu borçlarını finanse etmek için, para basmak ya da yüksek faizli iç borçlanmaya yönelmektedir. Faizlerin yükselmesi kendi içinde sarmal oluşturarak, iç borcun ödenmesini zorlaştırarak, enflasyon hedeflemesinin önünü kesici etki yaptığı gibi<sup>46</sup>, maliyetlerin artışına sebep olduğu için, büyüme üzerinde de negatif etkileri olacaktır. Borcun borçla kapatılıyor olması yeterince riskli bir yöntemken, reel faizlerin yükselmesi özel kesim yatırımlarını da olumsuz etkilemektedir. Bu şekilde devletin sürekli kamu borçlarını kapatma amacıyla piyasalara müdahale etmesi, sermaye ve para piyasalarının gelişmesine engel teşkil etmektedir<sup>47</sup>.

#### **3.3.1.4. Enflasyon Hedeflemesine Geçiş İçin Diğer Koşullar**

Merkez Bankası'na, temel hedefi olan fiyat istikrarını gerçekleştirmesi için verilen araç bağımsızlığıyla birlikte, mali sistemin alt yapısının güçlendirilmesi ve sistemdeki risklerin belirlenmesi için çalışmalar yapma ve gerekli tedbirleri alma yetkisi de verilmiştir. Kamu bankalarının mali sistem üzerinde birikmiş yükünün kaldırılması ve bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ekonomide fiyat istikrarının sağlanması açısından son derece önemlidir. Tasarıdaki değişiklik sayesinde, devlet iç borçlanma senetlerinin doğrudan alımı şeklinde bile, Merkez Bankası'nın Hazine'ye ve kamu sektörüne doğrudan borç vermesine son verilmesine ve bu kararın uygulamaya geçirilmesine karar verilmiştir. Alınan bu karar, Maastricht kriterleri açısından da son derece önem taşımaktadır<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> Örnek, a. g. e. , s.6.

<sup>47</sup> Öztürk, a. g. e. , s.194. .

<sup>48</sup> Serdengeçti, "69. Hissedarlar Genel Kurulu Açılış Konuşması", s.15.

### 3.3.2.2006 Yılındaki Ekonomik Koşulların Enflasyon Hedeflemesine Uygun Olup Olmadığı Tartışmasının Değerlendirilmesi

Enflasyon hedeflemesi uygulamasına başlamadan önce TCMB, geçiş sürecinde örtülü enflasyon hedeflemesi uygulamıştır. Enflasyonun istenilen oranlarından oldukça yüksek olduğu o dönemde ve uygulamaya başlandıktan sonra da, bu uygulamanın Türkiye ekonomisi için uygun olup olmadığı ve Türkiye ekonomisinin bu uygulamaya hazır olup olmadığı üzerine tartışmalar devam etmiştir. Akademik olarak yapılan çalışmaların bir kısmında amprik olarak bu sorun incelenmiştir. Çalışmalardan çıkarılan sonuçları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

İ. Örnek (2004) 'in, TCMB'nın açık enflasyon hedeflemesine geçmeden önce, yaptığı amprik çalışma sonucunda, uzun dönemde, enflasyon ile parasal taban, faiz oranları ve döviz kurları arasında güçlü bir nedensellik olduğu sonucuna varmıştır. Parasal taban ile enflasyon arasında korelasyon bağının kuvvetli olması, enflasyon hedeflemesinde parasal tabanın çıpa olarak seçiminin doğru olacağını, kısa vadeli faizler ile enflasyonun nedensellik ilişkisi içinde olmaları ise, TCMB'nin enflasyonla mücadelede, kullanacağı kısa vadeli faiz oranlarının, enflasyonu düşürmekte faydalı olacağını göstermiştir. Çalışmanın diğer sonuçlarından biri de, döviz kuru ile enflasyon arasındaki güçlü ilişkinin, hedeflenen enflasyona ulaşmada engel yaratacağıdır. Çalışmanın önerilerinden biri, enflasyon ile döviz kurunun zayıflatılabilmesi için, döviz kuru talebinin gevşetilmesidir<sup>49</sup>.

Temel'in (2007), enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçildikten sonra, Taylor Kuralı\* ile Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin başarı durumunu inceleyen çalışmasında, bu kuralın uygulanması halinde enflasyon hedeflemesinin yapılabileceği fakat bu kuralın özellikle kısa dönemde sonuç vereceği ve belli bir dönem için dahi olsa faizin hedeflenen enflasyona yaklaşırtıcı etkisinin olması ve sapmayı önlemesi beklendiği sonucuna ulaşılmaktadır. Aynı çalışmadaki Nedensellik

---

<sup>49</sup> Örnek, a. g. e. , s.5.

\*Taylor Kuralı, Merkez Bankalarının faiz oranına müdahale etmesiyle, enflasyonun kontrol altında tutulabileceğini belirten bir kuraldır. Ayrıca Taylor Kuralı, ekonomide beklenmedik zamanda meydana gelen şokların giderilmesinde ve şokların enflasyonu hedeften saprtıcı etkisini ortadan kaldırmak için kullanılabilir önemli bir yöntemdir.

Analizi sonuçlarına göre, %1 güven aralığı içinde, faizin enflasyon açığını etkilediği, faize müdahale yapıldığında, gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyona yaklaştırılmasında etkili olduğu da ortaya çıkmıştır. Ampirik çalışmanın sonunda, Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin başarılı olma şansının yüksek olduğu sonucuna varılmıştır<sup>50</sup>. 1988- 2003 yılları arasında Taylor Kuralı’nı Türkiye ekonomisi için test eden Ongan’ın çalışmasında da, kısa dönem faiz haddinin belirli bir kurala göre hareket ettiği sonucuna varılmıştır. Bu sonuca göre, nominal faiz hadleri ile enflasyon arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur. Enflasyon arttığında nominal faizlerin de artırılması ve bu uygulamanın toplam talebi kısıtıcı bir politika olarak uygulandığı anlaşılmaktadır<sup>51</sup>.

Sönmezler’in (2006), enflasyon hedeflemesinin Türkiye için uygulanabilirliğini ampirik olarak test ettiği çalışmasında, ülkemizde enflasyonu etkileyen değişkenler olarak, geniş para arzı M2, bütçe açıkları, dolar kuru, iç piyasa kredileri ve reel kesim güven endeksi seçilmiştir. Zaman aralığı olarak 1990-2003 dönemini kapsayan çalışmada, enflasyon için seçilen TEFİ endeksi ile dolar kuru ve M2 arasında % 1 anlamlılık seviyesinde bir ilişki bulunmuştur. Enflasyon ile en fazla bağlantıya sahip olan unsur döviz kuru çıkmıştır. Faiz oranları modelin kapsamına alınmamıştır. Anlamsız değişken olarak sonuçlanan krediler, Türkiye ekonomisinde kamu kesiminin finansal piyasalarda baskın olmasından dolayı, iç piyasa kredilerinin göreceli olarak değeri azalmakta ve enflasyon ile ilişkisi kopma noktasına gelmektedir. Bir diğer anlamsız değişken güven endeksi, enflasyonist ortamlarda beklentilerin enflasyona yön vermesinin öneminden dolayı, reel sektörün ekonomideki gelişmeler hakkında görüşlerinin anlaşılması bakımından modele dahil edilmiştir. Fakat güven endeksinin ekonomik etkenler dışında siyasi olaylardan da etkilenmesi sonucunda, bu endeks enflasyon beklentilerini istenilen şekilde tam olarak yansıtamayabilmekte ve TEFİ’yi açıklamada yetersiz kalmaktadır. Yapılan çalışmadan çıkan bir diğer sonuç, enflasyonla bütçe açığının arasındaki bağlantının düşük olmasıyla, bütçe açığı unsurunun anlamsız değişken olarak yorumlanmasıdır.

---

<sup>50</sup>Temel, A. e. , s.163-164.

<sup>51</sup>Hakan Ongan, “Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği”, **Maliye Araştırmaları Konferansları**, Kırkbeşinci Seri, 2004, (Çevrimiçi) <http://paribus.tr.googlepages.com/ongan.doc> , 29 Nisan 2008, s.14.

Belirtilmesi gereken bir diğerk nokta, bütçe açığının finanse ediliş şekli ile enflasyon arasındaki bağı kuvvetlenmesi ya da kopma noktasına geldiğidir. Örneğin, kamu borçlarının para basılarak finanse edilmesi durumunda, artan para arzı monetarist görüşle paralel olarak enflasyon artışına sebep olmakta, buna karşın kamu açıkları iç ve dış borçlanma yoluyla kapatılmaya çalışıldığında ise, para arzında artış görülmediği için direkt enflasyonist bir etki yapmamaktadır. Amprik çalışmanın sonunda, Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği istikrarlı politikaların varlığında ümit verici olarak gözüktüğü vurgulanmaktadır<sup>52</sup>.

### **3.4. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesindeki Son Gelişmelerin Dışsal Şokların Etkileriyle Değerlendirilmesi**

Türkiye ekonomisinde, 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesine geçişin ardından üç senelik geçiş sürecinde gerçekleşen enflasyon oranlarının hedeflerden düşük olduğu bilinmektedir. Geçiş sürecinin ardından enflasyon hedeflemesine 2006 yılında başlandığında belirtilen hedeflerin yıl sonunda tutmadığı yani hedeften sapmaların meydana geldiği görülmektedir. Hedeften sapmaların nedenleri ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin gelecek dönemdeki projeksiyonu hakkında değerlendirmeler bu bölümde dışsal şoklar çerçevesinde yapılacaktır. Dışsal şoklar daha önceden de değinildiği gibi, global ekonomide ticareti yapılan malların fiyatlarında ani değişimler yaşanması sonucunda toplam fiyat seviyesindeki artışlar, dolaylı vergilerdeki değişiklikler, ekonomiyi etkileyen doğal afet ve ekonomik krizler sonucu ortaya çıkmaktadır.

---

<sup>52</sup> Gökhan Sönmezler, “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanabilirliği”, **İktisat Dergisi**, Sayı: 470- 71, Şubat- Mart 2006, s.21-22.

### 3.4.1. 2008 Enflasyon Hedeflerinden Uzaklaşılmasının Nedenleri

Türkiye ekonomisinde, örtük enflasyon hedeflemesine geçildiği ilk yıl olan 2002’de ve takibindeki üç sene içinde enflasyon oranları, hedeflerin de altında gerçekleşirken, açık enflasyon hedeflemesine geçilen ilk yıl olan 2006’dan itibaren enflasyon hedeflerinde sapmalar meydana gelmektedir. Hedeften sapma meydana gelmesine rağmen, Merkez Bankası enflasyon beklentileri üzerinde olumsuz etki bırakmamak adına hedefleri revize etmemeyi tercih etmiştir. Yüksek enflasyon deneyimine sahip bir ülke olan Türkiye’de enflasyonun çift haneli rakamlardan tek haneli rakamlara indirilmesi başarılmışken, tekrardan yüksek enflasyon yüksek faiz sarmalına mı dönülüyor ve enflasyonla mücadele süreci mi başlıyor endişesi gittikçe artmaktadır. Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflerinin tutturulamamasının nedenlerini içsel ve dışsal dinamikler olarak ele almak da mümkündür. İçsel dinamikler olarak, ülkenin siyasi duruşu ve konjonktürel gelişmeler değerlendirmektedir. 2007 yılından itibaren siyasi belirsizlikler hüküm sürmektedir. Cumhurbaşkanı ve milletvekillerin seçimleri, seçimlerin öne alınması, AKP Hükümeti’nin kapatılma davası ve AKP’nin tek parti Hükümeti olarak göreve başlamalarından itibaren asker ile olan görüş uyuşmazlığı siyasi belirsizliklerin kaynağı olmuştur. Ülke içindeki siyasi belirsizliklerin ekonomide, piyasalarda ve enflasyonist beklentiler üzerinde etkileri son derece olumsuz olmaktadır. Diğer yandan, enflasyonun artmasına sebep olan dışsal dinamikler de, enerji, gıda ve hammadde fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Dışsal etki olarak ülke ekonomisini olumsuz etkileyen bu gelişmeler dışsal şoklar olarak ele alınmakta ve çalışma kapsamında değerlendirilmektedir.

İçsel dinamiklerdeki olumsuzlukların giderilmesinde, hükümetin politika uygulamasında etkin olması gereklidir. Bu anlamda hükümete düşen görev çok fazladır çünkü hükümet sadece politika yapan değil aynı zamanda hizmet sağlayıcı, ülke kalkınmasına katkı olarak yatırımcı, yeri geldiği zaman hakem ve hatta büyük

çaplı bir işveren olarak çalışmaktadır. Bu durumda hükümetin seçtiği politikalar kadar, seçilen politikaların gerektiği gibi yerine getirilmesi de çok önemlidir<sup>53</sup>.

2007 yılındaki enflasyona bakıldığında, % 3,5 ile gıda, % 1,9 ile konut, % 0,7 ile otel ve restoran kategorilerinde, 2006 yılı sırasıyla % 2,7 , % 2 ve % 0,9 gerçekleşmeleri olmuştur. Buradan anlaşıldığı üzere, hizmet fiyatlarının enflasyon oranı içindeki payı azalırken, 2006 yılı toplam fiyat artışları içinde % 28’lik paya sahip olan gıda fiyatlarının 2007 sonunda toplam enflasyon içindeki yerinin % 40’a çıkmıştır<sup>54</sup>.

2004–2006 yılları arasında enflasyon bileşenlerinin yüzdeleri hesaplandığında, enerji’nin % 17, gıdanın % 23,9, tütünün % 9,7, diğer mal ve hizmetlerin % 49,4’lük paya sahipken, 2008 yılındaki gıda ve petrol fiyatlarının artışı sebebiyle enerjinin % 25,5, gıdanın ise % 40’lık bir paya yükselirken, tütün % 6’lık bir dilime gerilemiştir. Gıda fiyatlarının artış sebebi, toplam talepten kaynaklanan baskıların ötesinde, global ısınma neticesinde üretimde görülen azalmadan kaynaklanmaktadır. İşlenmemiş gıda fiyatlarının da artışı ile tarım ürünlerinin girdi olarak kullanıldığı gıda sanayinin üretim maliyetlerini artırdığı için, işlenmiş gıda ürünlerinin de fiyatlarında artış meydana gelmektedir.

IMF ile yapılan anlaşma gereğince, üçer aylık gözden geçirmelerde Net Uluslararası Rezervler, performans kriteri olarak kullanılmışken, 2007 yılı sonundan itibaren gösterge değişken olarak izlenmeye başlanmıştır. 2007 yılı boyunca enflasyondaki yükselişin temelinde, gıda fiyatlarındaki artış, tütün ürünleri fiyatlarına yapılan zamlar, parasal sıkılaştırma politikasının da enflasyon üzerindeki etkisinin henüz belirgin hale gelmemesi ve 2006 yılı Mayıs-Haziran dönemi arasında döviz kurunda görülen dalgalanma etkilerinin gecikmeli olarak azalıyor olması da, enflasyonun artışında önemli rolü olmuştur<sup>55</sup>.

---

<sup>53</sup> Commission on Growth and Development, **Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development**, The Growth Report, May 2008, (Çevrimiçi) <http://www.growthcommission.org/storage/cgdev/documents/Report/GrowthReportfull.pdf>, 27 Mayıs 2008, p.66.

