

**T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
EKONOMETRİ ANABİLİM DALI**

DOKTORA TEZİ

**TÜRKİYE’DE HEDEFLLENEN
ENFLASYON’DAN SAPMALARIN TAYLOR
KURALI ÇERÇEVESİNDE ANALİZİ - SINIR
TESTİ YAKLAŞIMI**

MAHMUT ZORTUK

TEZ DANIŞMANI

Prof. Dr. Ali Karun NEMLİOĞLU

İSTANBUL - 2007

ÖZET

Günümüzde yirmiye aşkın ülkede başarıyla uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi stratejisi ilk defa 1989'da Yeni Zelanda Merkez Bankası tarafından uygulanmaya başlamıştır.

Türkiye'de 2001 yılı Ağustos ayından itibaren üstü örtük bir biçimde, 2006 Ocak ayından itibaren de açık olarak, enflasyonun doğrudan kendisinin hedeflendiği bu nominal çapa stratejisini uygulamaktadır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye'de uygulanabilirliğine yönelik tartışmalar bitmiş ve uygulama sonuçları değerlendirilmeye ve tartışılmaya başlamıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin hiç kuşkusuz en önemli operasyonel aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Hedeflenen enflasyon oranından bir sapma olması durumunda, enflasyon oranını tekrar hedeflenen düzeye yakınsatacak araç olarak Merkez Bankaları tarafından en çok kullanılan operasyonel araç kısa vadeli faiz oranlarıdır. Faiz oranlarının belirlenmesine yönelik en çok bilinen yöntemlerden birisi ise Taylor Kuralıdır.

Doktora tezi olarak hazırlamış olduğum bu çalışmada; Türkiye'de 2001–2006 yılları arası örtük ve açık enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması süreci tartışılmış ve aynı zamanda hedeflenen enflasyon oranından, potansiyel üretim düzeyinden ve döviz kurlarından bir sapma meydana gelmesi durumunda kısa vadeli faiz oranlarının nasıl bir seyir izleyeceği tespit edilmeye çalışılmıştır.

Yukarıdaki açıklamalar doğrultusunda, Taylor Kuralı'nın işleyişi, nispeten yeni bir yöntem olan Bounds (Sınır) Testi yardımıyla Türkiye için analiz edilmiş ve Taylor Kuralı'nı oluşturan söz konusu değişkenlerin kısa vadeli faiz oranları üzerinde anlamlı bir şekilde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

ABSTRACT

The Inflation Targeting Strategy, which is currently applied in by more than twenty countries successfully, was applied by New Zealand Central Bank for the first time in 1989.

In Turkey, since August of 2001 as being over-cover and since January of 2006 as being uncover, that nominal anchor strategy has been applied as targeting directly itself of inflation. In that case, the discussions about feasibility of inflation targeting strategy had finished and the feasibility results have started to be evaluated and discussed.

There is no doubt that the most important operational way of inflation targeting strategy is the short run interest rates. In the situation of deviation in targeting inflation rates, the operational way of short run interest rates, which is used mostly by Central Banks, closes inflation rates again to targeting level. For determining of inflation rates, also one of the most known ways is Taylor Rule.

In this study prepared as a doctoral dissertation; discussed to apply the processing of over-cover and uncover inflation targeting strategy between the year intervals 2001-2006 in Turkey and targeting simultaneously; in the situation of inflation rates, potential production level and exchange rate occur a deviation, how the short run interest rates follow a way that is tried to determine.

In accordance with the above explanations, the processing of Taylor Rule is analyzed by Bounds Test, which is a new method comparatively, for Turkey and understood the result that the mentioning variations, which forms Taylor Rule, effect on the short run interest rate clearly.

ÖNSÖZ

Türkiye, yirmi yılı aşkındır süregelen fiyatlar genel seviyesinde ki istikrarsızlığa çözüm bulmak amacıyla, çeşitli nominal çapa stratejilerinden, belli bir parasal büyüklüğün hedef alındığı parasal hedefleme stratejisi ile belli bir ülkenin para birimine göre milli paranın sabitlendiği döviz kuru stratejilerini uygulamıştır.

Ancak, Türkiye'nin de içinde bulunduğu Brezilya, Arjantin vb. gelişmekte olan ülkelerde bu stratejilerin başarılı olamaması, bu ülkeleri geliştirmekte olan ülkeler tarafından oldukça başarılı bir biçimde uygulanan yeni bir nominal çapa stratejisine yöneltmiştir.

Enflasyonun doğrudan kendisinin hedef alındığı bu stratejinin uygulamada oldukça başarılı olması, kısa zamanda birçok ülke tarafından benimsenmesini sağlamış ve bu stratejiyi uygulayan ülke sayısını 2005'te yirmiyüce yükseltmiştir.

Türkiye ise içinde bulunduğu ve bu stratejinin uygulanmasın da ön koşul olan iktisadi (yüksek enflasyon oranı, mali derinlik vb.) ve hukuki (bağımsız merkez bankacılığı, para politikalarından şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi) alanlardaki yetersizliklerinden dolayı söz konusu stratejiyi doğrudan benimseyememiş ve 2001 yılından, açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2005 yılı sonuna kadar, örtük enflasyon hedeflemesi uygulamak zorunda kalmıştır. 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle bu stratejiyi uygulayan ülke sayısı Türkiye ile yirmidörde yükselmiştir.

Bu çerçevede çalışmanın amacı 2001–2006 yılları arası, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş sürecinin teorik ve uygulamalı olarak analizidir.

Bu çalışma da elbette bugüne kadar ders aldığım birçok öğretim üyesinin katkısı bulunmaktadır. Hepsine ayrıca teşekkür ederim.

Engin tecrübeleri, hoşgörüsü ve tevazusuyla hayata ve akademisyenliğe dair kendisinden çok şey öğrendiğim, Ekonometri Bölüm Başkanı Sayın, Prof. Dr. M. Ahmet GÖKÇEN'e ve onun şahsında doktora çalışmam süresince yakın ilgi ve desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen Ekonometri Bölümü'nün çok değerli akademisyen ve çalışanlarına sonsuz teşekkürlerimi arz ederim.

Son olarak da tezin hazırlanması aşamasında uzak kaldığım çok kıymetli eşime ve oğluma da sabırlarından dolayı müteşekkirim belirtmek isterim.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZ (ABSTRACT)	iii
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLolar ŞEKİLLER VE GRAFİKLER.....	xi
KISALTMALAR.....	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM ENFLASYON TEORİSİNİN KURAMSAL ÇERÇEVESİ VE PARA POLİTİKASI KAVRAMI

1.1. ENFLASYONUN TANIMI VE ÇEŞİTLERİ	5
1.1.1. Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE).....	6
1.1.2. Gayri Safi Milli Hâsıla (GSMH) Deflâtörü	7
1.1.3. Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE)	8
1.2. FARKLI ENFLASYON TEORİLERİ	9
1.2.1. Klasik Teori ve Enflasyon Yaklaşımı.....	10
1.2.2. Monetarist Teori ve Enflasyon Yaklaşımı	12
1.2.3. Keynesyen Teori ve Enflasyon Yaklaşımı.....	15
1.2.4. Rasyonel Beklentiler Teorisi ve Enflasyon Yaklaşımı	16
1.2.5. İşsizlik ve Enflasyon (NAIRU)	19
1.2.6. Enflasyonun Etkileri ve Maliyeti.....	20
1.2.7. Yapısal Enflasyon.....	22

1.3. PARA POLİTİKASI KAVRAMI.....	24
1.3.1. Para Politikasının Amaçları.....	26
1.3.2. Para Politikası ve Fiyat İstikrarı	28
1.3.3. Fiyat İstikrarını Sağlamada Ara Hedef (Nominal Çapa) Uygulaması ve Para Politikası İlişkisi.....	30
1.3.3.1. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	33
1.3.3.2. Parasal Hedefleme Stratejisi	36

İKİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ: TEORİK ÇERÇEVE

KURAMSAL VE EKONOMİK YAPI

2.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN TANIMI VE FİYAT İSTİKRARI İLE İLİŞKİSİ BAĞLAMINDA TEMEL DİZAYNI.....	41
2.2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN KURAMSAL VE EKONOMİK ÖNKOŞULLARI	47
2.2.1. Bağımsız Merkez Bankacılığı	50
2.2.2. Maliye Politikasının Disipline Edilmesi	52
2.2.3. Fiyat İstikrarının Tek ve Nihai Hedef Olması.....	54
2.2.4. Gelişmiş Mali Piyasalar ve Finansal İstikrar	56
2.3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN UYGULAMADAKİ TEMEL ÖZELLİKLERİ.....	58
2.3.1. Hedef Tanımı, Nokta veya Hedef Bandı Seçimi	58
2.3.2. Fiyat İndeksinin Seçilmesi	62
2.3.3. Enflasyon Oranı Hedeflemesi veya Fiyat Düzeyi Hedeflemesi.....	64
2.3.4. Hedefin İlan Edilmesi	66
2.4. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN ÖNEMLİ AVANTAJLARI.....	67
2.4.1. Yüksek Düzeyli Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik.....	68

2.4.2. Para Politikası Uygulamalarında Esneklik.....	71
2.4.3. Enflasyon Beklentilerinin Çapalanması.....	72
2.4.4. Enformasyonel Avantaj ve İleriye Yönelik Bir Yaklaşımın Benimsenmesi.....	73
2.5. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN ÖNEMLİ DEZAVANTAJLARI	74
2.6. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN UYGULANDIĞI BAZI ÜLKE DENEYİMLERİ.....	77
2.6.1. Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Uygulaması	77
2.6.1.1. Yeni Zelanda.....	78
2.6.1.2.İngiltere.....	80
2.6.2.Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Uygulanması.....	83
2.6.2.1.İsrail.....	86
2.6.2.2. Brezilya.....	88

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ’NE GEÇİŞ VE UYGULANMA SÜRECİ

3.1. TÜRKİYE EKONOMİSİ’NDE ENFLASYONUN SEYRİ.....	92
3.2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ’NE GEÇİŞ ÖNCESİ DÖNEMDE UYGULANAN NOMİNAL ÇAPA STRATEJİLERİ.....	96
3.2.1. Türkiye Ekonomisi’nde Parasal Hedefleme Stratejisi Deneyimi.....	97
3.2.2. Türkiye Ekonomisi’nde Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi Deneyimi	102
3.3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNE GEÇİŞ ve UYGULANMA ÖLÇÜTLERİ AÇISINDAN PERFORMANSI.....	105
3.3.1. Bağımsız Merkez Bankacılığı Ekseninde Şeffaflık Hesap Verebilirlik ve Güvenilirlik	108

3.3.2. Gelişmiş Mali Piyasalar Ekseninde Güçlü Bir Finansal Sistemin Varlığı.....	112
3.3.3. Mali Baskınlığın Düşük Olması Gerekliliği	115
3.3.4. Stratejik ve Operasyonel Özellikleri Bakımından Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Türkiye’deki Uygulanma Özellikleri ve Son Gelişmeler.....	118
3.4. TÜRKİYE’DE HEDEFLENEN ENFLASYON’DAN SAPMALAR İLE KISA VADELİ FAİZ ORANLARI İLİŞKİSİ	122
3.4.1. Koşulluluk Aracı Olma Ekseninde Taylor Kuralına Genel Bakış	126
3.4.2. Analizde Kullanılacak Verilerin Tanımlanması.....	131
3.4.2.1. Potansiyel Üretim Açığının Tespiti.....	131
3.4.2.2. Döviz Kuru, Faiz Oranları ve Fiyat Endeksi Seçimi.....	134
3.4.3. Birim Kök Kavramı	134
3.4.4. Eşbütünleşme Analizi: Sınır Testi (Bounds Test) Yaklaşımı	135
3.4.4.1. Yapısal Ekonometrik Modelin Tespiti	139
3.4.4.2. Ampirik Bulgular	144
SONUÇ	152
KAYNAKÇA	159
ÖZGEÇMİŞ	175