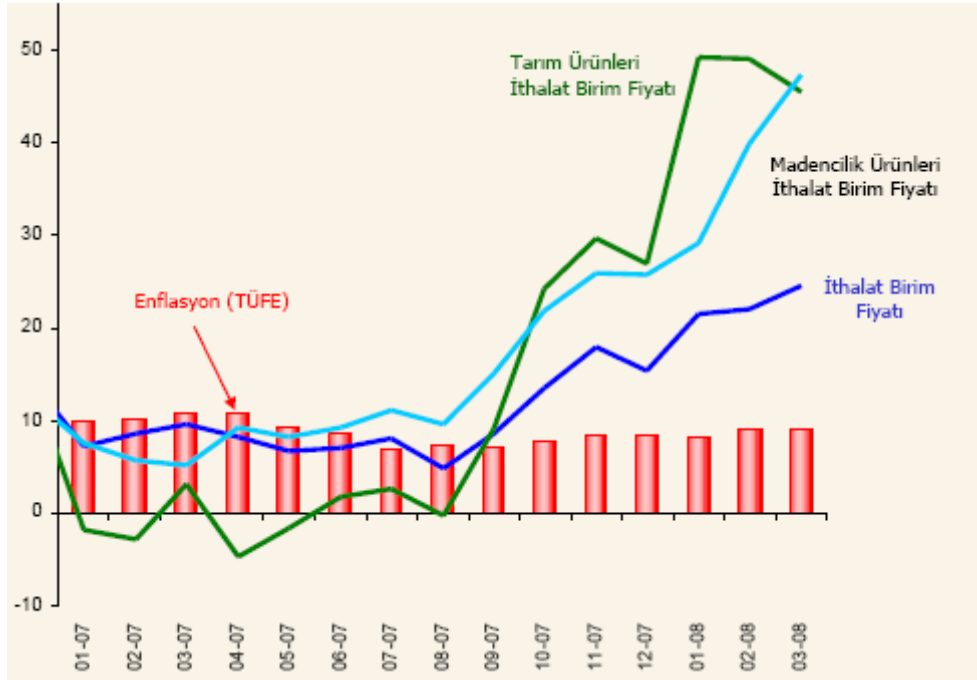
<sup>54</sup> Deloitte, **Ekonomik Görünüm 2008** ( Yeni Dünya, Yeni Riskler), Mart 2008, s.16.

<sup>55</sup> Bakanlar Kurulu’nun 2007/12701 sayılı 2008 Yılı Programının Uygulanması, Koordinasyonu ve İzlenmesine Dair Karar, (DPT ), (Çevrimiçi) [http://ekutup.dpt.gov.tr/program/2008\\_programi.pdf](http://ekutup.dpt.gov.tr/program/2008_programi.pdf), 8 Haziran 2008, s.69.

Enflasyonun bileşenlerine bakıldığında enflasyondaki artışların, MB'nın uyguladığı para politikasının kontrolünde olmayan, konjonktürün de ötesinde, dışsal şokların etkisiyle artış meydana geldiği görülmektedir. Dolayısıyla içsel ve dışsal dinamiklerin etkileşim sürecinin birlikte incelenmesi MB'nın enflasyon hedeflemesindeki başarısızlığının nedenlerini anlamada daha etkin bir yol olacaktır.

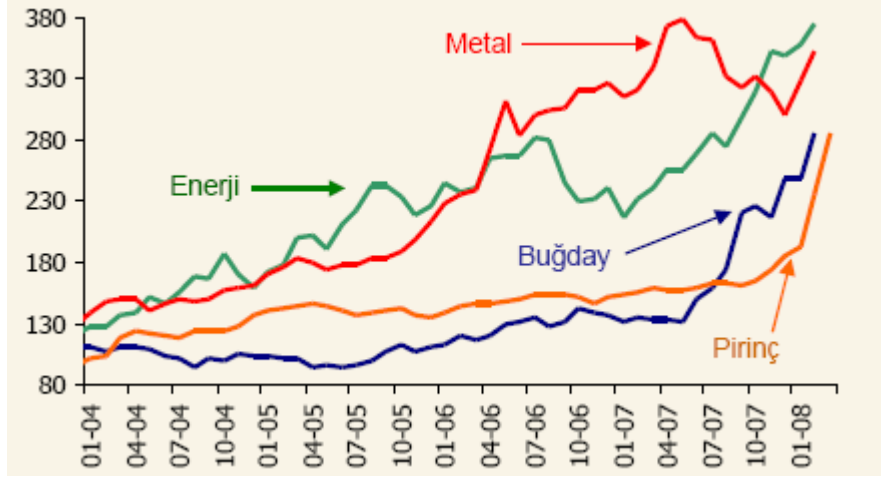
Türkiye'de enflasyon oranlarının yükselişini sağlayan alt kalemlerdeki artış grafikten izlendiği üzere, tarım ürünleri, madencilik ithalat birim fiyatlarındaki artışa bağlanmaktadır. Dünya genelinde de, uluslar arası arenada enerji, hammadde ve gıda ürünlerindeki fiyat artışları, Türkiye'deki artışların kaynağını teşkil etmektedir. (Grafik 3.2, 3.3)

**Grafik 3.2: Türkiye'de Enflasyon ve İthalat Birim Fiyatları (ABD Doları Cinsinden) (Ocak 2007 – Mart 2008, yıllık yüzde değişim)**



**Kaynak:** Başçı, Dünya'da ve Türkiye'de Enflasyon, Mayıs 2008. Doğu Üniversitesi Sunum, (Çevrimiçi) www. tcmb. gov. tr ,30 Mayıs 2008, s.13.

**Grafik 3.3: Seçilmiş Ürünler İtibariyle Uluslararası Fiyat Endeksleri (Ocak 2004 – Mart 2008, 2002=100)**



**Kaynak:** Başçı, a. g. e, s.7.

Metal fiyatlarındaki artışların, üretim sıkıntısından daha çok futures piyasalarda spekülative kazanç amaçlı fiyat artışlarından kaynaklandığını da söylemek mümkündür. (Tablo 3.3) Bugün meta fiyatlarındaki spekülative artışın tarihteki bir diğeri benzeri olay, 1980’de Hunt kardeşlerin gümüş piyasasında futures piyasalarda spekülative kazançla gümüş fiyatlarını değerinin yaklaşık on katına çıkardıklarında yaşanmıştır. Futures piyasalardaki oyuncular, ellerindeki nakitlerin katlarındaki malları alım satım işleminde rahatça bulunabilmekte ve 1980’deki Hunt kardeşler gibi büyük oyuncular piyasayı yönlendirmektedir. O dönemde alınan tedbir olarak, piyasaya giriş mevduat oranlarının arttırılmasıyla, gümüş spekülative balon fiyatından normal değerine düşürülmüştür. Global piyasalardaki fiyat artışlarının da durdurulması futures piyasalardaki mevduat artışları sayesinde mümkün olabileceği de görüşler arasındadır<sup>56</sup>.

<sup>56</sup> Mehmet Hakan Sağlam, “Dikkat. . Zemberek Kırıldı Kırılacak”, **Taraf Gazetesi**, 30 Mayıs 2008, s.6.

**Tablo 3.3: Bakır, Kurşun, Nikel, Kalay ve Çinko'nun Spot ve Futures Piyasalarındaki Fiyatları (\$/Ton,29 Mayıs 2008 LME Resmi Fiyatlarına Göre)**

	<b>Bakır</b>	<b>Kurşun</b>	<b>Nikel</b>	<b>Kalay</b>	<b>Çinko</b>
<b>Cash</b>	8110.00	1921.00	22050.00	22655.00	2015.00
<b>3Aylık</b>	7981.00	1932.00	22105.00	22600.00	2037.50
<b>15 Aylık</b>	7765.00	1977.00	22150.00	22625.00	2100.00
<b>27 Aylık</b>	7505.00	*	21350.00	*	2143.00

\*London Market Exchange tarafından, kurşun ve kalayın 27 aylık vadeli işlem piyasasında fiyat değeri verilmemiştir.

**Kaynak:** www.lme.co.uk

Petrol fiyatlarındaki artışlar, özellikle yükselen ve gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki petrole olan talebin artmasından kaynaklanmaktadır. Gelecek dönem petrol talebindeki artıştaki ivme ulaşım sektöründeki gelişmeye bağlıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde arabaların, otobüslerin ve kamyon gibi kara araçlarının artış potansiyeli çok daha fazladır. Diğer yandan, ulaşım amaçlı olmayan petrol kullanımındaki artışın kaynağı gelişmekte olan ülkelerdeki endüstriyel ve konut sektöründeki gelişmeden kaynaklanmaktadır. Asya ve Afrika'nın gelişmekte olan ülkeler arasında fakir bölgelerinde şehirleşme hareketleri dolayısıyla, elektrik kullanımında artış görülmesi beklenmektedir. Fakat burada ilginç olan, elektrik kullanımındaki artışla beraber üretiminde de artış olacağı beklentisi sebebiyle OPEC tarafından petrol talebinde fark edilir bir artışın beklenmediği de belirtilmektedir. USGS (US Geological Survey ) tarafından yapılan analizlere göre, teknolojik yeniliklerdeki artış ve bu sayede başarılı araştırmaların yapılabilmesi ve mevcut alanlardan geliştirilmiş kurtarma tekniklerinin kullanılması sayesinde, yenilenebilir rezervler 1980'li yılların başlarındaki mevcut oranının iki katına ulaşmıştır. Bu da göstermektedir ki, gelecek dönem petrole olması beklenen talebin karşılanmasına yetecek kadar kaynak vardır. Orta vadeden uzun vadeye ham petrol fiyat tahminlerine yönelik yapılan analizlere göre, petrol endüstrisi, günümüz fiyatlardaki artış trendine bakılarak, ticaret alanında da fiyat tahminleri yukarı yönlü olmaktadır. Maliyetlerin yükselmesi dahil, bütün bu trendler ekonomide uzun dönemde fiyatlarda artış olacağı beklentisiyle bağlantılı oluşmaktadır<sup>57</sup>. Burada enflasyonist

<sup>57</sup>OPEC, **World Oil Outlook 2007**, (Çevrimiçi) <http://www.opec.org/library/world%20oil%20outlook/WorldOilOutlook07.htm> ,31 Mayıs 2008, p.5-7.

bekleyişlerin etkisi görüldüğü gibi, metal piyasasında karşımıza çıkan futures piyasalardaki spekülasyon amaçlı fiyat artışlarının da etkileri görülmektedir.

Petrol fiyatlarındaki artışın ardından, gıda fiyatlarındaki artışın temelinde yatan sebepler özellikle Amerika’da ve Batı Avrupa’da son yıllarda biyoyakıt üretiminin genişlemesinin gıda fiyatlarında ve enflasyondaki artışı tetikleyici oluşundan kaynaklanmaktadır. Çünkü gelişmiş ülkeler biyoyakıt ithalatlarına ticari sınırlandırmalar getirmekte ve Brezilya gibi düşük maliyetle biyoyakıt üreten ülkelerin üretimlerine de bu yolla kısıtlama getirmektedirler. Artan fiyatların etkisiyle fakir gıda ithalatçısı konumundaki ülkeler ciddi problemlerle karşılaşmakta ve merkez bankalarının son dönemde yaşanan finansal kargaşaya karşı çözüm yolları geliştirmedeki kabiliyetleri azaltılmaktadır<sup>58</sup>.

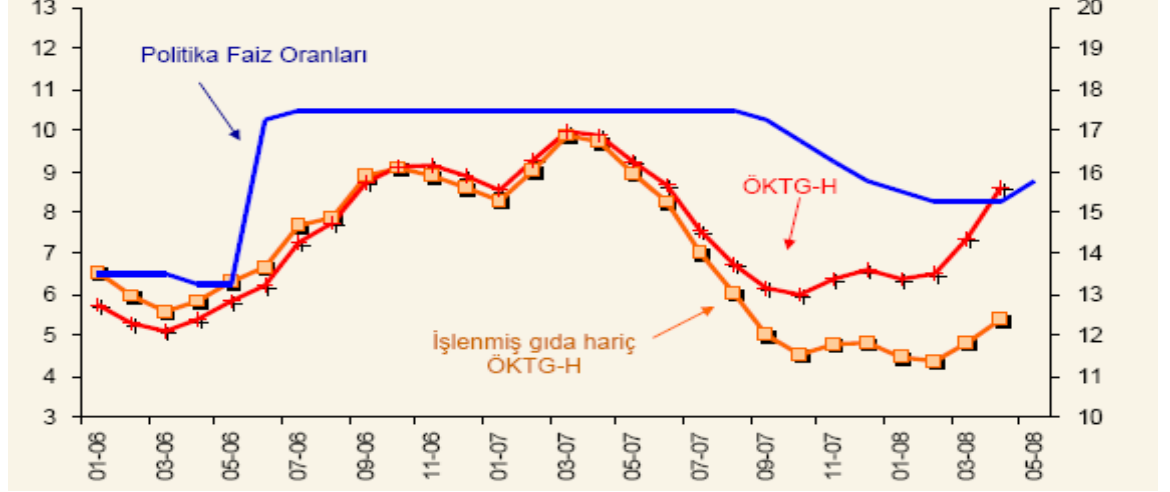
Enflasyonu etkileyen faktörlerden bir diğeri de çekirdek enflasyonun yükselişte oluşudur. Daha önceki fiyat artışlarında ikinci etkiler gözlenmezken bugünkü süreçte bu etkiler de gözlenmekte ve bu durum reel sektörün üretim maliyetlerini de artırıcı etki yapmakta yani diğeri bir değişle maliyet enflasyonuna sebep olmaktadır<sup>59</sup>.

---

<sup>58</sup> IMF, **World Economic and Financial Surveys, Housing and The Business Cycle**, World Economic Outlook, April 2008, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/text.pdf>, 31 Mayıs 2008, p.133.

<sup>59</sup> Özel, “Enflasyon Hedeflemesi İflas Yolunda”, **Para Dergisi**, Sayı: 2008/ 17, s.20.

**Grafik 3.4: Politika Faiz Oranları ve Çekirdek Enflasyon Göstergeleri ( Ocak 2006, Mayıs 2008, % Değişimleri)**

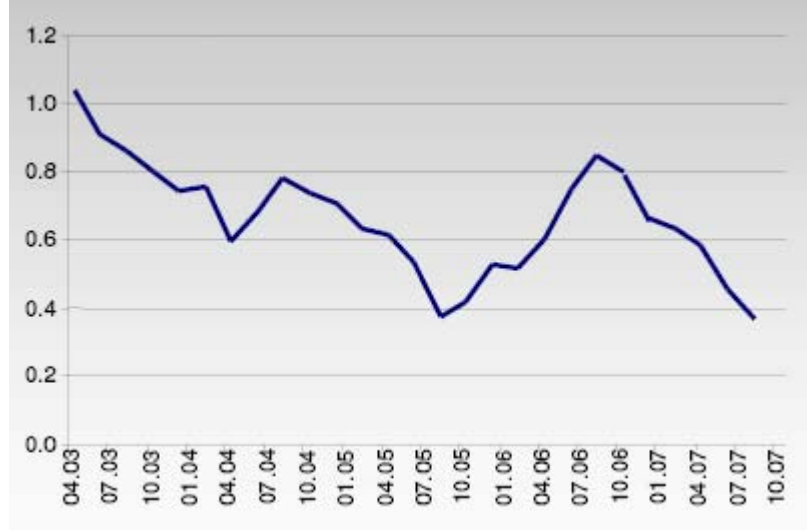


**Kaynak:** Başçı, Dünya’da ve Türkiye’de Enflasyon, s.22.

Grafik 3.4’de temel enflasyon göstergelerinin parasal sıkılaştırmaya olan tepkisi net olarak gözükmemektedir. 2008 yılına kadar enflasyon orta vadeli hedefe yakın bir seyir izlemiştir. Fakat 2008 yılı itibariyle, enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ve altınının dışlandığı ÖKTG-H endeksinin yıllık artış oranı % 8,61 seviyesinden % 9,84’e yükselmiştir. ÖKTG-H endeksinden işlenmiş gıdanın dışlanmasıyla hesaplanan ve yıllık artış oranı % 5,39 seviyelerinden % 6,3’e çıkan ÖKTG-I endeksinde de artışlar, enerji ve gıda fiyatlarının ikincil etkilerine ve döviz kurunun gecikmeli yansımalarına bağlanmaktadır<sup>60</sup>.