TABLÖLAR ŞEKİLLER VE GRAFİKLER

TABLÖLAR **Sayfa**

Tablo 2.1. Enflasyon Hedeflemesi : Gerekli Kuramsal ve İktisadi Ön Koşullar.....	49
Tablo 2.2. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde TÜFE Artış Oranları....	91
Tablo 3.1. 1990 Yılı Parasal Hedefleri.....	99
Tablo 3.2. 1992 Yılı Parasal Hedefleri.....	100
Tablo 3.3. Masstricht Kriterleri Bağlamında Mali Baskınlık.....	117
Tablo 3.4. Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları.....	120
Tablo 3.5. ADF ve PP Birim Kök Testlerinin Sonuçları.....	144
Tablo 3.6. UECM Modeline Ait Uygun Gecikme Sayısının Seçimi İçin İstatistikler.....	145
Tablo 3.7. UECM Modelinin Anlamlılığı İçin F ve t İstatistikleri.....	146
Tablo 3.8. Trendsiz ve Trendli Model Diagnostic Test Sonuçları.....	148
Tablo 3.9. Türkiye İçin Taylor Kuralının UECM İle Tahmini (2001M8/2006M12).....	150
Tablo 3.10. Trendsiz UECM Modeline Ait Esneklikler.....	151

ŞEKİLLER

Şekil 3.1. Faiz Oranı Aktarım Şeması.....	123
Şekil 3.2. Üretim Açığı.....	133

GRAFİKLER

Grafik 3.1. Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları.....	120
--	-----

KISALTMALAR

a.g.e./ a.e.	:	adı geçen eser / aynı eser
bknz	:	bakınız
BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
Çev.	:	Çeviren
TÜİK	:	Türkiye İstatistik Kurumu
ECB	:	European Central Bank
Ed.	:	Editör
EMI	:	European Monetary Institute
et. al.	:	Ve diğerleri
HM	:	Hazine Müsteşarlığı
IFS	:	International Financial Statistic
IMF	:	International Monetary Fund
ITO	:	İstanbul Ticaret Odası
NBER	:	National Bureau of Economic Research
PPK	:	Para Politikası Kurulu
p./ s	:	Sayfa Sayfalar
RBNZ	:	Reserve Bank of New Zealand
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜSİAD	:	Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
OF	:	Mevduat Faiz Oranı
DY	:	Üretim Açığı
DP	:	Enflasyon Açığı
EDK	:	Nominal Döviz Kuru Açığı
UECM	:	Kısıtsız Hata Düzeltme Modeli

GİRİŞ

Merkez Bankaları'nın uzun dönemde tek ve nihai hedefi fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Bu amaçla Merkez Bankaları çeşitli para politikası araçlarını etkin bir biçimde kullanmak zorundadır. Uzun dönemde sürdürülebilir bir fiyat istikrarının sağlanamaması topluma hem iktisadi hem de sosyal alanda oldukça önemli zararlar vermektedir.

Enflasyonun doğrudan kendisinin hedeflenerek fiyat istikrarının sağlanmaya çalışılması ilk kez 1990'larda Yeni Zelanda'da ortaya çıkmış ve fiyat istikrarını sağlamada başarılı olmasıyla da oldukça yaygın bir hale gelmiştir. Esasen finansal alanda son yirmi yılda görülen hızlı gelişim, bir anlamda ülkeleri bu uygulamanın içine itmiştir. Finansal piyasalardaki bu hızlı gelişimde en önemli pay şüphesiz teknoloji alanında kaydedilen ilerlemelere aittir. Hızlı teknolojik değişim ve küreselleşmenin artması, fiyat istikrarını sağlamada kullanılan döviz kuru ve parasal büyüklükler gibi araçların kullanımını başarısız kılmış ve bu durum ülkeleri yeni bir nominal çapa olan enflasyon hedeflemesi stratejisini sorgulamakla karşı karşıya bırakmıştır.

Uygulamada alınan sonuçlar kapsamında geleceğe yönelik kararların daha rahat alınmasını sağlamada, beklentilerin iyileştirilmesinde ve hepsinden öte düşük ve kararlı bir enflasyon oranı sağlayarak, fiyat istikrarını tesis etmede günümüzde tek olmasa da, en iyi para politikası stratejisi olarak karşımıza enflasyon hedeflemesi stratejisi çıkmaktadır.

Ancak gelişmiş olan ülkelerde oldukça başarılı ve sorunsuz bir şekilde uygulanmakta olan bu strateji, gelişmekte olan ülkelere, uygulamada bir takım sorunlarla karşılaşabilmektedir. Bu durumun en önemli sebebi, stratejinin uygulanmaya başlamadan önce istenilen hedefe ulaşılabilmesi için ön koşullardan olan bir takım teknik ve operasyonel hazırlıkların yeterince yapılamamasıdır.

Enflasyon hedeflemesi stratejinin etkin ve başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için ilk ve önemli şart enflasyon hedefine ulaşmada para politikasını araçlarını etkin bir şekilde kullanabilmesi için, tam bağımsız bir Merkez Bankacılığın varlığıdır. Esas olarak bu bağımsızlıktan amaç, fiyat istikrarının sağlanmasıdır.

Diğer taraftan sağlam bir finansal sistemin varlığında uygulama öncesi sağlanmış olmalıdır. Finansal sistemin özellikle de bankacılık sisteminin sağlam olmaması, hedeflenen enflasyon oranına ulaşmada merkez bankasının çeşitli politika araçlarını etkin bir biçimde kullanmasını engellemekte hedeflenen enflasyondan sapmalara neden olabilmektedir.

Mutlak bir mali disiplinin sağlanamamış olması ise kamu kesiminin borçlanma gereğinin yüksekliği nedeniyle Merkez Bankalarının, fiyat istikrarını sağlamada temel politika araçlarını etkin bir şekilde kullanmasını engeller. Bu nedenle mali baskınlığın olmadığı veya düşük düzeyde olduğu iktisadi yapı, stratejinin etkin bir biçimde uygulanmasında istenilen bir diğer ön koşuldur.

Dördüncü olarak bağımsız merkez bankacılığı ekseninde, şeffaflık, hesap verebilirlik ve kamuoyuyla iletişim prosedürlerinin düzenlenmesi koşulu karşımıza çıkmaktadır. Enflasyon hedeflenmesinde Merkez Bankasının çalışma biçimi, karar alma sürecinde izlediği yol ve yeni bilgiler yardımıyla enflasyon beklentileri, kamuoyuyla düzenli olarak paylaşılmalıdır.

Ancak bu önkoşulların sağlanması tek başına yeterli olmamakta bunların yanısıra Merkez Bankasının etkin bir uygulama yapabilmesi için, teknik düzenlemelerin ve operasyonel bir para politikası aracının varlığı da ayrıca gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin çoğunda operasyonel araç olarak kısa dönemli faiz oranları etkin bir şekilde kullanılmaktadır.

Teknik düzenleme ise uygulamada ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. Enflasyonun ölçüsü olarak alınacak uygun fiyat endeksinin ne olacağı, hedefin nokta mı yoksa bir band çerçevesinde mi belirleneceği gibi konular ülkelerin içinde bulundukları iktisadi ve sosyal koşuluna göre değişmektedir.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde enflasyonun kendisinin doğrudan hedeflendiği bu nominal çapa stratejisinde göz ardı edilmemesi gereken önemli bir husus ise stratejinin uygulanabilmesi için sayılan tüm bu ön koşulların tamamıyla sağlanmasından ziyade asgari olarak sağlanmasının yeterli olduğudur.

Bu bağlamda söz konusu stratejiyi örtük bir biçimde 2001'den, açık olarak 2006'dan beri uygulamakta olan Türkiye'de, stratejinin uygulanması sürecinin tartışılması amacıyla hazırlanan bu tez çalışmasının birinci bölümünde, öncelikle sorunun kendisi olan enflasyon teorisi para politikalarının etkin kullanımı çerçevesinde tanımlanmıştır. Yine bu bölümde fiyat istikrarının sağlanması amacıyla nominal çapa kullanımı ve uygulamada kullanılan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejileri anlatılmıştır.

İkinci bölümde ise mevcut nominal çapa stratejilerine alternatif olarak, son yıllarda geniş uygulama alanı bulan enflasyon hedeflemesi stratejisi fiyat istikrarı ile olan ilişkisi bağlamında ayrıntılı bir biçimde anlatılmış, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke uygulamalarına yer verilmiştir.

Üçüncü ve son bölümde ise öncelikle Türkiye'de enflasyonun seyri ve parasal hedefleme ile döviz kuru hedeflemesi stratejilerinin Türkiye'de uygulanması süreci anlatılmıştır. İzleyen kısımda bu nominal çapa stratejilerin uygulanmasındaki başarısızlıklar bağlamında Türkiye'de enflasyon hedefli stratejinin uygulanması operasyonel ve teknik düzenlemeler çerçevesinde incelenmiştir.

Bu bölümde son olarak hedeflenen enflasyondan sapmaların kontrolüne yönelik olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranları, Taylor Kuralı bağlamında Sınır Testi yaklaşımı (Bounds Test) kullanılarak analiz edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON TEORİSİNİN KURAMSAL ÇERÇEVESİ VE PARA POLİTİKASI KAVRAMI

Enflasyon yaklaşık yirmi yıldan beri iktisadi sorunların başındaki yerini korumuştur.

Enflasyon “su yüzünde yüzen buzdağı”na (aysberg’e) benzer. Bilindiği üzere buzdağının dokuzda biri su üstünde, geri kalanı su altındadır. Birçok ülkede enflasyon tartışılıp tedavi yolları aranırken, çoğu kez yalnız su üstündeki özellikler, belirtiler ele alınır. Birçokları enflasyonun baş, hatta tek sebebinin para oranındaki artış olarak kabul edip, enflasyonun gerçek anlamda güçlü tedavisini engellerler. Evet, para arzının artışı şüphesiz bir unsurdur. Fakat bu karmaşık ekonomi mekanizması içinde yer alır. Enflasyon, ekonomi mekanizmasının işleyişinin bütünüyle çalışmasının, daha doğrusu gerektiği gibi çalışmamasının sonucudur¹.

Enflasyon oranı ortalama fiyat düzeyindeki değişimdir. Genel olarak endüstrileşmiş ülkelerde enflasyon oranı çok düşükken, gelişmekte olan ülkelere yüksektir. Enflasyon oranı yıllar boyunca yükselir ya da düşer; ancak çok nadiren negatif olur. Enflasyon niçin bir sorundur? Çünkü enflasyon bir ekonomiyi, bazılarının kazandığı, bazılarının kaybettiği ve kimsenin nerede kazanacağı, nerede kaybedeceğini bilmediği dev bir kumarhaneye dönüştürmektedir. Kazançların ve kayıpların meydana gelmesinin nedeni, paranın değerindeki değişikliklerin öngörülememesidir².

Enflasyon yukarıdaki kısa açıklamalardan anlaşılacağı gibi, ülkelerin ekonomisinde önde gelen bir problemdir. Enflasyon sadece bir tek etkenden kaynaklanmamakta ve ülke ekonomisinin genelini ilgilendiren bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda çeşitli ülkeler, uyguladıkları farklı iktisadi

¹ Ahmet Kılıçbay, **Türkiye Ekonomisinin Genişleyen Ufukları**, İstanbul, 2002, Dilek Ofset, s. 61.

² İlker Parasız, **Modern Makro Ekonominin Temelleri**, 1. Bs., Bursa, 1997, Ezgi Kitapevi, s. 6-7.

programlarla ekonominin geneli üzerinde bu kadar çok olumsuz etkisi bulunan enflasyonu önce dizginlemek, sonra da kabul edilebilir bir seviyeye düşürmek için çeşitli tedbirler almaktadırlar.

Bu tedbirleri anlatmaya geçmeden önce, farklı enflasyon teorilerini tanımlamak ve enflasyonun ölçülmesinde kullanılan kriterleri belirtmek, problemin boyutunu anlamada daha da yararlı olacaktır.

1.1. ENFLASYONUN TANIMI VE ÇEŞİTLERİ

Enflasyon, kelime manası itibariyle “şişme” anlamına gelmektedir. Bir ekonomide fiyatlar genel düzeyi ve maliyetler yükseldiğinde enflasyon meydana gelir. Enflasyon, fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artışlar veya para değerindeki sürekli düşüşler olarak tanımlanabilir³. Ancak burada dikkat edilmesi gereken nokta, bu fiyat artışlarının ekonomide üretilen bazı malları değil, tüm malları ve hizmetleri kapsaması ve bu artışların bir süreklilik arz etmesidir. Mevsimsellikten ve buna benzer etkilerden kaynaklanan fiyat değişimleri enflasyon olarak nitelendirilemez. Çünkü farklı malların fiyatlarındaki düşüş, fiyatlar genel düzeyini kendiliğinden dengeleyecektir.

Kuşkusuz enflasyon döneminde tüm fiyat ve maliyetlerin aynı oranda yükseldiğini söyleyemeyiz. Çok nadir olarak fiyatlar ve maliyetler birlikte değişir. Enflasyon yeknesak bir olgu değildir. Aşırı basitleştirme riskini göze alarak üç tip enflasyondan söz edebiliriz⁴; Fiyatlar genel düzeyi yavaşça yükseldiği zaman ılımlı ya da sürünen enflasyon söz konusudur. Ilımlı enflasyon oranı yıllık olarak tek rakamlı, yani % 10’un altında kalan enflasyondur.

Öte yandan % 10 ile % 1000 arasındaki enflasyona “yüksek oranlı enflasyon” denilmektedir. Genel olarak yüksek oranlı enflasyonlar atalet (süredurum)

³ Graham Dawson, **Inflation and Unemployment**, Worcester, Edward Elgar, 1992, s. 10.

⁴ Parasız, **a.g.e.**, s.187–188.

kazanmış enflasyonlardır. Bu nedenle bu tür enflasyonla mücadele etmek oldukça güçtür.

Aylık % 50 fiyat artışları ise hiperenflasyon olarak tanımlanmaktadır. Bu ölçüdeki bir enflasyon oranı dolaşımdaki paranın değerini düşürmekte, yabancı paraların ya da yabancı parayla mevduat hesaplarının yerli paranın yerini almasına neden olmaktadır. Burada dikkati çeken husus, hiperenflasyonların daha çok karşılıksız kâğıt para rejimlerinde ortaya çıkmasıdır.

Hemen hemen hiç kimse bugünkü bin liranın beş yıl önceki kadar mal ve hizmet satın alma gücüne sahip olduğunu söyleyemez. Çünkü aradan geçen zaman içerisinde her şeyin maliyeti yükselmiştir. Halk dilinde tüm fiyat düzeyinin yükselmesine enflasyon denmekteydi ve ekonominin geneli üzerindeki olumsuz etkileri olmaktaydı. Bu bağlamda ekonomistlerin hayat pahalılığındaki değişimleri nasıl ölçtüğü önemli olmaktadır⁵.

Fiyatlar genel seviyesindeki değişimlerin belirlenebilmesi amacıyla farklı yöntemler kullanılmaktadır. Bunlar arasında TÜFE(Tüketici Fiyat Endeksi),GSMH(Gayri Safi Milli Hasıla) Deflatörü ve ÜFE(Üretici Fiyat Endeksi) en çok bilinen ve uygulanan yöntemler olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.1.1. Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)

En yaygın şekilde kullanılan fiyat düzeyi ölçüsü Tüketici Fiyat Endeksidir (TÜFE). Tüketici fiyat endeksi binlerce mal ve hizmeti içerir. TÜFE, birçok mal ve hizmetin fiyatını tüm fiyat düzeyini ölçen tek bir endekse çevirir. Acaba ekonomideki birçok fiyat, güvenilir şekilde fiyat düzeyini ölçen bir tek endekste nasıl toplanabilir? Fiyat endeksi, basitçe tüm fiyatların ortalamasını ölçer. Ancak bu yaklaşım tüm mal ve hizmetleri eşit olarak ele alır. Türkiye İstatistik Kurumu,

⁵ Parasız, a.g.e. , ss. 23–24

tüketiciler tarafından satın alınan mal sepetine giren mal ve hizmetleri tüketicinin bütçesindeki önemine göre ağırlıklandırır.

TÜFE, bir mal ve hizmet sepetinin fiyatının, aynı sepetin belli bir baz yılıdaki fiyatına oranıdır.

Yani kısaca, Tüketici Fiyat Endeksleri, tüketicilerin yararlandıkları mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimleri göstererek bilgi sahibi olmamıza oldukça yardımcı olur. Ancak burada çok önemli bir husus, Tüketici Fiyat Endeksinin hesaplandığı sepette yer alacak mal ve hizmetlerin günümüzün getirdiği yenilikler ışığında sürekli revize edilmesi gereğidir.

1.1.2. Gayri Safi Milli Hâsıla (GSMH) Deflâtörü

Bir ülkede belirli bir sürede yurtiçi faaliyetler sonucu elde edilen hizmetlerin değerinden, kullanılan girdilerin düşülmesi halinde Gayri Safi Yurtiçi hasıla elde edilir. Gayri Safi Surtiçi Hasıla, belli bir dönemde (genellikle bir yıl veya üç aylık dönemlerde), bir ülkenin milli sınırları dahilinde, üretim faktörlerinin katkısı sayesinde oluşan nihai mal ve hizmetlerin toplam değerini ifade eder. Bunu, ülke sınırları içinde elde edilen katma değerlerin toplamı olarak da ifade edebiliriz⁶.

GSMH hesabında dışarıdan gelen veya dışarıya giden faktör gelirleri, “net dış alım faktör gelirleri” başlığı altında konsolide edilir; sonra bunlar GSYİH’ya eklenir. Böylece GSMH elde edilmiş olur. Buradan da nominal GSMH ve reel GSMH yardımıyla da önemli bir istatistik olan GSMH deflatörünü hesaplayabiliriz. GSMH deflâtörüne “Zımnî Fiyat Deflatörü” de denir⁷.

GSMH Deflâtörü = Nominal GSMH / Reel GSMH’dir.

⁶ Merih Paya, **Makro İktisat**, 1. Bs. , İstanbul, 1997, Filiz Kitapevi, s. 16-17.

⁷ Parasız, **a.g.e.** , s. 24

Tüketici fiyat endeksiyle, gayri safi milli hâsıla deflâtörü arasında dört temel farklılık vardır:

- i) GSMH deflâtörü tüm mal ve hizmetlerin fiyatını ölçerken, TÜFE yalnızca tüketiciler tarafından satın alınan mal ve hizmetlerin fiyatını ölçer.
- ii) GSMH deflâtörüne yalnızca ülke vatandaşları tarafından üretilen mal ve hizmetler girerken, TÜFE'ye dışarıdan ithal edilen mal ve hizmetler de girer.
- iii) TÜFE sabit bir mal sepetine göre hesaplanırken, GSMH deflâtörüne giren mallar zaman içinde değişir.
- iv) Herhangi bir mamulün arzı azalıp fiyatı yükseldiğinde, bu TÜFE'de gözükecektir. Oysa GSMH içinde bu mal yer almayacağından, GSMH deflâtöründe de gözükmeyecektir.

1.1.3. Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE)

Üretici fiyat endeksinde yer alan kalemler şunlardır⁸;

Üretimde kullanılan makine ve teçhizat, yarı mamul ve ana malları, işçi ücretleri, yönetici maaşları üretim maliyetini, böylece üretici fiyat endeksini oluşturur. Bu endekslerin tam ve yeterli olması için, endekse giren mal ve hizmetlerin ekonomistlerin, işletmecilerin ve istatistikçilerin ortak çalışmalarına gerek vardır. Üretici fiyatlarına göre makine ve teçhizatın bir dönem veya bir yıllık üretimde üreticiye yüklediği yük, bu teçhizatın satın alma bedeli değil, amortismanlarıdır. Bu sebeple ideal üretici endeksinde bir üretim döneminde kullanılan yarı mamullerin ve ara malları girdilerin fiyatlarını, uzun ömürlü makine ve teçhizatın amortismanların toplamını endekse almak gerekir.

⁸ Kılıçbay, a.g.e. ,s. 65

Üretici fiyat endekslerinin üretim maliyetlerini tam belirleyecek enformasyona sahip olması gereklidir.

Üretim maliyeti ile satış fiyatları arasındaki fark, üretici karları ile ilgili bilgi sunar. Üretici fiyat endeksleri, toptan eşya fiyat endeksleri ve tüketici fiyat endeksleri arasındaki farklar üreticilerin, pazarlama sektörünün enflasyondaki payı hakkında bilgi verir. Bu bilgi anti-enflasyonist politikalarda kullanılabilen değerli bir bilgidir.

1.2. FARKLI ENFLASYON TEORİLERİ

Ülke ekonomilerinde, para üç temel fonksiyonu ile ekonomiye büyük bir katkı sağlamaktadır. Bu klasik işlevlerden birincisi, paranın bir hesap birimi olmasıdır. Bu fonksiyonu ile para, bilgi işleme de büyük tasarruf sağlar. Mübadele aracı olarak para ise, tasarrufların finansal aktif olarak saklanabilmesine imkân sağlamaktadır. Böylece para bir yandan yatırımların, tasarrufların artışını sağlarken, diğer yandan yatırımların verimli alanlara yönelmesini sağlamaktadır. Ayrıca banka sistemiyle birlikte, ekonominin ek kredi olgusundan istifade edilebilmesini mümkün kılmaktadır⁹.

Bütün bu işlevleri aracılığıyla para, iktisadi hayatın düzenli işlemesine yardımcı olmaktadır. Bu işlevlerin düzenli yürütülmesini engelleyen en önemli faktör ise enflasyondur. Çünkü orta ve yüksek oranlı enflasyonda paranın değer saklama aracı olma işlevi zayıflamakta, para ikamesi ve endeksleme kendini göstermektedir. Oluşan belirsizlik ortamında sözleşmelerin ve geleceğe yönelik planların vadesi kısa olmaktadır. Yüksek ve çok yüksek enflasyon durumunda ise paranın diğer iki işlevi (mübadele aracı olma ve tasarruf aracı olma) de zarar görmekte ve para ikamesi kural haline gelmektedir¹⁰.