<sup>60</sup> TCMB, **Mayıs Ayı Fiyat Gelişmeleri**,4 Haziran 2008, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 6 Haziran 2008, s.1.

**Grafik 3.5: Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi H, (Mevsimsellikten Arındırılmış Aylık Artışın 2 Aylık Hareketli Ortalaması)**



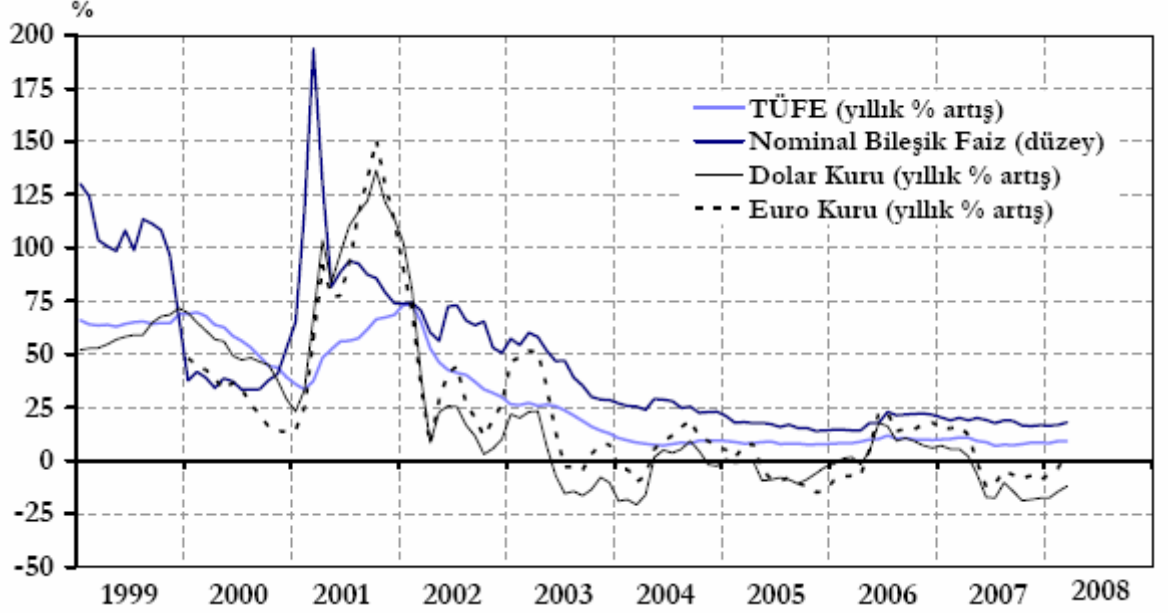
**Kaynak:** Hakan Kara, Türkiye’de Enflasyon ve Para Politikası, **TCMB**, TÜSİAD-KOÇ Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Konferansı, 2 Kasım 2007, (Çevrimiçi) [www. tcmb. gov. tr](http://www.tcmb.gov.tr), 23 Mayıs 2008, s.7.

TÜİK tarafından hesaplanan ve MB’nın analizlerinde sıklıkla kullandığı çekirdek endekslere bakıldığında, bunlardan en çok kullanılan işlenmemiş gıda, tütün, enerji ve altının dışarıda bırakıldığı H endeksi 2007 sonundaki % 8,9 seviyesinden % 6,6’ya gerilediği görülmektedir. 2008 Ocak ayında H endeksi % 6,4 seviyesine gerilerken MB’nın kendi hesaplamasıyla takibine başladığı H endeksinden işlenmiş gıda fiyatlarının da çıkarılmasıyla bulunan yeni endeks artışı % 4,8’den % 4,3’e gerilemiştir. Fakat burada dikkat edilmesi gereken nokta, yeni endeksin toplam TÜFE’nin yaklaşık olarak % 50’sini dışarıda bırakıyor oluşu ve tarihsel olarak ana hedef TÜFE ile bu yeni endeksin ilişkisinin tam olarak bilinmediğidir<sup>61</sup>. Dolayısıyla H endeksinin düşüyor oluşunun altında parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkisinin de olduğu unutulmamalı ve H endeksi enflasyonu değerlendirmede tek ve yeterli gösterge olarak algılanmamalıdır.

Enflasyon oranları ile döviz kurunun yakın ilişkisi ve politika aracı olarak kullanılan faiz oranlarıyla etkileşimi, enflasyonun nedenleri arasında ayrı bir öneme sahiptir.

<sup>61</sup> Deloitte, **Ekonomik Görünüm 2008** ( Yeni Dünya, Yeni Riskler), Mart 2008, s.16.

**Grafik 3.6: Enflasyon, Nominal Faiz ve Kurların Yıllık Yüzde Artışları**



**Kaynak:** TÜSİAD, TÜSİAD Konjonktür Değerlendirme, Sayı 20, Nisan 2008, (Çevrimiçi)www.tusiad.org ,6 Haziran 2008, s.5.

Grafik 3.6'dan takip edilebileceği üzere, nominal bileşik faizler, 2001 Krizinin ardından düşüş gösterse de, 2001'den itibaren TÜFE oranlarının üzerinde gerçekleşmektedir. Ülkedeki siyasi belirsizlikler sonucu, DİBS faiz oranları da yükselmektedir, faiz oranlarındaki yükselişle rant elde eden kesim zenginleşirken, ülke ekonomisi yükselen enflasyon sonucu olumsuz etkilenmektedir. Enflasyonun yüksek oluşunun diğer bir sebebi de Euro / Dolar paritesinin yüksek oluşudur. Yıllık gelişmelere bakıldığında da, 2001 yıl sonundan itibaren, Euro'nun yıllık artış oranının, Dolar kurunun yıllık artış oranından fazla gerçekleştiği görülmektedir. Sonuç olarak Euro'nun Dolar karşısında değerlendirildiği yani Doların küresel ekonomide Euro'ya karşı değer kaybettiğini söylemek mümkündür.

**Tablo 3.4: Gelir- Fiyat, Döviz Kurları ve DİBS Faizlerinin Yıllar İtibariyle Seyri ( 2006-2008)**

	2006 Yıllık	2007 Yıllık	2008-Q1	2008-Q2	2008-Q3	2008-Q4	2008 Yıllık
GSYİH (sabit fiyatlarla)	6,9	4,5	4,5	3,5	3,5	4	3,9
Enflasyon (TÜFE)***	9,7	8,4	8,8	10	11,3	9,9	10
Nominal Döviz Kuru ( YTL / \$)	1,430	1,301	1,197	1,272	1,280	1,290	1,260
Nominal Döviz Kuru*	6,6	-9	-14,8	-4,6	-0,1	8,9	-3,2
Reel Döviz Kuru (2003= 100)**	134,2	160,8	184,6	179,5	179,8	183,1	181,8
Reel Döviz Kuru*	3,1	19,8	27,7	15,4	11,4	0,9	13,1
Nominal Döviz Kuru (YTL /Euro)	1,798	1,778	1,793	1,978	1,948	1,940	1,915
Nominal Döviz Kuru*	7,7	4,4	2,5	10	10,7	12,4	7,7
Reel Döviz Kuru(2003=100)**	121,1	132,7	139,7	130,8	133,7	137,8	139,5
Reel Döviz Kuru*	2,1	9,6	11,7	0	0,5	-2,8	5,2
Euro / Dolar	1,256	1,369	1,498	1,555	1,552	1,504	1,520
Nominal Faiz (bileşik %)	18	18,4	16,6	18,7	18,9	18,2	18,1
Reel Faiz (bileşik %)	7,7	8,8	7,2	7,9	6,9	7,5	7,4

\*Bir önceki yılın aynı dönemine göre yıllık yüzde değişmeyi gösterir.

\*\*Reel döviz kuru endeksindeki düşüş, YTL'nin yabancı para birimleri karşısında değer kaybettiğini göstermektedir. \*\*\*TÜSİAD 2007 yıl sonu enflasyon tahmini % 9,6'dır.

**Kaynak:** A. e. s.25.

TCMB'nın enflasyon hedeflemesinde politika aracı olarak seçtiği kısa vadeli faiz oranları ile döviz kurları arasındaki ilişki çok yönlü olabilmektedir. Örneğin faiz oranlarının artırıldığı bir ekonomide, TL cinsinden varlık fiyatlarında artış meydana gelecek ve döviz talebinde düşüş gözlenecektir. Döviz talebindeki düşüş, yerli paranın değerlenmesine sebep olacaktır. Diğer bir ilişki şekline göre ise, faizlerin artışının piyasalarda olumsuz bir sinyal olarak değerlendirilmesiyle, yerli paraya olan güvende azalma meydana gelir ve ters para ikamesi gerçekleşir. Bir diğer durumda ise, döviz kurunun makroekonomik gelişmelerden bağımsız hareket etme sürecidir

ki, faizlerle olan ilişkinin yönünün tayin edilmesi oldukça güç olmaktadır<sup>62</sup>. Enerji ve gıda fiyatlarındaki artışın beklenilenden uzun sürmesi ve enflasyon bekleyişlerini olumsuz etkilediğinden dolayı, ikincil etkilerin kontrol altına alınmasında yöntem olarak benimseyen Merkez Bankası,15 Mayıs Para Politikası Kurulu'nda 0,5 puanlık faiz artırımına gitmiştir. Faizlerin yüksek tutuluyor oluşundaki diğer bir sebep ise, cari işlemler açığının finansmanında döviz gelirlerinin kontrol altına alınması yatmaktadır.

Türkiye ekonomisinin enflasyonla mücadeledeki başarısına gölge düşmüşken, ülke içindeki siyasi belirsizliklerin de iç borçlanma faiz oranlarını yükselttiği belirtilmiştir. Yaklaşan seçim dönemi öncesi hükümetin bazı düzenlemelere gitmesi de endişe yaratmaktadır. Enflasyonun tekrardan yükseldiği Türkiye'de, popülist uygulamaların tekrarlayacağı endişesi de siyasi belirsizliği artırmaktadır. Seçime birkaç ay kala, yeni düzenlemelere geçilmesi ülkedeki belirsizlikler ne şekilde şekillenecek endişesinin kamuoyunda görülmesine sebep olmuştur. Yakın dönemde yapılacak olan düzenlemeler maddeler halinde özetlenirse<sup>63</sup>;

- Tarım Bakanlığı'ndan yapılan açıklamaya göre, global ısınma dolayısıyla hükümetin, çiftçilerin borçlarını faizsiz olarak ertelemeye gidecek olması,
- Sosyal Güvenlik Kurumu Başkanı, Maliye Bakanı ve Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanı'nın yürürlüğe girmesinde henüz tam onay vermedikleri ve hatta doğru bulmadıkları bir uygulama olan SSK ve Bağ- Kur prim borçlarına ait faizlerin geçici bir maddeyle affedilmiş olması,
- Plan ve Bütçe Komisyonu'ndan geçen Belediye Gelirleri Kanunu, ani bir kararla Genel Kurul aşamasından geri çekilmesi,
- Her ilde bir üniversite kurulması iddiasına göre dokuz yeni üniversitenin kurulmasına onay verilmesi,

<sup>62</sup> Başçı, Merkez Bankaları ve Para Politikaları, s.23.

<sup>63</sup> Nevzat Saygılıoğlu, "Seçimin Ayak Sesleri Mi?..", **Para Dergisi**, Sayı: 2008/ 22, s.20.

- Faiz dışı fazlanın % 3,5 düzeyine çekilmesiyle, düşmekte olan bütçe gelirleri veya artmakta olan bütçe giderlerinin finanse edilmesi için fırsat sağlanacağı ve bütçenin gevşediğine dair görüşlerin yaygınlaşması,
- Demir çelik fiyatlarının artması sonucu, devlete inşaat yapan firmalara fiyat farkı verilmesi gündeme gelmesi,
- Bakanlar tarafından gündeme getirilen bazı önemli kanun tasarılarının sonuca bağlanma süreci uzatılması,
- Muhalefet partilerinin seçim öncesi il gezilerine başlamış olması da, Türkiye ekonomisi içinde bu kadar belirsizlik varken, bunların seçim öncesi hazırlık olduğu konusunda güçlü kanıtlar oluşturmaktadır.

Özellikle bütçeyle ilgili kararlarda, Hükümet'in kendi içinde varsayımlara ve hesaplamalara göre hazırladığı faiz dışı fazla oranını düşürme kararı, enflasyon hedeflemesinin başarılı olamadığı ve enflasyonist beklentilerin hız kazandığı günümüz Türkiye ekonomisinde, kamuoyunun tam olarak bu konu ile ilgili aydınlatılmaması sonucu endişe yaratmaktadır. Burada kamuoyunun, politikaların uygulanma sürecinde, ekonomik göstergelerin alacağı değerlere ilişkin verilere yeterince ulaşamaması sonucu oluşan asimetric bilgiden<sup>64</sup> söz etmek mümkündür.

Türban davası ve AKP Hükümeti'nin kapatma davalarının sürdüğü ülkemizde bozulan siyasi istikrar enflasyon hedeflemesinde Hükümet ve Merkez Bankası'nın koordineli çalışmasının önünü kesmektedir.

Siyasi belirsizliğin yanında, Türkiye'de enflasyonla mücadelenin ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin en büyük engeli kamu maliyesindeki baskınlık ve mali piyasalarda yeterli derinliğin oluşmamasıdır. Türkiye'deki enflasyon hedeflerinin başarısı takibinde kamu maliyesi 2007 yılı itibariyle ele alındığında, IMF tanımlı faiz dışı fazla hedefinin tutturulamadığı fakat AB Maastricht kriterlerine uygun bütçe dengesi ve borç stoku hedeflerinin yakalandığını söylemek mümkündür. Bütçe rakamlarında hedeflerin yakalanması başarı olarak değerlendirilirse, bu başarının

---

<sup>64</sup> Özcan Karahan, "Asimetric Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği", **Celal Bayar Üniversitesi İ. İ. B. F. Yönetim ve Ekonomi**, C: 13, S: 2, 2006, s.153.

altında yatan neden, 2007 yılında milli gelir hesaplama yönteminin AB standartlarına göre revize edilmesidir. 2007 sonu bütçe açığının eski hesaplara göre milli gelire olan oranı % 2,5 olması beklenirken, yeni rakamlarla bu oranın % 1,6 olarak gerçekleşmiştir. IMF tanımlı faiz dışı fazla yeni milli gelir hesaplamasıyla beklenen orandan daha düşük olarak (%3,5) gerçekleşse de hedefin tutturulamadığı görülmektedir<sup>65</sup>.

Hükümetin, faiz dışı fazla hedefini aşağıya çekerek, 2007 yılının gerçekleşme oranı olan % 3,5 seviyesine getirmesinin ardında, kamu harcamalarındaki gerçekleşecek artışların yeni milli gelir hesapları içinde tutturulabilecek bir oran olarak hesaplanmış olması ihtimaller arasındadır.

Burada unutulmaması gereken bir nokta da, para ve maliye politikalarının enflasyon hedeflemesinde tutarlı hareket etmeleri gerektiğidir. Maastricht Anlaşması'na göre, Avrupa Merkez Bankası'nın ve birçok bankanın öncelikli hedefi fiyat istikrarının sağlanmasıdır<sup>66</sup>. Enflasyon oranlarında sapmaların meydana geldiği ve fiyat istikrarı hedefinin gerçekleştirilemediği bir ortamda, hesaplamalarda yenilikler de yapılsa, ekonomik başarıdan söz etmek oldukça zordur.