⁹ Merih Paya, **Para Teorisi ve Para Politikası**, 2.Bs. , İstanbul, 1998, Filiz Kitapevi, s. 15–17

¹⁰ Coşkun İçöz, “Yüksek Enflasyon Hakkında”, **İktisat-İşletme ve Finans**, No: 165, Temmuz 1999, s. 51

Bu bağlamda istikrarsız fiyatların ekonominin geneli üzerindeki etkisini daha iyi anlamak açısından farklı enflasyon teorilerini incelemek yararlı olacaktır.

1.2.1. Klasik Teori ve Enflasyon Yaklaşımı

Klasik teori, belirli temellere dayanan bir makro ekonomi modelidir. Klasik teoride genel denge J.B. Say'ın, "her arz kendi talebini yaratır", şeklinde kısaca formüle edilen "Mahreçler Kanunu" ile çözümlenmektedir. Mahreçler Kanunu'na göre, kişiler ihtiyaçları olan diğer mal ve hizmetleri elde etmek için çalışmak istedikleri süreyi belirleyeceklerdir.

Üretim satın alınmak istenen mal kadar olacağından, hiç kimse üretimi karşılığında elde ettiği geliri atıl olarak tutmayacak ve ihtiyaçlarını karşılamak için kullanacaktır. Bu yüzden bireyler, parayı mübadele amacıyla talep edeceklerdir. Yani talep, üretim faktörlerine yapılan ödemelerden doğacağından her arz kendi talebini oluşturacak ve ekonomi sürekli tam istihdam düzeyinde bulunacaktır. Eğer piyasada geçici olarak bir talep fazlalığı veya talep eksikliği söz konusu ise, bu husus girişimcilerin yanlışlığındandır. Fakat piyasada bilgi akımı tam olduğundan, bu yanlışlık kısa sürede giderilecektir. Talep fazlalığı söz konusu ise, yatırımlar o alana yönelecek ve üretim artacak, talep eksikliği söz konusu olduğunda ise, girişimciler o alandan çekilecek ve denge söz konusu olacaktır. Böylece Klasik Teoriye göre, ekonomide uzun dönemde asla eksik istihdam söz konusu olmayacaktır¹¹.

Klasik Teorinin para ve para piyasası ile ilgili görüşlerinin formülasyonu ise miktar teorisi ile meydana gelmiştir. Miktar teorisi, para piyasalarındaki değerin yanı sıra, fiyatlar genel düzeyindeki artışların sebebini de açıklamaktadır. Bu açıdan miktar teorisiyle klasikler parasal büyüklüklerdeki artışın fiyatlar genel düzeyini nasıl arttıracığını, böylece de enflasyonun nasıl oluşacağını açıklamaya çalışmışlardır.

¹¹Tuğrul Çubukçu, Enflasyon Teorisi ve Türkiye'de Enflasyon, **Hacettepe Üniversitesi İİBF Yayınları**, No: 2, 1983, s. 14

Klasik miktar teorisinde iki farklı bakış açısı vardır. Bu bakış açılarından Irving Fischer'in yaklaşımı makro bir tarz sergilerken, Alfred Marshall tarafından geliştirilen Cambridge denklemi ise mikro bir tarz sergilemektedir. Pigou tarafından düzenlenen Cambridge denklemi bir taraftan modern miktar teorisi ile klasik miktar teorisi arasında, diğer taraftan da klasik miktar teorisiyle Keynesyen para talebi arasında bir bağ oluşturmaktadır.

Bu yaklaşımlardan Fischer'in miktar teorisi;

$$M.V. = P.T$$

şeklinde formüle edilmektedir. Bu formülde, P: fiyatlar genel düzeyini, M: para arzını, V: paranın dolaşım hızını ve T: üretim hacmini ifade etmektedir.

Klasik teoride ekonomi tam istihdam seviyesinde olduğundan T'nin (üretim hacmi) ve para talebi de istikrar arz ettiğinden dolayı V'nin (paranın dolaşım hızı) çok fazla değişmediği savunulmuştur. V ve T beraberce sabit olduğunda, fiyat düzeyinin para stoğuyla aynı orantıda olması gerekir. Böyle bir durumda Dornbusch ve Fischer'in açıkladığı gibi, klasik miktar teorisi, enflasyon teorisi halini alır¹².

Diğer taraftan, klasiklerde V'nin (paranın dolaşım hızı), para arzının artması durumunda etki altında kalmayacağını kabul edilmesinde, paranın sadece mübadele ve ihtiyat saikiyle elde tutulmak istendiği görüşü yatmaktadır. Para arzı ne kadar arttırılırsa arttırılsın, toplumun mübadele amacıyla elde tuttuğu nakit oranı değişmeyecektir. Ayrıca, para artışları veri olan üretim hacmini (T) etkilemeyeceğinden, sadece fiyatlar genel seviyesini arttırarak arz-talep dengesinin daha yüksek düzeylerden dengelenmesine neden olacaktır. Böylece, para arzı daha da artmaya devam ederse, doğal olarak fiyatlar genel seviyesi artacak ve enflasyonla karşılaşılacaktır.¹³

¹² Rudiger Dornbusch & Stanley Fischer, **Macroeconomics**, 5 th. Edition , McGraw Hill Company, 1990, p. 372

¹³ Çubukçu, **a.g.e.** , s. 13

Klasik teori, iktisat biliminde çeşitli sorunlara karşı çözüm bulmada kendi içerisinde tutarlı olmasına rağmen, eksik yönleri de yok değildir. Örneğin, tam rekabetin olmadığı koşullarda veya atıl para talebi olması durumunda fiyatlar esnekliğini kaybedince çözüm üretememektir. Diğer taraftan enflasyonun tek başına para arzıyla açıklanması da diğer bir yetersizlik olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü enflasyonun başka nedenlerle artabildiği de görülmüştür (Örneğin; beklentiler).

Bu belirtilen sorunlardan dolayı, enflasyonun yalnızca miktar teorisiyle açıklanması, bu problemin çözümünde yetersizliklerle karşılaşılmasına neden olabilecektir.

1.2.2. Monetarist Teori ve Enflasyon Yaklaşımı

Milton Friedman’a göre; enflasyon daima ve her yerde parasal bir olaydır ve para miktarının üretimden daha hızlı artması sonucu ortaya çıkar. Bunun anlamı, parasal büyümedeki aşırılık enflasyona neden olmakta ve parasal büyümenin kontrol altına alınması da enflasyonu çözmede tek yol olmaktadır¹⁴.

Milton Friedman ve Edmund Phelps; orijinal Phillips eğrisinde çok önemli bir düzeltme üzerinde durmuşlar ve Phillips eğrisinin ücretlerin belirlenmesinde beklenen enflasyonun etkilerini önemsemediğini söylemişlerdir. İşçiler nominal ücretle değil de, reel ücretlerle ilgilenmektedirler. Dolayısıyla işçiler, ücretleri belirlenirken beklenen enflasyonun telafisini talep etmek zorunda kalacaklardır¹⁵.

Monetaristlerin teorik alt yapılarında önemli bir yere sahip olan adaptif (uyarlamacı) beklentiler görüşü bu nedenle kendine iktisatta yer bulmuş ve çeşitli iktisadi sorunların –özellikle de enflasyon hakkındaki görüşlerin- çözümünde kullanılmıştır.

¹⁴ Dawson, **a.g.e.** ,p. 15

¹⁵ Dornbusch & Fischer, **a.g.e.** , p. 514

Ancak, uyarlamacı beklentiler hipotezine de çeşitli eleştiriler getirilmiştir. Bu eleştirilerin ana noktasını geleceğe bilgi aktarımı sürecinin yavaş işlediği ve böylece de tahmin edilen enflasyon oranının, gerçekleşen enflasyon oranının altında kalacağı oluşturmaktadır¹⁶.

Monetaristlerin enflasyonun parasal bir olay olgusu olduğunu belirtmeleri nedeniyle, para politikasının bu teoriye göre, önemini arttırmakta, böylece de para talebi, para politikasının etkili olabilmesi için çok önemli bir unsur haline gelmektedir. Para talebinin istikrarının korunamaması, para talebinde nasıl bir çözüm yöntemi izlenmesi gerektiğini belirsizleştirmektedir. Bu bağlamda, enflasyon arttığında para talebinde büyük değişiklikler olduğunu görülmüştür.

Almanya'nın yaşadığı hiperenflasyonda elde tutulan para miktarı, enflasyon öncesi döneme kıyasla yirmide birlere kadar düşmüş, para tutmanın artan maliyeti karşısında reel para talebi düşmüş ve milli paradan kaçış başlamıştır¹⁷.

Monetarist teoriye göre, para arzının dışsal büyüklük olması ve Merkez Bankası tarafından kontrol ediliyor olması, para otoritesini, para arzlarındaki artış neticesinde oluşan enflasyonun bir numaralı sorumlusu durumuna düşürmektedir.

Monetarist Teorinin enflasyon konusunda yaptığı en önemli katkılardan bir diğeri hiç şüphesiz beklenti olgusudur. Yüksek enflasyonun gelecekteki para politikası yapımlarında şüphe yaratacağı korkusu Barro'yu bu konuda çalışmaya teşvik etmiştir. Barro'ya göre, yüksek enflasyondan ötürü meydana gelen likidite sıkışmasını engelleyebilmek için, para arzının arttırılması gerekir. Barro bunun nedeni olarak, para otoritesinin oluşabilecek muhtemel durgunluktan korkmasını göstermektedir. Bu durumda para otoritesinin davranışı, enflasyon beklentilerini devreye sokmaktadır. Böylece geçmiş enflasyon tecrübesi olumsuzsa, enflasyon

¹⁶ Zafer Tunca; “**Rasyonel Beklentiler Teorisi ve Phillips Eğrisi**”, İktisadın Dama Taşları, Eğitim Serisi-2, İstanbul, 2002, s. 50

¹⁷ Dornbusch & Fischer, **a.g.e.** , p. 371

beklentisi yüksek olacak ve böylece enflasyonu aşağıya çekme çalışmaları etkilenecektir¹⁸.

Monetarist'lere göre, enflasyon sırasında nominal faiz oranları yüksektir ve ancak etkin bir anti-enflasyonist politika izlenirse, faiz oranları düzelebilir.

Monetaristlerin ulaştıkları bu sonucu anlamak için nominal faiz oranlarıyla, reel faiz oranlarını birbirinden ayırmak gereklidir. Genel olarak konuşulan nominal faiz oranlarıdır, reel faiz oranları pek fazla göz önüne alınmaz. Reel faiz oranı, enflasyona ayarlanmış orandır. Daha açık bir şekilde ifade etmek gerekirse, reel faiz oranı artı, ya da nominal faiz oranı eksi, beklenen enflasyon oranına eşittir.

Bilindiği üzere, enflasyon paranın alım gücünü düşürmektedir. Enflasyon devam ettiği sürece her birim para, daha az mal ve hizmet satın alacaktır. Bunun doğal sonucu olarak bugün ödünç alınan paranın reel değeri, geri ödeme tarihi geldiğinde daha az olacaktır. İşte reel faiz oranı bu enflasyonist ayarlamayı yansıtmaktadır.

O halde nominal faiz oranının iki bileşeni vardır. Birincisi reel faiz oranıdır. İkincisi enflasyon ayarlamasıdır. Buna göre;

$$\text{Nominal Faiz Oranı} = \text{Reel Faiz Oranı} + \text{Beklenen Enflasyon Oranı'dır.}$$

Monetaristler reel faiz oranının düşük ve oldukça istikrarlı olduğunu ileri sürmektedirler. Nominal faiz oranı yüksekse, bu durum gelecekte enflasyonun artacağı yönündeki bekleyişleri yansıtmaktadır. Bu açıdan Monetaristler kararlı ve öngörülebilir para arzı değişiklikleri üzerinde durmaktadırlar¹⁹.

¹⁸ Robert J. Barro, **Macroeconomics**, 3. Bs. , John Wiley-Sons, 1970, p. 462-263

¹⁹ Parasız, **a.g.e.** , s. 311-312

1.2.3. Keynesyen Teori ve Enflasyon Yaklaşımı

Keynes, iktisadi sistemde paranın rolünü faiz haddi ile ilişkili olarak göstermektedir. Keynes, paranın mübadele aracı olmak yanında spekülasyon amaçlarıyla tutulduğu ve faiz hadlerinin belirlenmesinde etkili olduğu söylemiş, girdi fiyatlarında sertliklerin ortaya çıktığı bir ekonomiyi ele almıştır. Paranın işlevini, ne, Klasik Okul ve Onun Say Kanunu gibi sistemin makro dengesinde, tamamıyla ihmal etmiş; ne de Neo-Klasik konjonktür teorileri ve onun uzantısı olan “monetarizm”de olduğu gibi parayı nakdi makro büyüklükleri belirleyen en önemli etken saymıştır. İktisat politikasını, ekonominin makro dengesi için para politikasına inhisar ettiren görüşten, Keynes’in “Genel Teori”si bu bakımdan ayrılır; para politikasının niçin yetersiz olduğunu gösterir. “Genel Teori”de para, bireylerin likidite tercihiyle birlikte faiz haddini; faiz haddi yatırımın marjinal etkinliğiyle birlikte yatırımı; yatırım da marjinal tasarruf meyline bağlı olarak milli geliri belirler²⁰.

Keynes Genel Teori’de temel kavram olarak belirtilen ve ana noktası A.C. Pigou olan kısa dönemi benimsemiştir. Bu ara nokta için iyi bir sebep vardır. Keynes’in görüşleri genellikle toplam talep üzerinde oluşan etkiler sonucunda üretim kapasitesindeki düşüş ve yükselişlere dayanmaktadır. Genel Teori’nin temel amacı, kısa dönemli iktisadi problemlere karşı makro iktisadi unsurları düzenlemektir ve bu açıdan bakıldığında Genel Teori uzun dönem kavramından oldukça uzaktır²¹.

Keynes, enflasyon hakkındaki görüşlerini “Savaş Nasıl Finanse Edilmeli?” isimli çalışmasında toplamıştır. Bu çalışmanın temelini 1939’da yazdığı iki makale oluşturmaktadır. Daha sonra bu çalışma, enflasyon açığı modeli olarak isim yapmıştır²². Söz konusu bu modelde enflasyonist açık; tam istihdam noktasının veya üretim kapasitesi sınırının ötesinde efektif talebin toplam arzı aşan kısmı olmakta ve

²⁰ Gülten Kazgan, **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, 6. Bs. , İstanbul, 1993, Remzi Kitapevi, s. 204

²¹ Robert G. King, “Will the New Keynesian Macroeconomics Resurrect the IS-LM Model?” **Journal of Economic Perspective**, Vol: 7, No: 1, 1993, p. 71

²² Helmut Frisch, **Enflasyon Teorileri**, (Çev: Ertan Okay, Aslan Yiğidim), Ankara, 1989, Elif Matbaası, s. 187

bu açık nedeniyle fiyatlar genel seviyesi yükselme eğilimine girmektedir. Modelde enflasyon aşırı mal talebinde pozitif, arza karşı ise negatif cevap verecektir.

Anlaşılabacağı üzere Klasik Teori yaklaşımından farklılığı göz önüne çıkmaktadır. Keynesyen Teori yaklaşımında efektif talebin toplam arzı aşması, sadece para miktarının artışından kaynaklanmamaktadır. Keynesyen Teori, para arzını harcama eğiliminin temel sebebini oluşturmayan, harcama eğilimini finanse eden bir unsur olarak görmektedir ki, böylece bireysel geliri arttıracak devlet harcamaları veya şirketlerin gelirini arttıracak vergi oranlarındaki düşme gibi faktörler de harcama eğilimini arttırabilecektir²³.

Keynes, Klasik Teori'nin para talebi hakkındaki görüşlerini yetersiz bularak spekülasyon güdüsüyle para talep edileceğini savunmuş ve böylece de likidite tercih teorisini geliştirmiş, ekonominin eksik istihdam seviyelerinde de denge noktasına gelebileceğini savunmuştur.

1.2.4. Rasyonel Beklentiler Teorisi ve Enflasyon Yaklaşımı

Geleceğe yönelik beklentilerin şekillendirdiği rasyonel beklentiler teorisinin iki genel özelliği bulunmaktadır²⁴;

- i) Rasyonel Beklentiler ortalama olarak doğrudur.
- ii) Tahminin hatası oldukça düşüktür.

Bu bağlamda 1961'de Muth'un yaptığı çalışmalarla formülasyonu gerçekleşen Rasyonel Beklentiler Hipotezi mikro ekonomiyle ilgilidir. Bu hipoteze göre, insanlar fiyat tahminleri hususunda tam bilgiye sahiptirler, yani ellerindeki tüm geçerli bilgiyi kullanırlar ve kullandıkları bu bilgiler yardımıyla yaptıkları tahminlerin hata paylarının düşük olduğuna inanırlar. Elde edilebilir tüm bilgilerin

²³ Paya, **a.g.e.**, s. 376

²⁴ Michael Parkin & Melario Powell & Kurt Matthews, **Economics**, 3.th. Edition, Addison-Welsey, 1997, p.840

kullanıldığı ve mümkün olan en düşük hata payına sahip tahminlere “rasyonel beklentiler” denir.

Anlaşılabacağı üzere, rasyonel beklentiler yaklaşımı firmaların ve tüketicilerin rasyonel olarak karlarını en üst düzeye getirdiklerini ve tüketicilerin rasyonel olarak faydalarını en üst düzeye getirdiklerini varsaymaktadır. Buna göre ekonomide yer alan aktörler, gelecekle ilgili beklentilerini oluştururken, rasyonel davrandıklarını varsaymamak mantıklı olmayacaktır²⁵.

Rasyonel beklentiler teorisi, beklentilerin oluştuğu iktisadi değişkenleri belirlemek ve açıklamak amacıyla kullanılan teoridir. Eldeki mevcut bilgiler, geleceğe ait en uygun öngörülerde bulunmak için gerekli bilgileri kapsar. Bilgi seti genel olarak iktisadi değişkenlere ait geçmiş dönemlere ait gözlemleri ve iktisadi politikanın gelecekteki değerlerine ait, cari olarak gözlemlenebilen değişkenleri kapsamaktadır. İçeriği bu şekilde tamamlanan bilgi seti, beklentilerin yapısını belirlemektedir, yani beklentiler bilgi setine koşulludur²⁶.

Rasyonel beklentiler teorisine göre fiyat seviyesi şu şekilde ifade edilebilir²⁷;

$$\Pi^*_t = E (\Pi_t / Z_{t-1})$$

$$\Pi_t - \Pi^*_t = \Pi_t - E (\Pi_t / Z_{t-1}) = \epsilon_t$$

Formülde Π^* beklenen enflasyon oranını, Π gerçekleşen enflasyonu ve Z_{t-1} bütün parametreleri ve önceden belirlenmiş değişkenleri içermektedir. Formülasyona göre beklentiler iktisadi teoriyle uyumlu olduğunda rasyoneldir. Yani, rasyonel beklentiler teorisiyle anlaşılan, bireyler piyasa hakkında tam bilgiye sahiptirler.

²⁵ Gregory Mankiw; “Recent Developments in Macroeconomics: A Very Quick Refresher Course”, **Journal of Money Credit and Banking**, Vol: 20, No: 3, 1998, Part 2, p. 440

²⁶ Funda Erdoğan, **Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği**, Ankara, SPK Yayınları, No: 63, 1997, s. 15

²⁷ Helmut Frisch, “Inflation Theory 1963-1975: A Second Generation Survey”, **Journal of Economic Literature**, Vol: 15, No: 4, 1997, p. 1301

Bireylerin rasyonel beklentilere sahip olması sonucu iktisat politikası kendinden beklenen etkiyi yaratmaz. Rasyonel beklentiler teorisi savunucularına göre, devlet kısa dönemde dahi, vergiler, kamu harcamaları ve para arzı gibi araçları kullanarak üretim, istihdam, fiyat istikrarı gibi değişkenler üzerinde etkili olamaz. Teoriye göre, devlet sadece oyunun kurallarını belirlemekte, bireylerde hangi imkânların kendilerine açık olduğunu bilip alacağı kararların muhtemel sonuçlarını önceden kestirebilmektedir.

Örnek verecek olursak, rasyonel bekleyişler varsayımına göre halk, hükümetin izleyeceği sistematik politika kurallarını ya da stratejilerini tam olarak öngörür. Böylece halk, enflasyon % 5'ten % 10'a ulaştığı zaman para arzı hedeflerini değiştireceğini ya da genel seçim yıllarında hükümetin vergi oranlarını düşüreceğini bilir.²⁸

Yine rasyonel bekleyişler teorisine göre halkın bekleyişlere toplu cevap vermesi beklenen duruma göre istikrar politikalarını etkisiz kılacaktır. Örneğin para politikasını ele alalım. Para otoritelerinin gevşek para politikasının uygulanabileceğini açıkladıklarını varsayalım. Bu açıklama ile amaç, reel üretim ve istihdamı arttırmak olsun. Ancak halk geçmiş deneyimlere dayanarak böyle bir genişletilmiş politikaya enflasyonun eşlik edeceğini öngörecektir. Doğal sonuç olarak halk kendi kendini korumak isteyecek ve çalışanlar parasal ücretlerini arttırmak için baskı yapacaklar, firmalar ise mallarının fiyatlarını yükseltecekler, ödünç verenler ise uyguladıkları faiz oranlarını arttıracaklardır. Bütün bu davranışlar, çalışanların, iş adamlarının ve ödünç verenlerin reel gelirleri üzerinde enflasyonun olumsuz etkisinin önlenmesine yöneliktir. Bu durumda gevşek para politikası sonucu toplam harcamalardaki artış, tamamen daha yüksek fiyat ve ücretlere gidecektir. Dolayısıyla reel üretim ve istihdam artmayacaktır.