Türkiye ekonomisinde gözlenen bir diğer gelişme de, YTL'nin istikrarlı bir şekilde değer kaybediyor oluşudur. Yurtdışında likidite sıkışıklığı yaşandığı için, yurtiçinde de bankalar ihtiyatlı davranmakta ve bunun sonucunda ülkeye döviz girişinde yavaşlama yaşanmaktadır. 2007 yılının ilk iki ayında 6,2 milyar dolarlık cari açık, 12,1 milyar dolarlık yabancı sermaye girişi ile finanse edilmişken, 2008 yılının aynı döneminde 7,8 milyar dolarlık cari açığa karşılık 8,4 milyar dolar yabancı sermaye girişi olmuştur. Gelen yabancı sermaye spekülasyon amaçlı değil, reel sektörün dış ticaret finansmanı olarak yurtdışından borçlanmasıdır<sup>67</sup>. Tablo 3.5'den takip edildiğinde, doğrudan yatırımlar kaleminde de düşüş görülse de, spekülasyon amaçlı gelen sermaye de eksilere varan azalma görülmektedir

---

<sup>65</sup> TÜSİAD, a. g. e. , s.5.

<sup>66</sup> Mishkin, Inflation Framework, p.1.

<sup>67</sup> Saruhan Özel, "Enflasyon Hedeflemesi İflas Yolunda", s.21.

**Tablo 3.5: Ödemeler Dengesi (Milyar ABD Doları)**

	2004	2005	2006	2007	2008 Mart
<b>CARİ İŞLEMLER HESABI</b>	-14,4	-22,1	-31,9	-37,6	-40,4
Dış Ticaret Dengesi	-22,7	-33	-40,9	-47,7	-49,9
Toplam Mal İhracatı	68,5	78,4	93,6	115,3	125,5
Toplam Mal İthalatı	-91,3	-111,4	-134,6	-162,0	-175,4
Karşılaştırma Oranı (%)	75,1	70,4	69,6	71,2	71,6
Hizmetler Dengesi	12,8	15,3	13,8	13,9	14,0
Gelir Dengesi	-5,6	-5,9	-6,7	-6,9	-6,9
Cari Transferler	1,1	1,5	1,9	2,2	2,4
<b>SERMAYE ve FİNANS HESABI</b>	13,4	20,3	32,1	36,5	40,4
Doğrudan Yatırımlar	2,0	9,0	19	19,9	15,8
Portföy Yatırımları	8,0	13,4	7,4	0,7	-5,10
Diğer Yatırımlar	4,2	15,8	11,8	23,9	31,30
Rezerv Varlıklar	-0,8	-17,8	-6,1	-8,0	-1,70
<b>NET HATA ve NOKSAN</b>	1,0	1,8	-0,2	1,1	0,00

**Kaynak:** TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, (Çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr ,15 Haziran 2008, s.19.

### **3.4.2. Gelecek Dönem Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Görünümü**

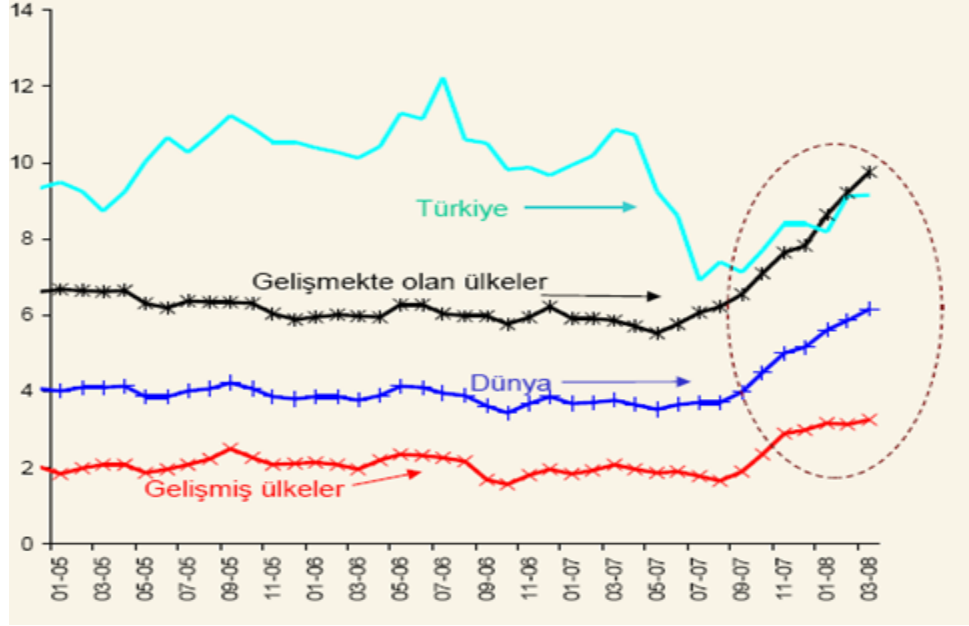
Ekonomideki büyümenin yavaşladığı, verimliliğin düştüğü ve enflasyonun arttığı bir ortamda, enflasyon hedeflemesinin tutmayacağını ilan eden TCMB kredibilite kaybına uğramışken, bu aşamada ne yapabilir tartışması 2008 yılının en önemli sorunu haline gelmiştir. Buradan da anlaşılmaktadır ki, Türkiye’de enflasyonla mücadele döneminin bittiği yönünde görüşler yaygınken, enflasyon tekrar eski önemine kavuşmuştur.

1989 yılında sermaye hareketlerinde serbestlik tanınmasıyla dışa açık bir ülke haline gelen Türkiye’yi, dünyadaki ekonomik gelişmelerden ayrı düşünmek ve ülke ekonomisindeki enflasyonist sürecin dünya ekonomisindeki durgunluk ve artan enflasyon oranlarından bağımsız değerlendirmek doğru olmayacaktır.

Dünya konjonktüründe bakıldığında da ekonomik tablonun çok da iyi olmadığı görülmektedir. ABD kaynaklı likidite krizinin gelişmiş ülkeleri mali krizlerle karşı karşıya bırakma riskinin yanında, global ısınmayla beraber sorun haline gelen gıda fiyatları özellikle yoksul olan ülkelerde yaşamı ciddi anlamda tehdit eder hale gelmiştir. Petrol fiyatlarındaki artışın da devam etmesi, üretimi azaltırken, fiyatları

artan gıda ürünlerinin ulaşım maliyetlerini de artıracaktır. Dünya genelinde enflasyonda artışın seyri grafik 3.7’den takip edilebilmektedir.

**Grafik 3.7: Dünyada Enflasyon Gelişmeleri (Ocak 2005- Mart 2008 Tarih Aralığında, TÜFE’nin Yüzde Değişimleri)**



**Kaynak:** Başçı, Dünya’da ve Türkiye’de Enflasyon, s.6.

2001 yılında dünya genelinde global resesyon endişesi yaygınken, 2002 yılından itibaren ABD ekonomisini gayrimenkul ve ipotek kredisi sistemini geliştirince, yeni global ekonomik düzen kurulmuştur. Fakat 2008 itibariyle yaşanan ABD’deki gayrimenkul ve ipotek kredisi krizinin büyüyerek bankacılık sistemine de yayılan güven krizine dönüşmesi, ABD ekonomisine bağlı diğer global ekonomilerin de resesyona girebileceği endişesi yaratmıştır. Bu durumda 2001 yılında gelişmiş ülkelerin global resesyon karşısında “ortak bir çözüm planına” yöneldikleri gibi bugün aynı senaryo tekrarlanmakta ve yeni global düzen yarattığı dengesizliklere yenik düşme aşamasında olup olmadığı özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından endişeyle izlenmektedir. 2001 yılında merkez bankaları ortak hareket planı çerçevesinde faiz indirimine gidip, kredi talebini canlandırarak kredilendirme mekanizmasının çalışmasını sağlamışlardır. Bugün yaşanan likidite krizinde bunu yapabilmek çok zordur çünkü global anlamda enflasyonda yükselişler mevcuttur. Bu

sebeple merkez bankalarının 2007 yıl sonunda ortak hareketleri likiditeyi artırmak ve bunun için çeşitli imkanlar yaratmak olarak tanımlanabilir<sup>68</sup>.

Global anlamda enflasyonda yükselişler yaşanırken, ABD'nin içinde bulunduğu ekonomik durum da aciliyetini ve önemini devam ettirmektedir. ABD ekonomisi, 2007 yılının üçüncü çeyreğindeki % 4,9 oranının büyümesinin ardından, yılın son çeyreğinde önemli ölçüde bir yavaşlama göstererek büyüme düzeyi % 0,6'a kadar düşmüştür. 2008 yılı için ABD'nin büyüme beklentileri aşağıya çekilerek, yaklaşık % 0,5 oranında gerçekleşmesi beklenmektedir. Bütün dünya ekonomisini etkileyen Büyük Buhan'dan sonra ABD'de yaşanan en derin finansal kriz olarak nitelendirilen bu gelişmelerin sonucunda ABD ekonomisinin, para ve maliye politikasındaki düzenlenmelerle alınan tedbirlere rağmen, hafif bir resesyon içinde olduğu baştan kabul edilmese de artık tüm kuruluşlarca ifade edilir hale gelmiştir<sup>69</sup>. Finansal kriz ve resesyon beklentilerin arttığı ve dünya ekonominin bütün bu gelişmelerden ne şekilde etkileneceğine dair belirsizlik hakimken, iyimser ve kötümser tablolar da günümüzde çok tartışılmaktadır.

ABD ekonomisinin içinde bulunduğu likidite sıkıntısının global bir krize dönüşme ihtimali yüksek olarak gözükse de, bu ihtimalin azaltan bazı sebepler de mevcuttur. Bu unsurlardan ilki, ABD ekonomisinde para ve maliye politikalarını hazırlayan ve uygulayıcıların, krize ABD ekonomik tarihinde az görülen bir hızda tepki vermeleridir. ABD Merkez Bankası dört ay gibi kısa bir sürede faiz oranlarını kümülatif olarak 2.25 puan gibi ciddi bir oranda düşürmüş, likidite sağlanması amacıyla iskonto penceresindeki faizleri de 2.75 puan indirmiştir. Ekonomik büyümede azalma devam ettiği sürece, enflasyondaki artış riskine rağmen, faiz indirimlerinin devamının geleceğine dair beklenti oluşmaktadır. Global resesyonu yavaşlatacağı düşünülen ikinci unsur, gelişmekte olan ekonomiler ile alakalı olan ayrışma tezine dayanmaktadır. Burada ABD ve gelişmiş ülke ekonomileri yavaşlamaya geçse de, IMF'in raporlarına bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelerin 2008 yılında % 6.9 oranında büyüyeceği ve içlerinde özellikle Çin ekonomisinin %

---

<sup>68</sup>Saruhan Özel, **Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne kadar Sürdürülebilir, Nasıl Sonuçlanabilir**, 1. bs. , Alfa Yayınları, Mart 2008, s.181-182.

<sup>69</sup> BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Aralık 2007, (Çevrimiçi) www. bddk. org. tr,10 Haziran 2008, s.2.

10 seviyelerinde büyüme gerçekleştireceği tahmin edilmektedir. Global piyasalarda borsalarda ciddi kayıplar yaşanırken, gelişmekte olan ülkelerde baskının nispeten daha az olduğu da söylenebilir. İyimser tablonun oluşmasında son unsur olarak, uluslar arası para sisteminde Asya ve petrol ihracatçısı birçok ülkenin kamu sektörleri tarafından oluşturulan servet fonlarıdır. (Sovereign wealth funds) Yönettikleri rezerv miktarları 3 trilyon dolara yaklaşan bu fonlar, büyük firmalara sermaye enjeksiyonları yoluyla ya da ABD Hazine tahvillerine devam eden talep, private equity gibi fonlara katılım yoluyla, gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında varlıklarını hissettirmeye başlamışlardır. Bu şekilde Asya ülkeleri ve petrol ihracatçısı konumundaki ülkeler, kaynak ihtiyacı içindeki ülkelere sermaye transferinde bulunacaklardır<sup>70</sup>. Bu sebeplerin bütününe oluşturduğu ekonomik ortama iyimser tablo olarak değerlendirmek mümkündür.

ABD ekonomisinin yavaşlamasına rağmen resesyona girmeden, birkaç senenin içinde tekrardan % 3'lük büyüme hızına kavuşacağını düşünen iyimserlerin görüşlerine göre, ülke içindeki tüketim yavaşlasa bile hane halkları işlerini kaybetmedikleri sürece, istihdam ve gelir koşulları kötüleşmedikçe, faiz indirimleri sonucu değer kaybeden dolar ihracatı destekleyecektir ve ekonomi resesyondan kurtulacaktır. Kurtulmasa bile global ekonomiyi kriz ortamına sürüklemeyecektir görüşünün tam tersi görüşe sahip olanlara göre, istihdam azalmadığı ve hatta gelirler artmaya devam ettiği süre içinde bile ekonomi resesyona girebilmektedir. ABD'nin sanayi üretimi ekonomisinin % 14'üne kadar gerilediği ve bu durumda ABD'nin tüketimi eskisi kadar yüksek olamayacağı ve dünyanın geri kalan kısmının ABD'nin ihracatına bağlı olmasından dolayı, gelişmekte olan ülkelerin de ABD tüketimine yetişemeyecekleri bu kötümser tabloda açıkça belirtilmiştir<sup>71</sup>.

Dünyadaki gelişmelere bakıldığında, ABD'nin en önemli ülke olarak karşımıza çıktığını ve dünya ekonomisinin geleceği adeta ABD ekonomisinin geleceğine bağlandığı, bu konuda da iyimser ve kötümser tabloların çizildiği ortamda ayrışma tartışmaları da gündeme gelmektedir. Diğer bir anlatımla, gelişmekte olan ülkeler ve

---

<sup>70</sup> Deloitte, a. g. e. , s.6-8.

<sup>71</sup> Özel, **Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne kadar Sürdürülebilir, Nasıl Sonuçlanabilir**, s.183-184.

ABD ekonomisi arasındaki ayrışma tartışmasının temelinde, gelişmiş ekonomilerin, diğer küçük ve dışa açık ekonomiler ile geliştirmekte olan ülkelerle ekonomik ve finansal ilişkileri çerçevesinde ekonomik faaliyetlerinin ortak bir eğilim içinde olup olmadığı hususu yer almaktadır. Ayrışmanın varlığından söz edebilmek için ayrıştırmayı oluşturan blokların belirlenmesi gereklidir ve günümüzdeki tartışmalarda da ABD ekonomisinin tek başına blok olduğu düşünülmektedir. Ayrışmanın tarafları olan blokların birbirleriyle ticari ve finansal kanallarla direkt ya da dolaylı olarak bağlı olması gerekliliği düşünüldüğünde, globalleşmesinin yer aldığı bir dünya ekonomisinde ayrışmanın olmayacağı düşüncesi hakim gelmektedir. Fakat dikkat edilmesi gereken diğer bir ekonomik gelişme ise, 2002 yılından itibaren artan küresel likiditeden en fazla geliştirmekte olan ülkelerin etkilendiğidir. Başlangıçta ayrışmanın olmadığı yönünde sinyal olarak değerlendirilebilen bu düşünce, tersi durumda yani küresel finansal akımlardaki olumsuzluktan ve bir yavaşlamadan en çok etkilenen yine geliştirmekte olan ekonomilerdir. Söz konusu geliştirmekte olan ülke ekonomileri için ayrışma ancak finansal akımlarla olası görülmektedir<sup>72</sup>.

---

<sup>72</sup> BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, s.10-11.



kalitesinde de hızla artış olmaktadır<sup>73</sup>. Buradan, dünya ekonomisinde gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon alanında da ayrışma olabileceği düşüncesi doğmaktadır. Ayrışma tartışmasına destek verecek bir gelişme, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin uyguladıkları faiz oranlarındaki değişimlerin son bir yıl içerisinde izlenmesiyle bile görülebilmektedir. Grafik 3.9'dan takip edildiği üzere, gelişmiş ülkelerin uyguladıkları para politikalarında faiz indirimleri görülürken, gelişmekte olan ülkelerde en başta büyümenin sürdürülebilirliği ve cari açıkların finansmanının sağlanması adına yabancı sermaye ihtiyaçları dolayısıyla faiz oranları yüksek seyretmektedir. Gelişmiş ülkelerin faiz indirimine gitmelerindeki diğer bir neden, global enflasyonun artmış olması ve gelişmiş ülkelerde yaşamaya başlanan mali sıkıntı sebebiyle faizlerin artırılmasının kolay olmamasıdır. Günümüzde birçok gelişmekte olan ülke, iç talebe bağlı olarak yüksek enflasyon oranları, kredilerdeki hızlı artış, gıda ve enerji fiyatlarındaki istenmeyen artışla mücadele ederken, parasal sıkılaştırmaya gitmektedir. Şili, Çin, Kolombiya, Meksika, Güney Afrika, Peru, Polonya'da Ekim 2007'den itibaren faiz oranlarını artırmaktadır. Daha önceden sıkı para politikası uygulamasına geçen Türkiye ve Filipinler'in IMF'e göre ekonomik durumu, son dönemde para politikasında gevşeme görüldüğü şeklindedir<sup>74</sup>.

Burada dikkat edilmesi gereken diğer bir durum da, ABD mortgage piyasasında yaşanan sıkıntıda, Amerikan Merkez Bankası'nın, finansal piyasaları desteklemek için piyasaya yeni enstrümanlar sürerek, likiditeyi artırmayı amaçlarken, faiz oranlarını büyük ölçüde indirmesidir. Bu politika ile FED'in, dünyanın geri kalanına enflasyon ihracına sebep olması beklenmektedir. İngiltere Merkez Bankası, FED'in para politikasını takip ederek, genişlemeci para politikasını uygularken, Avrupa ve Japonya Merkez Bankaları daha temkinli davranmaktadır<sup>75</sup>. Euro Alanı'ndaki ekonomik gelişmeler takip edildiğinde, ekonomideki yavaşlamanın ABD ekonomisindeki kadar keskin olmadığı görülse de uluslar arası kuruluşlar 2008 yıl

---

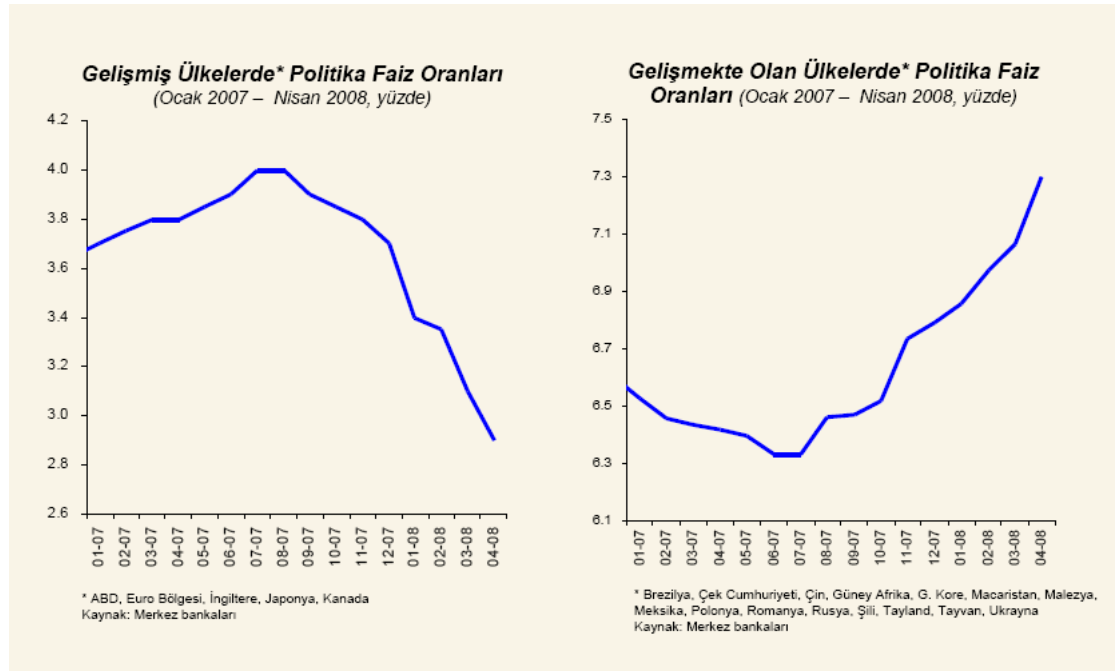
<sup>73</sup> Mehmet Yörükoğlu, "Economic Convergence and Decoupling In Monetary Policy", **TCMB Current Issues in Economic Governance**, 3 April 2008, Bilkent- Ankara, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 4 Haziran 2008, p.7.

<sup>74</sup> IMF, "World Economic and Financial Surveys, Housing and The Business Cycle", **World Economic Outlook**, April 2008, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/text.pdf>, 31 Mayıs 2008, p.23.

<sup>75</sup> TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, s.4.

sonunda Euro alanı büyümesinin uzun dönem ortalamasının altında gerçekleşeceği yönünde tahminde bulunmaktadır. Bu nedenle Euro Alanı'nda bir önceki döneme kıyasla büyüme tahminleri aşağı yönlü, enflasyon tahminleri ise yukarı yönlü olacak şekilde revize edilmiştir<sup>76</sup>. Ancak Ocak 2008 döneminde sanayi üretim endeksindeki % 0,9 oranındaki artış olumlu değerlendirilmekte, ekonomik aktivitedeki canlılığın global ekonomideki eğilimler neticesinde göreceli yavaşlama sürecine girse de, devam edeceği beklenmektedir<sup>77</sup>. Euro Bölgesi diğer ekonomilere göre ayrıca farklılık arz etmektedir çünkü, üye ülkelerdeki ekonomik büyüme performansları ve enflasyon oranlarında farklılıklar mevcut olduğundan, ortak para politikasının yönetiminde güçlükler oluşmaktadır<sup>78</sup>.

**Grafik 3.9: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Faiz Oranları ( Ocak 2007- Nisan 2008)**



**Kaynak:** Başçı, Dünya'da ve Türkiye'de Enflasyon, s.10.

Enflasyon oranları ile büyüme oranlarının ters yönlü bir ilişki içinde olduğu ve yüksek enflasyonun büyümenin önünde engel teşkil ettiği Grafik 3.10'dan da takip

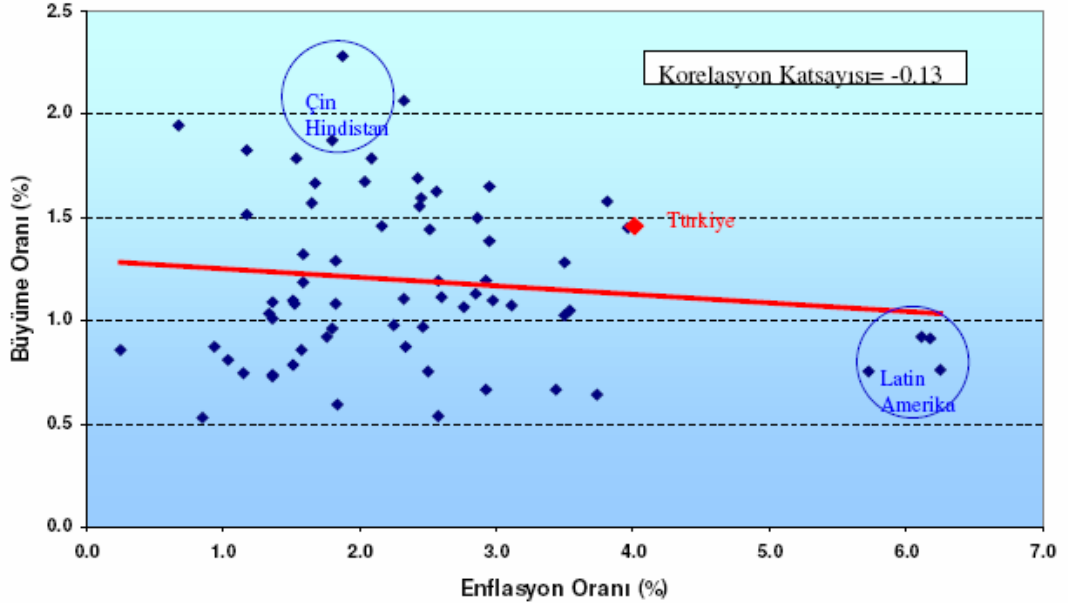
<sup>76</sup> TCMB, **Enflasyon Raporu II**, s.81.

<sup>77</sup> BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Aralık 2007, s.5.

<sup>78</sup> TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, s.4.

edilmektedir. Enflasyon oranlarının düşük olduğu ülkelerin büyüme oranları yükselmekte, buna karşın enflasyon oranlarının yüksek olduğu özellikle Latin Amerika ülkelerinde büyüme oranları nispeten düşük kalmaktadır. Gelişmiş ülkelerde para politikaları büyüme üzerinde odaklanırken, gelişmekte olan ülkeler enflasyon hedeflerine odaklanmaktadır. Ayrışma teorisinin geçerli olmasını kuvvetlendiren diğer bir gelişmede para politikalarının odaklandıkları hedefler olarak karşımıza çıkmaktadır.

**Grafik 3.10: Enflasyon ve Büyüme Oranları ( 1980-2006 Yılları Arasında 67 Ülke)**



**Kaynak:** Gülbin Şahinbeyoğlu, Enflasyon- Büyüme İlişkisi, Türkiye Ekonomisi Büyüme Dinamikleri Semineri, TCMB, 3 Haziran 2008, (Çevrimiçi) www. tcmb. gov. tr, 7 Haziran 2008, s.2.

Global ekonomide petrol ve gıda fiyatlarındaki artış dolayısıyla, enflasyondaki artışın büyümeyi negatif yönde etkileyeceği endişesi dünya ekonomisinin gündemindeyken, Nobel ödüllü Spence ve ekibinin iki sene üzerinde çalışıp Mayıs 2008 ayında yayımladıkları raporda ılımlı enflasyon oranını sürdüren ve büyümelerini en az 25 sene ortalama % 7 oranında gerçekleştiren 13 başarılı ülke ekonomisi belirlenmiştir. Başarılı ekonomi seçilen, Botswana, Brezilya, Çin, Hong Kong, Endonezya, Japonya, Güney Kore, Malezya, Malta, Oman, Singapur, Tayvan

ve Tayland ekonomilerine çeşitli eleştiriler gelmiştir. Büyüme kuramının öncü lideri olan Paul Romer'ın hatırlattığı üzere, Japonya bu kadar hızlı bir şekilde büyüdüğünde, yorumcuların çoğu bunun savaş sonrası iyileşmesine dayalı özel bir durum olduğunu iddia etmiştir. Tıpkı Asya kaplanları olarak tabir edilen, Hong Kong (Çin), Tayvan, Singapur ve Kore'in büyüme oranları da aynı hızda gerçekleşince, bu duruma şüpheyle yaklaşan çoğu iktisatçının, bu durumun ancak ülkelerin bu kadar küçük olduğunda gerçekleşebileceğini söyledikleri gibi, Çin ekonomisi de bütün bu ekonomilerin üstünde büyüme hızı yakalayınca da, birçok kişinin, Çin'in çok büyük bir ülke olmasının avantajı olduğunu öne sürenler olmuştur. Bu raporda Asya ekonomileri baskın gibi görünse de, dünyanın gelişmekte olan bütün bölgelerinden örnekler alınmıştır. Örneğin, Botswana, Brezilya, Endonezya, Malezya, Oman ve Tayland gibi doğal kaynaklar açısından zengin olan ülkeler olduğu gibi doğal kaynaklar açısından zengin olmayan, hatta nüfusları bakımından da oldukça farklı ülke örnekleri yer almaktadır. Buradan varılmak istenen sonuç, birbirlerinden oldukça farklı özelliklere sahip olan bu mucize ekonomilerin nasıl bu denli büyümeyi başardıklarıdır. Bütün bu ekonomilerin ortak olarak uyguladıkları beş politika olduğu sonucuna varılmıştır. Bunlar<sup>79</sup>;

- Bu ülkeler kendileri dışındaki dünya ekonomisini sömürmüşler,
- Kendi ülkelerinde makro ekonomik istikrarı sağlamışlar, ılımlı enflasyon ve sürdürülebilir kamu borçlarıyla ekonomik dengeyi sağlamışlar,
- Gelecek döneme yönelik yüksek tasarruf ve yatırımlarda bulunmuşlar,
- Hükümetlerinin kredibilitesi yüksek ve yönetimde etkin bir yapıya kavuşmuş,
- Sonuncusu ve belki en önemlisi ise, bilgiyi ülkelerinin dışından ithal edip, global ekonominin ihtiyaçlarını ihraç eder konumda olmayı başarmışlardır.

---

<sup>79</sup> Commission on Growth and Development, *a. g. e.* , pp.19-22.

Başarılı olan bütün bu ülke ekonomilerinin uyguladıkları politikalar sonucu alınacak dersler belki bütün ülkelerce ezbere bilinmesine rağmen, o dönemin şartlarına göre enflasyon ve işsizlik arasında bir geçişin olmadığı ve ılımlı enflasyon oranında büyümenin istikrarlı bir şekilde sağlanabilirliğin bir göstergesi olması bakımından oldukça önemlidir.

Dünya ekonomisindeki bütün bu gelişmeler incelendikten sonra, Türkiye ekonomisinin geleceği ve özellikle enflasyondaki gelişmelerin ne yönde olabileceğinin öngörülebilmesi adına, ayrışma tartışmalarını Türkiye açısından da değerlendirmek gerekmektedir.

Büyüme performansı bakımından Türkiye ekonomisi ile ABD ekonomisi ve Euro Alanı karşılaştırılması yapıldığında, beklenen bir seviyede paralellik göstermedikleri görülmektedir. Fakat burada Türkiye ekonomisinin son 20-30 senelik bir dönemde büyüme performansını kendi iç piyasalarından kaynaklanan dengesizlikler ve aksaklıklar kadar dış alem gelişmelerinin de etkilediği göz ardı edilmemelidir. Türkiye ekonomisinin dışa açıldığı günden itibaren, küresel piyasalarla bütünleşmesi giderek artmıştır. Bu sebeple, gelişmiş ülke ekonomilerinde yaşanan durgunluktan, dolaylı ya da dolaysız kanallar yoluyla Türkiye ekonomisi de etkilenecektir. Buna rağmen, Türkiye ekonomisinin kendi özellikleri sayesinde, küresel anlamda likidite sıkışıklığının olmadığı ortamlarda, yabancı sermayeyi çekmeye devam etmesiyle yaşanabilecek olası olumsuzlukların etkilerinin sınırlı seviyede kalacağı da görüşler arasındadır<sup>80</sup>.