²⁸ İlker Parasız, **a.g.e.**, s. 314-316

1.2.5. İşsizlik ve Enflasyon (NAIRU)

Monetarist Teori tarafından ortaya konulan doğal işsizlik oranı, bu konu ile ilgili yapılan araştırmaları hızlandırmıştır. Bu araştırmaların sonucu, kısaltılmışı NAIRU olan “non accelerating inflation rate of unemployment” kavramı ortaya çıkmıştır (enflasyonu hızlandırmayan işsizlik). 1975 yılında ilk olarak ortaya konan NAIRU modeli, Keynesyen veya Klasik Teori’ye dayanmayan bir yaklaşımdır. NAIRU modeli şu denklemle ifade edilmektedir²⁹.

$$\Pi_t = \Pi_{t-1} - E(u - u^*) + \epsilon$$

Bu modelde, Π_t enflasyon oranını, Π_{t-1} , $t-1$ dönemine ait enflasyon oranı, u işsizlik, u^* doğal işsizlik oranını ve ϵ hata payını ifade etmektedir. Denklem göre enflasyon seviyelerinin birbirine eşit olduğu, yani $\Pi_t = \Pi_{t-1}$ olduğu durumun belirlenmesiyle, doğal işsizlik (u^*) seviyesini tespit etmek mümkündür. Bu noktadaki doğal işsizlik oranı da NAIRU’yu ifade edecektir.

Modele göre işsizlik oranı NAIRU’yla tespit edilen oranın altına indiğinde, enflasyon artma eğiliminde olacaktır. Bu durumda enflasyonu düşürmek için daha sıkı bir para politikası uygulanması gerekecektir. Sıkı para politikasıyla NAIRU’ya yaklaşıldığında enflasyon oranı düşme eğilimi gösterecektir. Buna karşılık işsizlik doğal işsizliğin üzerine çıktığında ise tersi bir durum söz konusu olacaktır.

NAIRU modelinin geliştirilmesiyle birlikte, NAIRU’nun düzeyi de önem kazanmakta, NAIRU düzeyinin yükselmesi halinde ekonominin enflasyonu düşürmek için daha yüksek işsizlik oranına katlanması gerekmektedir. NAIRU’daki artış ise, teknolojik gelişme, emek piyasası yasaları ve işsizlik sigortası gibi yapısal etkenler ile işçilerin işsiz kaldıkları müddette yeteneklerini kaybedeceklerini savunan arz yönlü yaklaşım ile açıklanmaktadır³⁰.

²⁹ Dornbusch & Fischer, **a.g.e.** , p. 559

³⁰ İlker Parasız & Melike Bildirici, **Emek Ekonomisi**, Bursa, 2002, Ezgi Kitapevi, s. 299–301

NAIRU modelinde ekonomiye yapılacak müdahalelerin düzeyini ise emek piyasalarındaki esnekliğin durumu belirleyecektir. Esnek emek piyasasına sahip bir ülkede sistem istikrar arz etmediğinden, sürekli müdahale söz konusu olacaktır. Aksine, emek piyasalarındaki esnekliğin sert olduğu ülkelerde ise, piyasalar müdahaleye maruz kalmadan zamanla tekrar dengeye gelecektir. Ancak bu dengeyi bulmak zaman alacağından, yüksek enflasyonun sakıncaları ile ülke ekonomisi karşı karşıya kalacaktır³¹.

1.2.6. Enflasyonun Etkileri ve Maliyeti

Enflasyon döneminde tüm fiyatlar ve ücretler aynı oranda değişmez. Bir diğer ifadeyle, göreceli fiyatlarda değişme meydana gelir. Göreceli (nispi) fiyatlarda meydana gelen sapma sonucu³²;

- i) Farklı gruplar arasında gelir ve servet yeniden dağıtılmış olur.
- ii) Çeşitli malların üretiminde ve fiyatlarında sapmalar meydana gelir. Bunun sonucu olarak ekonomide çıktı ve istihdamda sapmalar olur.

Enflasyonun en büyük dağıtım etkisi, halkın elindeki çeşitli aktif ve yükümlülüklerin farklılığından kaynaklanır. Bireyler sabit faizle uzun vadeli olarak borçlanmışlarsa, fiyatlardaki ani yükseliş onlara büyük bir kazanç sağlayacaktır. Böyle bir durumda kişi ve kurumlar ödünç veren durumdaysalar, çok büyük bir kayıpla karşılaşacaklardır.

Geliri yeniden dağıtıcı etkisine ek olarak enflasyon, reel ekonomiyi makro iktisadi ve mikro iktisadi düzeyde etkiler.

³¹ Piero Ferri & Edward Greenberg & Richard H. Day, "The Phillips Curve, Regime Switching and the NAIRU", **Journal of Economic Behavior & Organization**, Vol: 46, No:1, 2001, p. 32

³² Parasız, **a.g.e.** , s. 201–203

Kısaca açıklamak gerekirse; uzun dönemde enflasyonla üretim arasında bir ilişkinin bulunmasına gerek yoktur ancak kısa dönemde ilişkiler biraz karışıktır. Toplam talepteki sağa doğru bir kayma daha büyük üretime ve daha yüksek fiyatlara (ya da enflasyona) sebep olur. Buna karşılık, bir arz şoku toplam arz eğrisini yukarı kaydırarak bir yandan fiyat artışlarına neden olurken, öte yandan üretimin ve istihdamın düşmesine yol açar. İşte bu nedenle modern makro ekonomi enflasyon ile üretim düzeyi (istihdam) arasında doğrudan bir ilişki olmadığını vurgulamaktadır.

Enflasyonun ikinci bir etkisi, mikro iktisadi düzeyde kaynak tahsisi üzerinde olmaktadır. Enflasyon, kaynak tahsisini engellemektedir. Enflasyon oranı ne denli yüksekse, nispi fiyatlardaki sapmalar da o denli yüksek olacaktır. Enflasyon dönemlerinde değeri en çok sapma gösteren unsur paradır. Doğası gereği paranın faiz getirisi yoktur. Yani nominal faiz getirisi sıfırdır. O halde paranın reel faiz oranı, eksi enflasyon oranına eşittir.

Enflasyonu ekonominin geneli üzerindeki maliyetleri öngörülüp öngörülememesine göre analiz etmek gerekir. Çünkü para politikası, uzun süreli hedefleri içermesine rağmen, enflasyon değişimleri, üretimi kısa sürede etkiler³³.

Enflasyonun getireceği maliyetlerden bir diğeri, faizlerin artmasıyla kendini gösterecektir. Bu açıdan Merkez Bankaları, sadece arz ve enflasyonun stabilizasyonu ile ilgilenmez, aynı zamanda faiz oranlarının stabilizasyonu ile ilgilenirler. Çünkü faiz oranları para politikasında da kesintiler oluşturur³⁴. Bu nedenle enflasyonist bir ortamın faiz oranları üzerindeki etkilerini açıklamada Fischer etkisi kullanılmaktadır.

“ $i = r + \lambda$ ” ile ifade edilen Fischer etkisi denkleminde, “ i ” nominal faiz oranını, “ r ” reel faiz oranını, “ λ ” ise beklenen faiz oranını göstermektedir. Buna

³³ Stanley Fischer, “Central-Bank Independence Revisited”, **The American Economic Review**, Vol: 85, No: 2, p. 204

³⁴ Paul Söderlind; “Monetary Policy and the Fischer Effect”, **Journal of Policy Modelling**, Vol: 23, No: 5, 2001, p. 494

göre, enflasyonist beklentilerin artması, nominal faiz oranlarını da görüleceği gibi, arttırmaktadır³⁵.

Enflasyon maliyetlerinden bir diğeri büyüme üzerindeki etkidir. Ghosh ve Philips'e göre, düşük enflasyon oranlarında (yıllık % 2–3), enflasyon ile büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Aksine yüksek enflasyon oranları söz konusu olduğunda ise, ilişki orijine göre dışbükey bir görüntü olmaktadır. Yani enflasyon oranı % 10'dan % 20'ye çıktığında; % 40'tan % 50'ye yükselen bir enflasyon oranına nispeten, ekonomi üzerinde daha olumsuz bir etki yapmaktadır³⁶.

Enflasyonun getirdiği diğeri bir olumsuz sonuç, vergiye bağlı çarpıklıktır. Fischer'e göre enflasyon oranında her % 1'lik artış, vergilerde % 2,5'luk bir artışa mukabil gelecektir³⁷.

Böyle bir durumda, enflasyon hızının yüksek olmasıyla karşılaşıldığında, yani enflasyonun olası faiz haddini aştığı hallerde, faizden vergi almanın hem adil hem de anti-enflasyonist politika ile bağdaşan bir yol olduğunu ekonomistler tekrarlamışlardır. Bunu benimseyip uygulayan ülkelerin uygun bir yol izlemiş oldukları kuşkusuzdur³⁸.

1.2.7. Yapısal Enflasyon

Yapısal enflasyon görüşünün savunucusu olan Oliviera, parasal büyüklüklerdeki önemli değişikliklerin, ekonomi üzerindeki etkisinin, tam olarak kabul edilebilecek bir faktör olmadığını belirtmektedir³⁹.

³⁵ Hanifi Aslan, **Enflasyonist Finansman Politikası**, Bursa, 1997, Akbil, s. 25

³⁶ Atish Ghosh & Steven Philips, "Warning: Inflation May Be Harnful of Your Growth, **IMF Staf Paper**, Vol: 45, No: 4, 1998, p. 10 – 11

³⁷ Stanley Fischer, "Towards an Understanding of the Cost of Inflation", **Cornegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Vol: 15, 1981, p. 21

³⁸ Kılıçbay, **a.g.e.**, s. 73

³⁹ Julio Oliviera, "On Structural Inflation and Latin – American 'Strueturalism'", **Oxford Economic Papers**, Vol: 16, No: 13, p. 322

Az gelişmiş ülkelerde enflasyonun nedeni olarak yapısal bozuklukları sorumlu tutan yapısalcı görüş, gelişmiş ülkelerde ise hizmet ve sanayi sektöründeki verimlilik farklarının enflasyon nedeni olduğunu savunmaktadır. Az gelişmiş ülkelerde enflasyona yol açan temel yapısal bozukluklar ise; gıda maddeleri arzında, ekonominin ithal kapasitesinde ve devlet giderlerinin artışında karşılaşılan darboğazlardır. Bunların dışındaki kurumsal bozukluklar ve dışsal faktörler de enflasyonun artmasına yol açmaktadır⁴⁰.

Az gelişmiş ülkelerin öncelikli problemi olan kalkınma sorununa, devletin öncülük etmek zorunda olması, kısıtlı olan kamu kaynaklarına ek yük getirmekte ve bu durum enflasyona yol açmaktadır⁴¹. Ekonomideki yüksek enflasyon, devlet gelirlerinde düşüşü beraberinde getirecektir. Devletin gelirlerini arttırmak zorunda olması ise doğal olarak yeni vergileri gündeme taşıyacaktır⁴².

Diğer taraftan, az gelişmiş ülkelerdeki endüstriyel gelişme ve kentleşmenin artışı, gıda ve hammadde talebini arttıracaktır. Bu tür ülkelerde verimi az olan tarım sektörü, artan talebe, arzın kısa zamanda cevap vermesine imkan vermez. Bu durum da tarımsal ürünlerin fiyatlarını arttırır. Endüstriyel üretimdeki hammadde sıkıntısı da endüstriyel mamullerin fiyat artışına neden olur. Bu döngü, para arzı artışını beraberinde getirir⁴³.