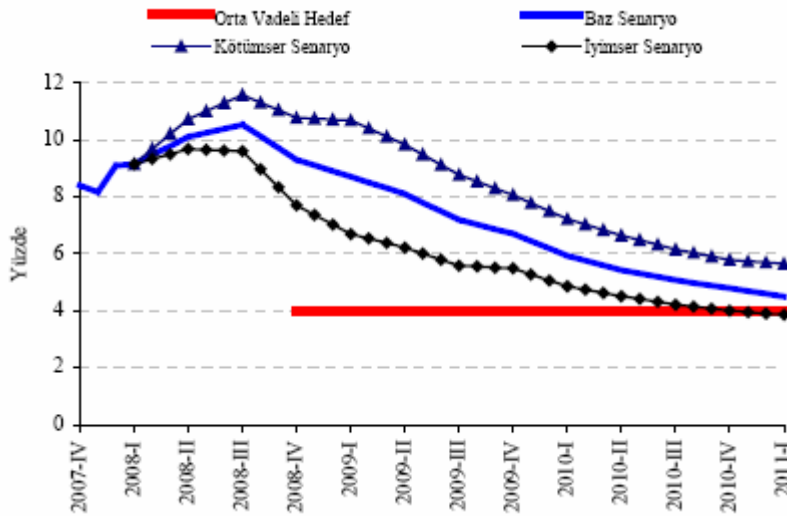
TCMB'nın yayımladığı Enflasyon Raporu'nda enflasyon hedeflemesinin 2008 yılı içinde de hedeflerin üzerinde gerçekleşeceğini ve tahmini olarak yaklaşık % 9,3 seviyesinde olabileceğini açıklamıştır. 2008 yılında hedefler tutmadığı halde enflasyon hedeflemesine halen devam edilmekte ve Türkiye ekonomisini enflasyonist bir süreç mi beklemektedir sorusuna cevap bulabilmek için, TCMB'nın tahmin ettiği şekilde iyimser ve kötümser senaryolar değerlendirmelidir.

---

<sup>80</sup> BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, s.12.

Kötümser senaryo incelendiğinde, gıda fiyat enflasyonunun 2008 yılı için % 17, 2009 yılı için % 11 ve 2010 yılında % 10 olarak, petrol fiyatlarının 2009 yılı sonunda 150 ABD dolarına çıkacağı varsayılmakta ve bu senaryoda kısa vadeli faiz oranlarının 2008 yıl sonuna kadar kademeli olarak artırıldığı tahminiyle enflasyonun 2009 yılı sonuna kadar % 8,1, 2010 yıl sonuna ise % 5.8 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Bir diğer senaryo olan iyimser varsayımlarla, gıda fiyat enflasyonu 2008, 2009, 2010 yıllarında sırayla % 9, % 5 ve % 4 olarak gerçekleşebileceği, petrol fiyatlarının ise 2009 yıl sonunda 85 ABD dolarına düşeceği varsayılmakta ve kısa vadeli faiz oranlarındaki artışın önümüzdeki aylarda sınırlı bir düzeyde kalacağı ve 2008 sonunda kademeli olarak indirileceği tahminiyle, enflasyonun 2009 yıl sonunda % 5,5 civarında ve 2010 yılında ise nihayet 2008'in hedeflenen oranı % 4 olarak gerçekleşmesi beklendiği açıklanmaktadır<sup>81</sup>.

**Grafik 3.11: İyimser ve Kötümser Senaryo Çerçevesinde Enflasyon Tahminleri**



**Kaynak:** TCMB, **Enflasyon Raporu II**, s.88.

İyimser ve kötümser senaryolara göre enflasyon hedefindeki tahminler Nisan ayı Raporu'nda bu şekildeyken, TCMB'nin enflasyon hedeflemesinin önkoşullarından şeffaflık ilkesi gereğince, hedeflerden sapma meydana geldiğinde hükümete gönderdiği açık mektupta, Haziran ayı itibariyle, enflasyon tahminleri revize

<sup>81</sup> TCMB, **Enflasyon Raporu II**, s.83-84.

edilmiştir. Enflasyon hedeflemesinde istenilen başarıyı elde edemeyen TCMB'si, kredibilitasını kaybetme korkusundan hedefleri revize etmeyeceğini açıklarken, hedeflerin revize edilmemesi durumundaki maliyet hesaplamasından sonra bu karara vardığı açıktır.

Merkez Bankası tarafından hükümete gönderilen mektupta, enflasyon hedefinin nominal çıpa görevini yerine getiremediği belirtilmiş ve 2009 yılı için enflasyon oranı % 7,5, 2010 yılı için % 6,5 ve 2011 yılı için ise % 5,5 olarak belirlenmiştir<sup>82</sup>. Dikkat etmek gerekir ki, Merkez Bankası'nın hükümete önerdiği enflasyon oranları, 2009 yılı için % 7,5 olarak belirlenirken, bu oran iyimser tablodaki hedeften yüksek iken, kötümser tablodaki rakamdan daha düşük gerçekleşeceği yorumunu getirmektedir. 2010 yılı için belirlenen enflasyon oranının ise, iyimser ve kötümser senaryodaki hedeflerden çok daha yüksek olarak gerçekleşmesinin beklendiği görülmektedir. Bu durumda Merkez Bankası'nın 2010 yılındaki ekonomideki olası değişimleri değerlendirdiğinde, zorlu bir yıl olabileceğini ve enflasyonun daha önceden belirlenen % 4 hedefine 2010 ve 2011'de de ulaşamayacağı beklentisinin hakim olduğu görülmektedir. Hükümetin ve kamuoyunun bilgilendirilmesi ve geleceğe yönelik kararların daha şeffaf bir ortamda alınması amacıyla hazırlanan bu mektupta, önemli olan diğer bir husus da, Merkez Bankası'nın hedeften sapma yaşanması durumunda asimetrik bir yaklaşım sergileyeceğini açıklamasıdır. Bu açıklamaya göre, gerçekleşen enflasyon oranı hedeflerin altında kalırsa, Merkez Bankası herhangi bir müdahalede bulunmayacak fakat hedeflenen oranın aşılması durumunda, aynı hoşgörü gösterilmeyecek ve sapmanın makul bir düzeye çekilmesi için müdahalede bulunulacaktır. Ersel'in de belirttiği üzere, hoşgörü üst sınırı belirlenmesi yerine asimetrik hoşgörü aralıklarından bahsedilseydi, enflasyon hedeflemesi politikası esasına göre hedef kavramının benimsendiği söylenebilirdi. Bu durumda MB'nin enflasyon hedeflemesi konusunda para politikasının etkin

---

<sup>82</sup> TCMB, "2008-24 Sayılı Hükümete Gönderilen Açık Mektup", Ankara, 3 Haziran 2008, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 6 Haziran 2008.

olmadığı dışsal şokların olduğu ortamlarda, geleceğe yönelik hedefleme yapılması mantığına göre hareket etmediği ya da edemediği sonucuna varılabilmektedir<sup>83</sup>.

Para politikasını uygulamakla sorumlu MB'nın faiz artırımına gitmesi gerekebilir fakat enflasyon hedeflemesi konusunun hükümetin öncelikleri arasında olduğunu piyasalara göstermesi gerekmektedir. Hem uygulanan para politikasına olan itibarın artması hem de güvenilirliğin korunabilmesi için, hükümet sıkı maliye politikası uygulamalıdır. Enflasyon hedeflemesi uygulaması, fiyat istikrarının korunması temel amacını yerine getirmek için enflasyonla mücadele etkin bir araç olabilir ama tek başına yeterli değildir. Maliye politikasının da para politikasının etkinliğini artıracak şekilde düzenlenmesi gerekmektedir.

Türkiye 1989 yılından itibaren, sermaye hareketlerine serbestlik tanınmasıyla beraber, dışa açık bir ekonomi olmuştur. Dışa açıklık, ülkeye sermaye girişlerinde kısıt olmaması, dış ticaret fazlası gerçekleşmesi döviz rezervlerinin kuvvetli olması gibi olumlu getirilerinin yanında, ekonomiyi dışarıdan gelebilecek her türlü olumlu olumsuz etkiye de açık hale getirmektedir. Bugün ülkede hedeflenen enflasyonun tutturulamamasının nedenleri hükümetin uyguladığı politikaların para politikası ile uyumlu olmaması ile dışsal faktörlerin etkisinden kaynaklanmaktadır. Kelebek etkisi olarak nitelendirilebilen bu durumda, global anlamda yaşanan likidite krizi, global petrol ve gıda fiyatlarında artış meydana gelmesi, bu durumda gelişmiş ülkelerin faiz artırımına gitmemesi gibi bütün bu gelişmeler, ülke ekonomimizi olumsuz etkilemektedir. Dışsal şoklar olarak değerlendiren bu etkiler, Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesi uygulamasında hareket alanını daraltmaktadır çünkü bu şoklara karşı müdahale etme yetisi sınırlıdır. Dünya ekonominin globalleştiği, piyasaların gelişmiş ve gelişmekte ülke farkı aramaksızın entegre olarak hareket ettiği, bilgi teknolojilerinin geliştiği ve hızlı rekabet çağında, gelişmekte olan bir ülke olarak değil dış şokları engellemek bu tip dış şoklardan korunmak bile oldukça zorlaşmaktadır.

---

<sup>83</sup> Hasan Ersel, "Merkez'in Hedeflerde Değişiklik Önerisi", **Referans Gazetesi**,6 Haziran 2008, (Çevrimiçi) [http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR\\_KOD=98642&YZR\\_KOD=5,7](http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=98642&YZR_KOD=5,7) Haziran 2008.

Dış şoklardan daha az zarar görülmesi için, esnek kur sistemi tercihine devam edilmelidir çünkü kurun esnek olması sabit olmasına göre daha az maliyetli sonuçlar doğurmaktadır. Esnek kur sisteminde kurun belirli bir seviyede tutulması gerekmediği için, dış şoklardan daha az zararla kurtulma imkanı olmaktadır. Doğu Asya ve Rusya krizlerinden Türkiye'nin daha az etkilenmesinin sebebi, kriz döneminde ülkemizde yönetimli dalgalanan kur sisteminin uygulanıyor oluşudur<sup>84</sup>. Ayrıca imkansız üçlü gereğince, esnek kur rejimi, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ve finansal olarak küresel bütünleşmenin olduğu ülkelerde, bağımsız Merkez Bankaları tarafından yürütülen enflasyon hedeflemesi politikasının da önkoşulu olmaktadır<sup>85</sup>.

Türkiye ekonomisi bu riskler altındayken, maliye politikaları ve yapısal reformların önemi bir kez daha karşımıza çıkmaktadır. Hükümet AB uyum ve yakınsama sürecine devam etmeli ve özellikle mali disiplinin kalitesini artırmaya ve verimlilik artışını sürekli hale getirmeye yönelik yapısal reformların planlandığı şekliyle gerçekleştirilmesine özen göstermelidir<sup>86</sup>. Türkiye ekonomisinin, dünya ekonomisinde yaşanan sıkıntılardan olumsuz etkilenmesini sınırlandırmak için alınabilecek önlemlerden bir diğeri de, Türkiye ekonomisinde 2001 Krizi'nin ardından başlatılan tarım reformu ve enerji sektörünün liberalizasyonuna hız kazandırılmasıdır<sup>87</sup>.

---

<sup>84</sup> Aydan Kansu, **Döviz Kuru Sistemleri Döviz Krizleri (Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri)**, İstanbul, Derin Yayınları, 2004, s.37.

<sup>85</sup> Yusuf Önder, **Dalgalanma Korkusu ve Türkiye Örneği**, TCMB Uzmanlık Tezi, Aralık 2007, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 15 Nisan 2008, s.2.

<sup>86</sup> Gülbin Şahinbeyoğlu, "Enflasyon Gelişmeleri ve Para Politikası", **Sunumlar TCMB**, Şubat 2008, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 23 Mayıs 2008.

<sup>87</sup> TÜSİAD, **TÜSİAD Konjektür Değerlendirme**, s.1.

## SONUÇ

Para politikalarının uygulayıcıları konumundaki merkez bankalarının zaman içerisinde para politikalarını uygulamalarında ve uygulamaları sonucu ulaşmak istedikleri nihai hedeflerinde değişimler meydana gelmiştir. Ekonomik büyüme, istihdam, fiyat ve döviz kuru istikrarı gibi hedefler belirlenmiş, bu hedefler çerçevesinde döviz kuru hedeflemesi, parasal büyüklük hedeflemesi, nominal gelir ve faiz hedeflemesi stratejileri benimsenmiştir. Merkez bankalarının para politikası uygulamalarında amaç farklılıkları gözlenirse de, 1990'lı yılların başında çoğu merkez bankası amacını fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlemiştir. Aynı dönem dünyada enflasyon hedeflemesine geçiş dönemi olarak da karşımıza çıkmaktadır.

Enflasyonu belirli bir düzeyde koruma ve fiyat istikrarı nihai hedefini gerçekleştirmek amacıyla enflasyon hedeflemesine geçen ilk ülke Yeni Zelanda'dır. Yeni Zelanda Merkez Bankası enflasyon hedeflemesine geçmeden önce bazı önemli reformlar gerçekleştirmiştir. Bunları; ülkede gerçekleştirilen endüstriyel düzenlemeler, gümrük tarifelerine yönelik reformlar, geniş kapsamlı vergi reformları, sermaye hareketleri kontrollerinin kaldırılması olarak özetleyebiliriz. Uygulamada genelde başarılı sonuçlar alınan Yeni Zelanda'da, 1997 döneminde karşılaşılan kuraklık, Doğu Asya krizi ve göç miktarındaki azalma gibi dışsal şoklar karşısında enflasyon hedefinden sapmalar yaşanmış fakat hedef bant aralığı genişletilerek buna başarılı sonuçlar alındığı görülmektedir. Bir anlamda Yeni Zelanda, dünyaya enflasyon karşısında elde ettiği başarıyla örnek olmuş ve ardından birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Ülkede dışsal şoklara karşı başarının sağlanmasında, hükümetin yapısal reform ve enflasyonla mücadelede gösterdiği kararlılık önemli bir faktör olarak rol almaktadır.

Yeni Zelanda örneğinde olduğu gibi, enflasyon hedeflemesi uygulaması sırasında gerçekleşen dışsal şoklar karşısında gelişmiş ülkeler, merkez bankalarındaki yeterli döviz rezervleri ve gelişmiş mali sistemleri sayesinde uygulamalarına genelde başarılı bir şekilde devam edebilmektedirler. Gelişmekte olan ülkelerde mali disiplinin tam anlamıyla sağlanamaması ve yeterli mali derinliklerin oluşmaması ve

bunlara ilaveten döviz rezerv kapasitelerinin gelişmiş ülkelere nazaran daha az oluşu, enflasyon hedeflemesinin bu ülkelerde uygulanmasında başarılı sonuçların alınması ilk günden beri tartışmalara açık bir konu olmuştur.

Çalışma kapsamında değerlendirilen gelişmiş ülkelerden İngiltere ve Kanada'da başarılı sonuçlar elde edilirken, gelişmekte olan ülke örneklerinden Brezilya, Şili, Meksika ve İsrail'de de olumlu sonuçlar alındığını söylemek de mümkündür. İsrail örneğinde, diğer üç gelişmekte olan ülkeye kıyasla, hedeflerden sapma daha fazla yaşanmıştır. Sapmaların kökeninde döviz kurlarındaki yüksek volatilité yer almakta ve bu şekilde fiyatlar üzerindeki hızlı etkisi görülmektedir. Hedeften sapmalar yaşansa da, İsrail Merkez Bankası, hedef revizyonuna gitmemiştir ve 2003 yılından beri % 1 ila 3 aralığındaki hedef oran geçerlidir. Bütün bu ekonomik koşullara rağmen, enflasyon hedeflemesinde başarı sağlanması para politikasının daraltıcı maliye politikalarıyla desteklenmesine bağlanmaktadır.