Para arzındaki artışın doğal sonucu olarak enflasyonda da bir artış meydana gelir. Anlaşılacağı üzere böyle bir durumda sadece para arzının kontrolü yalnız başına enflasyona bir çözüm getirmede yetersiz kalmakta ve ekonominin genelini ilgilendiren yapısal reformlara gereksinim duyulmaktadır. Yapısal reformlarda ancak etkin para politikalarının uygulanabilmesiyle mümkün olabilmektedir.

⁴⁰ Çubukçu, a.g.e. , s. 64

⁴¹ Francisco Ruge – Murcia, “Government Expenditure and Dynamics of High Inflation” **Journal of Development Economics**, Vol: 58, No.2, 1999, p. 334

⁴² Thorsten H. Block, “Economic Stagnation in Weimer Germany: A Structuralist Perspective”, **Structural Change and Economic Dynamics**, Vol: 13, No: 2, 2002, p.130

⁴³ Alfredo Canavese, “The Structuralist Explanation in the Theory of Inflation”, **World Development**, Vol: 10, No: 7, 1982, p. 524

1.3. PARA POLİTİKASI KAVRAMI

Para politikası; iktisadi faaliyet hacminin ve fiyatlar genel düzeyinin denetlenebilmesi amacıyla, mevcut parasal büyüklükleri kontrol etmek ve bunun için belli kararlar almak ve hayata geçirmek şeklinde tanımlanabilir⁴⁴.

Bu yönüyle para politikası, iktisat politikasının alt dalında yer almaktadır. Para politikası araçları; açık piyasa işlemleri, reeskont oranları, mevduat munzam karşılıkları, faiz oranı, ikna yolu, ithalat teminatları, asgari ödeme oranı, selektif kredi kontrolü olarak sayılabilir⁴⁵. Para politikası, ekonomideki parasal büyüklükler ve reel ekonomi arasında anlamlı bir ilişki olduğu temeline dayanır. Anlaşılacağı üzere, parayı kontrol eden araçlarla ekonomideki istihdam, büyüme, faiz vb. reel büyüklüklerin arasında etkin bir ilişki vardır. Bu nedenlerden dolayı belirlenecek para politikası ülkeler için son derece önem taşımaktadır.

Güvenilir ve de etkin bir para politikası stratejisi bünyesinde şu özellikleri taşımalıdır;

Her şeyden önce etkin bir para politikası stratejisi güvenilir olmalı, Merkez Bankası uygulamada bağımsız olmalı, şeffaflık ve hesap verebilirlik olmalı, maliye politikası disipline edilmeli, takdir yetkisine dayalı politikalar yerine, kurala dayalı politikalar izlenmelidir.

Güvenilirlik kavramı, modern para politikasının odağına yerleşmiş ve etkili bir para politikası rejiminin ön koşulu haline gelmiştir⁴⁶. Blinder'e göre, eğer insanlar bir Merkez Bankasının ne söylerse yapacağına inanıyorsa o banka güvenilirdir⁴⁷. Yani, Merkez Bankasının dürüst bir geçmişe sahip olması, bankanın yapacağını

⁴⁴ Sadun Aren, **100 Soruda Para ve Para Politikası**, Gerçek Yay., 5.Baskı, İstanbul, 1995, s. 135–136

⁴⁵ Nur Keyder, **Para Teori Politika Uygulama**, İstanbul, 1993, Bizim Büro Yayınevi, 4.baskı, s. 50

⁴⁶ Torsten Persson & Guido Tabellini, “Designing Institutions for Monetary Stability”, **Monetary and Fiscal Policy**, (Vol: 1), 2nd Ed. London, The MIT Press, 1995, p. 289

⁴⁷ Alan S. Blinder, “Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?” **NBER Working Papers**, No: 7161, June 1999, p.1424

açıkladığı faaliyetleri yapması ve sözünü tutması bu bağlamda oldukça önemlidir. Zira önemli olan Merkez Bankalarının söyledikleri, yani para politikasına ait hedefleri değil, gerçekleşen son durumdur⁴⁸.

Merkez Bankalarının bağımsızlığını ise Suat Oktar şu şekilde tarif etmektedir; Merkez Bankasının Bağımsızlığı, Bankanın para politikasını, siyasi otoritenin nüfuzuna ve tasarrufuna maruz kalmadan, kendisine verilen hedefler doğrultusunda uygulayabilme ve gerektiğinde değişiklik yapabilme esnekliğine ve inisiyatifine sahip olmasıdır⁴⁹.

Alex Cukierman'a göre, Merkez Bankasının bağımsızlık derecesinin iktisadi sonuçları oldukça önemlidir. Merkez Bankasının daha az bağımsız olduğu bir ülkede ortalama enflasyon oranı ve enflasyonun değişkenliği daha yüksektir; değişik ülkelerin Merkez Bankalarının bağımsızlığındaki farklılıkları, bu ülkelerdeki ortalama enflasyon ve enflasyon değişkenliği arasında pozitif korelasyona neden olur. Bağımsızlığın derecesinin az olduğu bir ülkede, halkın değişen politika amaçlarını öğrenme hızı daha yüksek, güvenilirlik daha düşük ve enflasyon belirsizliği daha yüksektir⁵⁰.

Merkez Bankasının kanunla ya da diğer düzenlemelerle öngörülen bir kuralı izlemesi durumunda, ihtiyari para politikalarının neden olabileceği enflasyonist sapmalardan kaçınması mümkün olacak ve böylece güvenilirliği önemli ölçüde artacaktır⁵¹.

Şeffaflık, var olan koşullara, kararlara ve aksiyonlara ilişkin enformasyonun; faydalanabilir, görülebilir ve anlaşılabilir bir hale getirilmesi

⁴⁸ Persson & Tabellini, **a.g.e.**, p. 280

⁴⁹ Suat Oktar, **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1996, s. 84

⁵⁰ Alex Cukierman, **Central Bank Strategy, Credibility and Indepence: Theory and Evidence**, 4 th. Ed., London, The MIT Pres, 1998, p. 372

⁵¹ Rober J. Barro & David B. Gordon, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", **Journal of Political Economy**, Vol: 91, No: 4, 1983, p. 591

sürecini; hesap verebilirlik ise, alınan kararların doğruluğunu kanıtlama ve sorumluluğunu kabullenme gerekliliğini ifade etmektedir⁵².

Bu bağlamda disiplinli ve tutarlı bir maliye politikası uygulaması, hedeflenen para politikalarının gerçekleşmesinde, hükümetlere son derece faydalı olacak ve kontrollü iyileşme ekonominin tüm alanlarında zamanla kendini hissettirecektir.

1.3.1. Para Politikasının Amaçları

Yürütülen farklı para politikaları çerçevesinde genel olarak başlıca dört amaç hedeflenmektedir: Bunlar; ekonomide tam istihdam seviyesine ulaşılması, etkin bir fiyat istikrarı, sürdürülebilir bir iktisadi büyüme ve ödemeler bilânçosu dengesinin sağlanmasıdır.

Geniş anlamda istihdam; emeğin, sermayenin, doğanın ve girişimciliğin üretim sürecine dâhil edilmesidir. Daha kısıtlı bir tanımda ise, sadece emeğin üretim sürecine katılımı söz konusudur. Para politikası uygulamalarında tam istihdam amacı, konjonktürel işsizliğin giderilmesini hedeflemektedir. Diğer işsizlik türlerinde para politikası yalnız başına etkili olamamaktadır.

Ekonomide, fiyatlar genel düzeyinin belli bir istikrar kazanması, fiyatlarda meydana gelen devamlı değişimlerin engellenilmesi anlamını taşımaktadır⁵³. Burada esas önemli olan birkaç malın fiyatında kendiliğinden meydana gelen iyileşme değildir. Amaç, fiyatlar genel düzeyinin anlamlı bir istikrara kavuşturulmasıdır.

Gelecekte fiyatlar genel düzeyinin artacağı beklentisinin aşılması, izlenecek para politikasının ana amacı olmalıdır. Çünkü gelecekte fiyatların artacağı endişesi

⁵² IMF, The Report of the Working Group on Transparency and Accountability, Washington, **IMF Publications**, 1998, p.5

⁵³ Vural Savaş, **Politik İktisat**, Beta Basım Yayım, 2.baskı, İstanbul, 1994, s. 13

spekülasyonlara yol açmakta, bu durumda birçok reel değişken olumsuz yönde etkilenmektedir.

Birçok iktisatçıya göre para politikasının nihai amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır. Fiyat istikrarı sağlandığı takdirde, diğer birçok amaç gibi, büyüme de kendiliğinden sağlanacaktır.

Fiyatlar genel seviyesi anlamlı bir istikrara ulaştığında, büyüme, işgücü, sermaye, doğal kaynaklar gibi değişkenlerde de, kişi başına bir yıldan diğer yıla daha yüksek reel gelir sağlanacak şekilde artış kaydedilmiş olacaktır⁵⁴.

Bir ülkede üretim kapasitesinde artışın meydana gelebilmesi için üretim faktörlerinin artması gerekir ki, bu sayede sermaye birikimi artışı sağlansın ve büyüme gerçekleşebilsin⁵⁵. Ancak gelişmekte olan ülkelerde bu oldukça zordur. Çünkü bu ülkelerde sermaye birikimi yetersizdir ve büyüme bu nedenle sağlanamamaktadır. Kısa dönemde enflasyonun büyümede teşvik edici bir unsur olmasının aksine, uzun dönemde büyümenin sağlanması, ancak yapısal iktisadi sorunların çözümüne bağlıdır. Bu da ancak etkin para politikaları yardımıyla olabilir.

Ödemeler bilânçosu, bir ülkenin gelişmişlik düzeyini gösteren önemli bir araçtır. Arzu edilen, dengede bir ödemeler bilânçosudur. Cari hesap; ithalat, ihracat ve transferlerden oluşurken, sermaye hesabı; tahvil, hisse senedi, gayrimenkul alım satımı, borçlar, alacaklar ve doğrudan yatırımlardan oluşur.

Ödemeler bilânçosunda denge sağlamaya çalışılırken izlenecek olan politikanın etkinliği, ülkenin gelişmişlik düzeyi ile ilgilidir. Uygulanacak olan politikalar ülkenin yapısal iktisadi problemlerine göre değişiklik gösterir. Gelişmiş ülke ekonomileri yapısal problemleri aştığından dolayı uygulanacak etkin para politikaları ödemeler bilânçosunda dengenin sağlanmasında etkin rol oynar. Ancak

⁵⁴ Sabri F. Ülgener, **Milli Gelir İstihdam ve İktisadi Büyüme**, 7.Bs., İstanbul, Der Yayınları, 1991, s. 409

⁵⁵ Özhan Uluatam, **Makro İktisat**, Ankara, 8.Bs., Savaş Yayınları, 1995, s. 382

yapısal problemleri aşmamış azgelişmiş ülkelerde, ödemeler bilânçosunun dengelenebilmesi için para politikası kararları yanında, yapısal sorunları çözmeye yönelik başka tedbirlerin de alınması gerekmektedir⁵⁶.