Gelişmekte olan bir ülke olarak, 2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçiş yapan Türkiye'den bahsetmeden önce belirtmek gerekir ki, günümüzdeki global ekonomide yaşanan yavaşlama, ABD'de konut piyasasında yaşanan sıkıntıların likidite krizi boyutuna ulaşmış olması, gıda ve petrol fiyatlarındaki artışlar, bütün ülke ekonomilerini etkilediği gibi başarıyla enflasyon hedeflemesini uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomileri de olumsuz etkilemiş, bazı ülkelere hedeften sapmalar karşısında hedef revizyonuna gidilirken, bazılarında faiz artırımına gidilmiştir. Yerli para birimi doların euro karşısında değer kaybının arttığı ve büyüme oranlarının yavaşladığı Amerika'da bütün bu gelişmelere rağmen faiz artırımına gidilmemiş olması, diğer ülkelere enflasyonu ithal ettiğinin de açık bir göstergesidir.

Türkiye ekonomisinin yüksek enflasyonla tanışması ve uzun yıllar mücadele edeceği sürecin başlangıcı 1970'li yıllara dayanmaktadır. Yıllarca enflasyonu düşürmek amacıyla uygulanan politikalar başarılı olamamıştır. Kamuoyunun enflasyonla mücadeleyi yeteri kadar inandırıcı bulmaması nedeniyle, enflasyon beklentileri geçmiş dönem enflasyonuna göre şekillenen adaptif beklentiler haline

dönüşmüştür. Bu koşullar altında, Türkiye ekonomisinde, enflasyon hedeflemesine geçiş için uygun ortamın gelişmesi zaman almıştır. Enflasyon hedeflemesine geçmeden önce döviz kuru hedeflemesi ve parasal büyüklük hedeflemeleri de uygulanan para politikası stratejileri arasındadır. 2002-2005 yılları arasında ise, örtük enflasyon hedeflemesi olarak bilinen para politikası uygulanmış, bir anlamda enflasyon hedeflemesine geçiş süreci olarak değerlendirilmiştir. O dönem için gerçekleşen enflasyon oranlarına bakıldığında, enflasyonun hedeflerin de altında gerçekleştiği, özellikle 2004 yılında tek haneli rakama düşüşün sağlandığı görülmektedir. Yıllardır çift haneli rakamlarla ifade edilen enflasyon oranının bu şekilde düşmüş olması, enflasyonla mücadele önemli ilerleme kaydedildiği anlamına gelmektedir.

2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçişte, TCMB'nın araç bağımsızlığına kavuşması, enflasyon hedeflerinin belirlenmesi, belirlenen hedeflerin şeffaflık ilkesine uyulması amacıyla kamuoyu ve piyasalarda beklentilerin gelecek döneme çekilmesi amacıyla periyodik olarak raporların yayımlanması koşulları yerine getirilmiş olsa da, hedeflerin belirlendiği ilk yılda başarısız olunmuştur. Para politikası otoritelerinin enflasyon hedeflemesinde ara ara sapmaların gerçekleşebileceği, buna kamuoyunun alışması gerektiği ama ilk yıl itibariyle sapma yaşanmasının talihsizlik olduğuna dair açıklama getirilmesine rağmen, günümüz hedeflerinin sapma nedeni için aynı açıklamayı yapmak mümkün gözükmemektedir.

IMF destekli maliye politikalarının da hedeflediği üzere, Merkez Bankası da enflasyon hedeflerini bütçeye dayandırmakta ve bütçe perspektifi üç yıllık yapılmaya başlandığı için hedeflemenin de üç yıllık olarak yapıldığını görüyoruz. Enflasyon hedeflemesinin başladığı ilk yılda, belirlenen hedef % 5'in üzerinde % 9,6 olarak gerçekleşen enflasyon oranı, 2007 yılında da hedeflenen oran % 4'ün oldukça üstünde bir rakam % 8,4 olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında da enflasyon oranı hedef oran % 4'ün üzerine çıkmış yıl sonunda hedeflerin tutmayacağı Merkez Bankası tarafından açıklanmıştır. Enflasyon hedeflemesinde üst üste üç yıl hedeflerde sapma yaşanması, enflasyon hedeflemesinin Türkiye'de etkin olmadığı tartışmalarına yol açarken, para politikası uygulayıcısı konumunda olan Merkez

Bankası'nın başarısı da diğerk bir tartışma konusu olmaktadır. Burada ele alınması gereken asıl konu enflasyon hedeflerinin daha gerçekçi ve olası oranlar olarak belirlenmesi ve kademeli olarak enflasyon hedeflemesi uygulaması yapılması gerektiğidir. Ayrıca burada Hükümete düşen görev de, maliye politikasını enflasyonu düşürmenin toplumsal maliyetini azaltacak ve toplumun çeşitli kısımlarına adil bir şekilde dağıtacak bir mantıkla yürütmektir. Aksi taktirde, enflasyonu indirme maliyetleri toplumda eşitsizliğin artmasını destekler halde uygulanmış olacaktır. Bunun da ayrı sosyal sakıncaları bulunmaktadır.

Bütün bu gelişmelerin ışığında, enflasyon hedeflerinden sapmaların yaşanmasındaki cevapları içsel ve dışsal dinamiklerde aramak mümkündür. Ele alınan süreç içerisinde yaşanan Cumhurbaşkanlığı ve milletvekilleri seçimleri ve seçim tarihlerinin öne alınması, hükümetin kapatılma davası, tek parti hükümetinin askerle görüş uyumsuzluğunun kamuoyuna yansımaları ekonomide beklentileri olumsuz yönde etkilemiş ve siyasi belirsizlikleri artırmıştır. İçsel dinamiklerden kaynaklanan bu olumsuzlukların yanında, Türkiye'de enflasyonla mücadelenin ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin en büyük engeli kamu maliyesindeki baskınlık ve mali piyasalarda yeterli derinliğin oluşmamasıdır. Bu sebeple, dışsal dinamikler olarak değerlendirdiğimiz, global ısınma dolayısıyla artan gıda fiyatları, OPEC tarafından yapılan açıklamalarda üretimde sıkıntı yaşanmadığı halde spekülasyon amaçlı futures piyasalarda petrol ve diğer hammaddelerin fiyatlarında görülen artışların karşısında Türkiye ekonomisi güçlü bir yapı sergileyememekte ve artan enflasyon oranlarına önlem olarak para politikasında sıkılaştırmaya giderek faizlerini artırmaktadır. Her üç sene için belirlenen hedeften sapmalar olması neticesinde, uyguladığı para politikasında faiz oranlarının artırımının yanında, kredibilite kaybı ile hedefleri revize etmemenin maliyetlerini karşılaştıran TMCB enflasyon hedeflerini revize etme yoluna gitmiştir.

Türkiye örneğinde görüldüğü üzere, mali piyasaların gelişmemiş olduğu, hükümet ve Merkez Bankası işbirliğinin olmadığı ve enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde yürütülmesini sağlayan para ve maliye politikalarının tutarlı

hareket etmediği bir ÷lkede, enflasyon hedeflerinde sapmaların yaşanması şaşırtıcı olmamaktadır.

Enflasyon hedeflemesinde istenen başarının sağlanabilmesi için, ÷lke ekonomisinde istikrar sağlanmış olmalıdır. T÷rkiye ekonomisinin geçmişinden itibaren yaşanan siyasi istikrarsızlık, uygulanan politikaların seçim dñnemleriyle sınırlı kalması sonucu oluşan tutarsızlıklar, uygulanan para politikalarına olan g÷veni sarsmış ve kronik sorun haline gelmiş enflasyonla m÷cadelede başarıyı engelleyici rol oynamıştır. Enflasyon hedeflemesinde kamuoyunun desteği sağlanmalı ve hedefleme stratejisi mantığına uygun olarak, fiyat belirleyicilerin geçmiş dñneme gñre değil, gelecek dñnem beklentilerine gñre hareket etmeleri teşvik edilmelidir. Bu taktirde beklenti kaynaklı fiyat artışlarının da önüne geçiş sağlanabilmektedir.

Global konjonktürdeki değişimin etkisinden ayrı değerlendirilemeyen T÷rkiye ekonomisinde enflasyon hedeflerinin revize edilen oranlarda gerçekleşip gereklemeyeceği zaman içinde belli olacaktır fakat T÷rkiye ekonomisinin geleceği açısından IMF şartlılığının sağlanması konusunda istikrar gñsterilmeli, kamu mali disiplinine gereken önemi verilmeli ve AB uyum sürecine devam edilmelidir. Ayrıca enerji fiyatlarındaki artış sonucu elektrikte yaşanan zamların enflasyonist ortamı daha da kñt÷leştirmesini önlemek ve dñnyada rekabet edilebilirliğimizi artırmak için, enerji piyasası için acil politika geliştirmemiz gerekmektedir.

## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

- Akyazı, Haydar: **Enflasyon Hedeflemesi (Ülke Deneyimleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği)**,1.bs, Ankara, Seçkin Yayıncılık, Nisan 2004.
- Bakır, Caner: **Merkezdeki Banka (TCMB’sı ve Uluslararası Bir Karşılaştırma)**,1.bs. ,İstanbul, Ağustos 2007.
- Bernanke Ben.S.,  
T. Laubach, et. Al.: **Inflation Targeting Lessons From The International Experience**, Princeton Univeristy Press.
- Çeçen,A.Aydın,  
A.Suut Doğruel: **Türkiye’de Ekonomik Büyüme Yapısal Dönüşüm ve Kriz**, Egemen Yayınları, Nisan 1990.
- Demirhan, Erdal: **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, TBB, Yayın No:231.
- DPT: **1980’den 1990’a Makroekonomik Politikalar, Türkiye Ekonomisindeki Gelişmelerin Analizi ve Bazı Değerlendirmeler**,24 Temmuz 1990.
- DPT: **Altıncı Beş Yıllık Kalkınma Planı 1990-1994**, DPT Yayın No:2174.
- Eğilmez, Mahfi,  
Ercan Kumcu: **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**, 11.bs.,Remzi Kitabevi, , Mayıs 2007.
- Hazine : **Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar)**, Mayıs 2001.
- İlter, Niyazi: **Türkiye’de 1980 Sonrası Para Arzı ve Enflasyon**, TCMB Uzmanlık Tezi, Yayın No: DPT:2343-KGM:572, Mart 1994.
- Kansu, Aydan: **Döviz Kuru Sistemleri Döviz Krizleri (Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri)**, İstanbul, Derin Yayınları, 2004.
- Kazgan, Gülten: **Türkiye Ekonomisinde Krizler ( 1929- 2001) “Ekonomi Politik” Açısından Bir İrdeleme**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları 109 Ekonomi 8, Haziran 2004.

- Keyder, Nur: **Para Teori-Politika-Uygulama**, Geliştirilmiş 10. Baskı, 2005.
- Korkmaz, Esfender: “Enflasyon Hedeflemesi ve Fiyat İstikrarı”, **Gülten Kazgan’a Armağan: Türkiye Ekonomisi**,1.bs., İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları:79, Ekim 2004.
- Kumcu, Ercan: **İstikrar Arayışları**, Nisan 2000.
- Madrigal, Róger, López, B.S., Lic: “The Instrument Problem Under Inflation Targeting In An Open Economy: The Case Of Costa Rica”, (Doktora Tezi,The Ohio State University), 2004.
- Öztürk,Serdar: **Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul, Derin Yayınları, 2003.
- Özel,Saruhan: **Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne kadar Sürdürülebilir, Nasıl Sonuçlanabilir**,1.bs., Alfa Yayınları, Mart 2008.
- Paya, Merih: **Para Teorisi ve Para Politikası**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2002.
- TCMB: **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, 2006.
- TCMB: **Çekirdek Enflasyon Teknik Komite Çalışma Raporu**, Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2001/1, Mayıs 2001.
- Temel,Serdar: “Enflasyon Hedeflemesi’nin Türkiye’de Uygulanabilirliği”, (Basılmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü ), 2007.
- Trevino, Juan Pedro: “Does The Exchange Rate Matter For Monetary Policy Under Inflation Targeting? Evidence From Mexico, New Zealand and Canada”, Doktora Tezi.
- TÜSİAD: **2006 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi: İstikrardan Sürdürülebilir Büyümeye**, TÜSİAD Yayın No: TÜSİAD-T/2005-12-414, Aralık 2005.
- TÜSİAD: **1995 Yılına Girerken Türk Ekonomisi**, İstanbul, TÜSİAD- T/ 95,1-169, Ocak 1995.

- Tüzmen,Vedat: **Dünyada Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Uygulanışı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, Süleyman Demirel Üniversitesi Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Isparta, 2007.
- Yıldızoğulları, Ergin: **Globalleşme ve Kriz**,1.bs., Alan Yayıncılık, 1996.
- Yiğit, Nazan: **Enflasyon Hedeflemesi**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, , 2006.

## MAKALELER

- Alparslan, Melike, "Enflasyon Hedeflemesi", Bankacılar Dergisi, S.35, Aralık 2000.
- Pelin Ataman Dönmez: "Effects of Adopting Inflation Targeting Regimes On Inflation Variability", **Physica A**,375, 2007.
- Berument, Hakan,Ebru Yüksel: "Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye
- Öztürk,Salih, "Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği", **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 9, Sayı 1, 2008.
- Coşkun Biner: "Inflation Targeting In Developing Countries", **TCMB Discussion Paper**, September 2000.
- Kadıoğlu,Ferya, Nilüfer Özdemir ve Gökhan Yılmaz: "Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**,8 (1) 2007.
- Kansu, Aydan: "Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği", **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F.Yönetim ve Ekonomi**, C:13, S:2, 2006.
- Karahan, Özcan: "Enflasyon Hedeflemesi İflas Yolunda", **Para Dergisi**.
- Özel, Saruhan: "The Effectiveness of Monetary Policy", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, September/ October 2007.
- Rasche, Robert H., Marcela M.Williams: "Dikkat..Zemberek Kırıldı Kırılacak", **Taraf Gazetesi**,30 Mayıs 2008.
- Saygılıoğlu, Nevzat: "Ankara'dan Görünüm", **Para Dergisi**, S: 2008/ 22.
- Sönmezler, Gökhan: "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanabilirliği", **İktisat Dergisi**, S: 470- 71, Şubat- Mart 2006.
- Svensson, Lars E.O.: "Open Economy Inflation Targeting", **Journal of International Economics**,50,2000.

- Svensson, Lars E.O.: “Independent Review of The Operation of Monetary Policy in New Zealand : Report to The Minister of Finance”, **Institute for International Economic Studies**, Stockholm University, 2001.
- Yay, Gülsün: “Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi”, **İktisat Dergisi**, Sayı: 470- 71, Şubat - Mart 2006.

## ÇEVİRİMİÇİ KAYNAKLAR

- Agenor, Pierre “Fiscal Imbalances, Capital Inflows, and The Real Exchange Rate: The Case of Turkey ”**IMF Working Paper**, Wp/ 7 / 1, 1997, (Çevrimiçi)
- Richard, C. John  
McDermott, E.  
Murat Ucer: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9701.pdf>.
- Aktan, Coşkun Can, **Nasıl Bir Para Sistemi**, İstanbul: İMKB Yayını, (Çevrimiçi) [http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal\\_Selahattin\\_Togay:\\_iktisat/\\_monetarizm/aktan-utkulu-parapolitikasi.htm](http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_Selahattin_Togay:_iktisat/_monetarizm/aktan-utkulu-parapolitikasi.htm) ,11 Nisan 2008.
- Alen, William A.: “Inflation Targeting in United Kingdom 1992–2000”, **Inflation Targeting Experiences**, The Central Bank of Turkey, Ankara, 2000, (Çevrimiçi) [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/enf\\_kitap/3-William\\_Allen.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/enf_kitap/3-William_Allen.pdf)
- Banco Central do **Open Letter 2002**, (Çevrimiçi)  
Brazil: <http://www.bcb.gov.br/ingles/relinf/inftarget.pdf> ,14 Haziran 2008.
- Banco Central do **Open Letter 2003**, (Çevrimiçi)  
Brazil: [http://www.bcb.gov.br/ingles/relinf/OpenLetter\\_2003.pdf](http://www.bcb.gov.br/ingles/relinf/OpenLetter_2003.pdf) ,14 Haziran 2008.
- Banco Central do **Open Letter 2004**, (Çevrimiçi)  
Brazil: <http://www.bcb.gov.br/ingles/relinf/Open%20Letter%20to%20the%20Minister%20of%20Finance.pdf>,14 Haziran 2008.
- Banco Central De **Monetary Policy Report May 2008**, (Çevrimiçi)  
Chile: <http://www.bcentral.cl/eng/publications/policies/pdf/mpr052008sum.pdf>,12 Haziran 2008.
- Bank of Canada: “Inflation Control Target”, **Publications and Research**, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/backgrounders/bg-i3.html>,10 Mayıs 2008.
- Bank of Canada: **Monetary Policy Report** ,April 2008, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/mpr/pdf/mpr240408.pdf>,10 Haziran 2008.

- Bank of Canada: “Bank of Canada Releases Background Information on Renewal of the Inflation-Control Target”, **Press Releases**,27 November 2006, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/press/2006/pr06-19.html> ,14 Mayıs 2008.
- Bank of Canada: “Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target”, **Publications and Research**,23 November 2006, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/press/2006/pr06-18.html>,14 Mayıs 2008.
- Bank of England: **Inflation Report** ,May 2008, (Çevrimiçi) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir08may.pdf> ,15 Haziran 2008.
- Bank of Israel: **Inflation Report January- March 2008**, May 2008, (Çevrimiçi) [http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/general/inf\\_rep/eng/inf-08-1e.pdf](http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/general/inf_rep/eng/inf-08-1e.pdf) ,12 Haziran 2008.
- Bank of Israel: **Inflation Targeting Revisited**, August 2007, (Çevrimiçi) <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/papers/paper13e.pdf>,17 Mayıs 2008.
- Başçı,Erdem: “Merkez Bankaları ve Para Politikaları”, **Karadeniz Teknik Üniversitesi ve Beykent Üniversitesi Sunumları**,14 Aralık 2007, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) ,5 Haziran 2008.
- Başçı,Erdem: “Dünya’da ve Türkiye’de Enflasyon”, **Doğuş Üniversitesi Sunumu**, Mayıs 2008, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) ,30 Mayıs 2008.
- Bernanke,Ben S., “Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy?” **NBER Working Papers**. January 1997.
- Frederic S.Mishkin:
- Bevilaqua,Afonso: “Inflation Targeting and The Exchange Rate In Brazil”, **Banco Central do Brazil**, May 2005, (Çevrimiçi) <http://www4.bcb.gov.br/pec/apron/Apres/200505PEI-Inflation%20Targeting%20and%20the%20Exchange%20Rate%20in%20Brazil-Afonso%20Bevilaqua.pdf>,15 Haziran 2008.
- BDDK: **Finansal Piyasalar Raporu**, Aralık 2007.
- Blejer,Mario I., “Introduction and Overview”, **Inflation Targeting In Practice: strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, ed. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Sergio Werlang.

- Carare,Alana vd.: “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, **IMF Working Paper**, WP/02/102, 2002.
- Central Bank of Chile: **Press Releases**,10 June 2008, (Çevrimiçi) <http://www.bcentral.cl/eng/press/communications/pdf/1006208.pdf> , 19 Haziran 2008
- Commission on Growth and Development: Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development, **The Growth Report**, May 2008, (Çevrimiçi) <http://www.growthcommission.org/storage/cgdev/documents/Report/GrowthReportfull.pdf> ,27 Mayıs 2008.
- Croce,Enzo, Mohsin S.Khan: “ Monetary Regimes and Inflation Targeting”, **Finance and Development**, September,2000, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/09/pdf/croce.pdf> ,16 Mayıs 2008.
- Debelle,Guy, et.al.: “Inflation Targeting As A Framework for Monetary Policy “, **IMF Economic Issues** No: 15, October 1998.
- Dodge, David: “Canada’s Monetary Policy Approach: It Works for Canadians”, **Bank of Canada Speeches & Statements by the Governor**, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/speeches/2001/sp01-6.pdf> ,16 Mayıs 2008.
- Drew,Aaron: “Lessons From Inflation Targeting In New Zealand” , **Central Bank of Chile Working Papers**, Noviembre 2001, (Çevrimiçi) [http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/pdf/dtbc\\_113.pdf](http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/pdf/dtbc_113.pdf) ,7 Mayıs 2008.
- Ersel,Hasan: “Merkez’in Hedeflerde Değişiklik Önerisi”, **Referans Gazetesi**,6 Haziran 2008, (Çevrimiçi) [http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR\\_KOD=98642&YZR\\_KOD=5](http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=98642&YZR_KOD=5) ,7 Haziran 2008.
- Fischer,Stanley: “Maintaining Price Stability”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis**, (Çevrimiçi) <http://www.minneapolisfed.org/pubs/region/97-06/fisher.cfm> ,13 Mayıs 2008.
- Frankel, Jeffrey : “A Proposed Monetary Regime For Small Commodity-Exporters: Peg The Export Price (“PEP”)”, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.econ.yale.edu/seminars/macro/mac03/frankel-030422.pdf> , 2 Haziran 2008.

- Galindo,Luis Miguel, “Alternatives To Inflation Targeting In Mexico”,(Çevrimiçi)  
Jaime Ros: [http://www.networkideas.org/feathm/oct2007/pdf/Galindo\\_Ros.pdf](http://www.networkideas.org/feathm/oct2007/pdf/Galindo_Ros.pdf) ,10 Haziran 2008.
- Gramlich,Edward M.: “Inflation Targeting”, **The Federal Reserve Board Speech**, January 2000, (Çevrimiçi) <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2000/20000113.htm> ,10 Mayıs 2008.
- Herrero,Alicia Garcia, “Financial Stability and The Design of Monetary Policy”,  
Pedro del Rio: **Banco De Espana**, Madrid, 2003, (Çevrimiçi) [http://www.bde.es/informes/be/docs/dt\\_0315e.pdf](http://www.bde.es/informes/be/docs/dt_0315e.pdf).
- IMF: **World Economic and Financial Surveys, Housing and The Business Cycle**, World Economic Outlook, April 2008, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/text.pdf>,31 Mayıs 2008.
- İMKB: **İMKB Tahvil ve Bono Piyasası**, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/tahvil.htm> , 28 Mart 2007.
- Kadıoğlu,Ferya, “Inflation Targeting In Developing Countries”, **TCMB**  
Nilüfer Özdemir ve **Discussion Paper**, September 2000.
- Gökhan Yılmaz:
- Kara,Hakan: Türkiye’de Enflasyon ve Para Politikası, **TCMB**, TÜSİAD-KOÇ Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Konferansı, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) ,23 Mayıs 2008.
- Kahn,A., Klara Parrish: “Conducting Monetary Policy With Inflation Targets”, (Çevrimiçi) <http://www.kc.frb.org/publicat/econrev/PDF/3q98kahn.pdf> ,6 Mayıs 2008.
- Loayza,Norman, “Inflation Targeting: an Overview”, **Inflation Targeting:**  
Raimundo Soto: **Design, Performance,Challenge**, Edited by Norman Loayza ve Raimundo Soto, Santiago, Chile, 2002, **Central Bank of Chile**, (Çevrimiçi) [http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Inflation\\_Targeting\\_Overview.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Inflation_Targeting_Overview.pdf) , 12 Mayıs 2008.
- Mahadeva,Lavan, “The Role of Short Run Inflation Targets and Forecasts in  
Gabriel Sterne: Disinflation”, Working Paper No.167, Bank Of England, 2002, (Çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=39228](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=39228) ,9 Mayıs 2008.

- Mason,Paul R.,Miguel A.Savastona,Sunil Sharma: “Can Inflation Targeting Be A Framework for Monetary Policy In Developing Countries?”, **Finance & Development**, March, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/03/pdf/masson.pdf> ,18 Mayıs 2008.
- Mason,Paul R., Miguel A.Savastano, Sunil Sharma: “The Scope For Inflation In Developing Countries”, **IMF Working Paper** , No:97/130, (Çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2689\\_07](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2689_07) ,11 Mayıs 2008.
- Mishkin,Frederic S.: “From Monetary Targeting To Inflation Targeting: Lessons From The Industrialized Countries”, January 2000, (Çevrimiçi) <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/00BOMEX.pdf> ,7 Mayıs 2008.
- Mishkin,Frederic S.: “Inflation Targeting In Emerging Market Countries”, **NBER Working Paper 7618**, Cambridge, March 2000, (Çevrimiçi) <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w7618.pdf> ,29 Nisan 2008.
- Mishkin,Frederic S.: “International Experiences With Different Monetary Policy Regimes”, (Çevrimiçi) <http://www.iies.su.se/publications/seminarpapers/648.pdf> ,24 Mayıs 2008.
- Mishkin,Frederic S.: “Issues in Inflation Targeting”, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2000/mishkin.pdf> ,17 Mayıs 2008.
- Nagar,Weitzman: “Monetary Policy In Israel In An Era Of Inflation Targets: Principles and Implementation”, **Bank of Israel Monetary Department**, (Çevrimiçi) <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/neumim/neum073e.pdf> ,11 Mayıs 2008.
- Neely,Christopher J., Geoffrey E.Wood: “Deflation and Real Economic Activity Under The Gold Standart”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, September / October 1995, (Çevrimiçi) [http://research.stlouisfed.org/publications/review/95/09/Deflation\\_Sep\\_Oct1995.pdf](http://research.stlouisfed.org/publications/review/95/09/Deflation_Sep_Oct1995.pdf) ,12 Mayıs 2008.
- Ongan,Hakan: “Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği”, **Maliye Araştırmaları Konferansları**, Kırkbeşinci Seri, 2004, (Çevrimiçi) <http://paribus.tr.googlepages.com/ongan.doc> , 29 Nisan 2008.

- OPEC: **World Oil Outlook 2007**, (Çevrimiçi) [http://www.opec.org/library/world%20oil%20outlook/WorldOil\\_Outlook07.htm](http://www.opec.org/library/world%20oil%20outlook/WorldOil_Outlook07.htm), 31 Mayıs 2008.
- Örnek,İbrahim: “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Uygulanabilir Mi?”, (Çevrimiçi) [www.dtm.gov.tr/dtmad\\_min/upload/EAd/TanitimKoordinasyon06/turkiyeenf.doc](http://www.dtm.gov.tr/dtmad_min/upload/EAd/TanitimKoordinasyon06/turkiyeenf.doc).
- Özatay,Fatih: Four Year Experience of İmplicit Inflation Targeting and Prospects for Formal IT, TCMB ,20 January 2006, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) , 22 Nisan 2008.
- Patel,Urjit R., Pradeep Srivastava: “Some İmlications of Real Exchange Rate Targeting in India”, October 1997 (Revised),(Çevrimiçi) <http://www.icrier.org/pdf/Srivastava.PDF> ,4 Haziran 2008.
- Saracoğlu,Rüşdü: “1990 Yılına Girenken Türk Ekonomisi”, TCMB, s.2-9. (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/turk\\_ekonomisi.html](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/turk_ekonomisi.html) ,11 Nisan 2008.
- Schaechter, Andrea: “Implementation of Monetary Policy and The Central Bank’s Balance Sheet”, **IMF Working Paper**, WP / 01 / 49, October 2001.
- Serdengeçti,Süreyya: “69. Hissedarlar Genel Kurulu Açılış Konuşması”, **TBMM**, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr> ,22 Mayıs 2008.
- Serdengeçti,Süreyya: **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Döviz Kuru Politikası**, Aralık 2000, (Çevrimiçi)[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) ,15 Mayıs 2008
- Sherwin,Murray: “Strategic Choices in Inflation Targeting : The New Zealand Experience”, **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, IMF, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/strach3.pdf> ,5 Mayıs 2008.
- Sherwin,Murray: “Institutional Frameworks For Inflation Targeting”, **Reserve Bank of New Zealand**, October 2000, (Çevrimiçi) <http://www.rbnz.govt.nz/speeches/0097459.html> ,10 Mayıs 2008.
- Svensson,Lars E.O.: “Inflation Targeting In An Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting?” November 1997, (Çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=321784](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=321784) ,22 Mayıs 2008.

- Şahinbeyoğlu,Gülbin: “Enflasyon- Büyüme İlişkisi”, Türkiye Ekonomisi Büyüme Dinamikleri Semineri, TCMB,3 Haziran 2008, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr),7 Haziran 2008.
- TBB: “1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika’da Uygulanan Para Politikası”, Mart 2001, (Çevrimiçi) [www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20%20s.37doc](http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20%20s.37doc),16 Nisan 2008.
- TCMB: **2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler**, Sayı:2002-1, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html> ,11 Nisan 2008.
- TCMB: **Finansal İstikrar Raporu**, Mayıs 2008, S :6, Çevrimiçi: [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr),30 Mayıs 2008.
- \_\_\_\_\_ Bakanlar Kurulu’nun 2007/12701 sayılı 2008 Yılıının Programının Uygulanması, Koordinasyonu ve İzlenmesine Dair Karar, (DPT ), (Çevrimiçi) [http://ekutup.dpt.gov.tr/program/2008\\_programi.pdf](http://ekutup.dpt.gov.tr/program/2008_programi.pdf) ,8 Haziran 2008.
- TCMB: “2008-24 Sayılı Hükümete Gönderilen Açık Mektup”, Ankara,3 Haziran 2008, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) ,6 Haziran 2008.
- TCMB: **Mayıs Ayı Fiyat Gelişmeleri**,4 Haziran 2008, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr),6 Haziran 2008.
- Thiessen,Gordon G.: “The Canadian Experience With Targets For Inflation Control”, **The Thiessen Lectures: Lectures Delivered By Gordon g. Thiessen**, Governor Bank of Canada, 2001.
- Thiessen,Gordon G.: “Uncertainty And The Transmission Of Monetary Policy In Canada”, **The Transmission of Monetary Policy in Canada**, Bank of Canada, 1996, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/pdf/hermes.pdf> ,6 Mayıs 2008.
- TÜSİAD: **TÜSİAD Konjonktür Değerlendirme**, S: 20, Nisan 2008, (Çevrimiçi) [www.tusiad.org](http://www.tusiad.org) ,6 Haziran 2008.
- Önder,Timur: **Para Politikası Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Mayıs 2005, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).
- Önder,Yusuf: **Dalgalanma Korkusu ve Türkiye Örneği**, TCMB Uzmanlık Tezi, Aralık 2007, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).
- Özcan,Serkan: **Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Mayıs 2006, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).

- Vickers,John: “Inflation Targeting In Practice: The UK Experience”, Bank Of England, No. 1999/02, (Çevrimiçi) [http://www.ifk-cfs.de/papers/99\\_02.pdf](http://www.ifk-cfs.de/papers/99_02.pdf) ,6 Mayıs 2008.
- Yılmaz,Durmuş: **Ekonomik Görünüm,TCMB**, Bursa Ticaret ve Sanayi Odası, Bursa, 2007, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr),31 Mayıs 2008.
- Yörükoğlu,Mehmet: “Economic Convergence and Decoupling In Monetary Policy”, **TCMB Current Issues in Economic Governance**, 3 April 2008, Bilkent- Ankara, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr),4 Haziran 2008.
- Yükseler,Zafer: “IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi: Brezilya Deneyimi ve Türkiye İçin Dersler”,**Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni** , 2005/9, Temmuz 2005.