1.3.2. Para Politikası ve Fiyat İstikrarı

Enflasyonun ekonomiler üzerinde meydana getirdiği olumsuz etkilerden kurtulması, ancak etkin para politikası kararlarının alınması ve bunların uygulanması ile mümkün olabileceği açıkça görülmektedir. Para politikalarının ana amacının fiyat istikrarının sağlanması ve böylece ekonominin istikrara kavuşması olduğu düşünülürse, etkin bir para politikasının önemi daha da anlaşılır. Elbette burada nihai amaç yalnızca fiyat istikrarı değil ekonominin tümünü ilgilendiren bir istikrardır.

Ekonominin geneli için söz konusu olan istikrar kavramının temel amacı; ekonominin mal, para ve döviz piyasalarında denge fiyatlara ulaşmasını sağlamaktır. Yani belirtilen üç piyasada da arz ve talep eğrilerinin sırasıyla denge fiyat, faiz oranı ve döviz kuru noktasında kesişmesi gerekmektedir. Böylece denge değerlere ulaşılmaktadır⁵⁷. Ancak enflasyonun hâkim olduğu ekonomilerde, piyasalarda dengenin meydana gelmesi mümkün değildir ve enflasyonun getirdiği belirsizlik, ekonomideki aktörlerin normal iktisadi faaliyetlerini sürdürmeleri engelleyecektir. Sözleşmeler kısa dönemli olacak ve uzun vadeli sermaye piyasaları yok olacaktır. Sözleşmelerin üzerinde, enflasyonist beklentilerin yansıması olan çeşitli unsurlara endekslenmiş fiyatlar yer alacaktır⁵⁸.

Böyle bir iktisadi ortamda, denge hedeflerinin çatışması oldukça normaldir. Bu durumda hedefler birbiriyle çatışırken, bu hedeflerin hepsinin birden sağlanması mümkün olamayacaktır.

⁵⁶ Savaş, a.g.e. , s. 45

⁵⁷ Sudi Apak, *Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelerde İktisadi İstikrar Uygulamaları*, İstanbul, Anahtar Yay. , 1993, s. 25

⁵⁸ Rudiger Dornbusch, *Exchange Rates and Inflation*, MIT Press, 1991, p. 450

Fiyat istikrarının sağlanmasındaki bu zorluklar, hangi politikaların fiyat istikrarı için uygulanması gerektiği sorusunu da beraberinde getirmektedir.

Para politikalarının fiyat istikrarında ön plana çıkmasıyla, istikrarın sağlanması noktasında görev Merkez Bankalarına verilmektedir. Bu durum Merkez Bankalarına büyük sorumluluk yüklemektedir. Merkez Bankaları, para politikasının başarılı olabilmesi için, ekonomi politikalarında doğru tahmin ve zamanlama yapmalıdır⁵⁹.

Para politikalarının zaman tutarsızlığı, politika otoritesinin önceden ilan ettiği politikalardan vazgeçip, özel sektörü kandırma yönünde bir politika izleyerek kısa dönemde kazançlar elde etme davranışı sonucunda ortaya çıkmaktadır. Ancak ekonomide yer alan aktörlerin rasyonel beklentilere sahip olması, para politikası otoritesinin bu yöndeki davranışını etkisiz kılmaktadır. Çünkü böyle bir politika ekonomideki aktörlerce güvenilir bulunmayacaktır⁶⁰. Güvenilir bulunmayan bir politikanın uygulanması ise, üretim ve enflasyon maliyetlerine yol açacaktır.

Para politikasında olası hedefler belirlenirken, karar vericiler ekonominin yapısına ve ekonomideki aktörlerin isteklerine dikkat edeceklerdir. Bu durum ise, ekonomide fiyat istikrarı ve işsizliğin azaltılması şeklinde iki farklı amacın olmasını ve ekonomide dual bir yapının oluşmasını beraberinde getirmektedir. Bu yapı sonucunda⁶¹;

- i) Fiyat istikrarı, güçlü bir makro iktisadi performans ve objektif makro iktisadi politikalar gerekecek,
- ii) Merkez Bankası sadece uzun dönemli enflasyon oranından sorumlu olacak,

⁵⁹ Mishkin Frederic, "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol: 9, No: 4, 1995, p. 3

⁶⁰ Erdoğan, a.g.e. , s. 34

⁶¹ Laurence Meyer, "Inflation Targets and Inflation Targeting" **North American Journal of Economics and Finance**, Vol: 13, No: 2, 2002, p. 151 – 153

iii) Para politikası, üretim potansiyeli değişkenliğinin düşürülmesine katkı yapacak ve

iv) Halk düşük ve istikrarlı bir enflasyon ile üretim potansiyeli değişkenliğinin düşük olmasını arzu edecektir.

Anlaşılabacağı üzere, fiyat istikrarının sağlanması için zamanlamanın çok iyi yapılması ve uygulanacak politikaların, amaç ile uyumlu olması, programların başarısını arttıran en önemli etken olacaktır.

1.3.3. Fiyat İstikrarını Sağlamada Ara Hedef (Nominal Çapa) Uygulaması ve Para Politikası İlişkisi

Uzun dönemde ekonomilerde temel amacın fiyat istikrarının sağlanması olduğu anlaşılabacağı üzere kaçınılmaz bir gerçektir⁶². Yukarıda da anlatıldığı üzere, -özellikle gelişmekte olan ülkelerde- bu oldukça zor ve karışık bir iştir. Daha açık bir ifadeyle mevcut iktisadi yapı içerisinde yer alan sorunların çokluğu ve bu sorunların zaman zaman çözüm sürecinde birbirleriyle çelişmesi söz konusu olabilmektedir. Dolayısıyla herhangi bir iktisadi problemin çözümü, diğer problemin çözümünden vazgeçmeyi veya belli bir oranda fedakârlık yapmayı zorunlu kılmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanması, paranın değerinin korunması, sürdürülebilir büyümenin gerçekleştirilmesi gibi unsurlar nihai hedefleri teşkil etmektedir.

Ancak bu sayılan nihai hedeflere ulaşmak, iktisadi yapının karmaşıklığı ve çözülmesi gereken sorunların birbirleriyle olan ters ilişkilerinden dolayı biraz zordur. Bundan dolayı bu nihai hedeflere ulaşma yolunda ülkelerin bir ara hedef belirleme zorunluluğu ortaya çıkmaktadır.

Ara hedef; nihai hedef ile para politikası arasında yer alan, nihai hedef ile pozitif korelasyonu bulunan ve para politikası araçları ile etkilenen, para arzı, döviz

⁶² Frederic S. Mishkin & Adam S. Posen, "Inflation Targeting: Lesson From Four Countries", **Economic Policy Review**, (Federal Reserve Bank of New York), Vol:3, Issue3, August 1997, p. 13

kuru, faiz oranı, enflasyon oranı gibi nominal değişkenlerden birisinin değerinin dışsal olarak belirlenmesi ve sabitlenmesidir⁶³.

Belirlenen nihai hedeflere ulaşmada yaşanan bir diğer ve önemli sorun ise, bu hedeflere ulaşılmasının belirli bir süre almasıdır. Bunun en önemli nedeni ise, para politikasının araçları ile ulaşılması arzulanan nihai hedefler arasında doğrudan bir ilişki kurulamamasıdır. Diğer yandan nihai hedeflere ulaşmak için uygulanan para politikalarının neticeleri biraz geç gözlemlenmekte ve olumsuz bir durumda tekrar başa dönmenin maliyeti oldukça yükselmektedir. Bu nedenle, daha kısa sürelerde gözlemlenen ve nihai hedefte olabilecek değişimler hakkında daha hızlı bilgi verebilen ara hedeflere ihtiyaç duyulmaktadır⁶⁴.

Böylece bir aksaklık durumunda müdahale edilmesi daha kolay, daha hızlı ve daha az maliyetli olmaktadır.

Seçilen ara hedef Merkez Bankasına, uygulamış olduğu politikanın hedeflenen nihai amaçlara ulaşp ulaşmadığı konusunda bilgi vermelidir. Merkez Bankası amaca ulaşma sürecinde devamlı olarak değişkenleri izleyebilmelidir. Çünkü olumsuz bir gelişme durumunda, bunun en kısa zamanda görülebilmesi ve engellenebilmesi gerekir. Diğer taraftan hedef değişkenin, kısa süreler içerisinde izlenebiliyor olması ve ara hedeflerinin ne olduğunun açıklanması, uygulanan politikanın şeffaf olmasına yol açacak ve böylece kamuoyu desteği alınacaktır⁶⁵.

Bu bağlamda ara hedeflerin nihai hedeflere ulaşmada, para politikası araçlarına göre daha etkin olduğu söylenebilir. Teorik olarak birçok ara hedefin varlığı söz konusu olabilmektedir. Mal fiyatları, para stoku, kısa ve uzun dönem faiz

⁶³ Don Patinkin, "Israel's Stabilization Program of 1985, or Some Simple Truths of Monetary Theory", *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 7, Spring, 1993, p. 112

⁶⁴ Merih Paya, *Para Teorisi ve Politikası*, s. 104

⁶⁵ Gazi Erçel, "Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri", *İktisat – İşletme ve Finans Dergisi*, 1996, Yıl: 11, Sayı: 129, s. 10

oranları arasındaki ilişki, döviz kuru, gayri safi milli hâsıla, enflasyon oranı vb. değerler ara hedef olarak alınabilmektedir⁶⁶.

Merkez Bankası için nihai hedeflere ulaşmada bu kadar önemli olan ara hedeflerin elbette ki çok dikkatli seçilmesi gerekmektedir. Seçilen ara hedefin özellikle taşınması gereken birkaç önemli özellik şu şekilde sıralanabilir⁶⁷;

- i) Ara hedefin kontrolü Merkez Bankasınca mümkün olmalı, Merkez Bankası dışındaki aktörler tarafından kolayca etkilenmemelidir,
- ii) Ekonomideki iktisadi ajanlar (politika uygulayıcıları da dâhil olmak üzere) tarafından kolayca izlenebilmelidir,
- iii) İzleme için geçen sürenin kısa olması gerekmektedir,
- iv) Ekonomideki diğer amaçlarla çelişmemelidir.

Seçilen ara hedefin artış hızı, enflasyonun altında tutulduğunda belli bir süre sonra enflasyon oranının bu orana yaklaşacağı varsayılmaktadır. Diğer taraftan nominal çapa (ara hedef) seçimi istikrar sürecini etkilediği için, istikrar programının da önemli bir parçasıdır⁶⁸.

Bu açıdan bakıldığında, ara hedef stratejisinin en doğru şekilde tespiti oldukça büyük önem kazanmaktadır. Çünkü ülke ekonomisinin amaçlarıyla çelişen ve nihai hedefle uyumsuz bir strateji ülkeyi iktisadi istikrarsızlığa sürükleyecektir.

Genel olarak fiyat istikrarının sağlanmasında kullanılan beş alternatif para politikası stratejisinden (ara hedefler) söz etmek mümkündür. Bunlar, faiz oranı

⁶⁶ İlker Domaç, “Nominal GNP: An Anchor for Monetary Policy in Turkey?”, **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt: 24, Sayı: 4, 1997, p. 483

⁶⁷ Kamuran Malatyali, **Enflasyon Hedeflemesi Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, D.P.T. Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Nisan 1998, s. 5

⁶⁸ İlker Parasız, **Enflasyon Kriz Ayarlamalar**, Bursa, 2001, Ezgi Kitapevi, s. 171

hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, parasal gelir hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesidir⁶⁹.

Bu bölümde sayılanlardan konumuzla ilgili olması ve Türkiye’de de uygulanmış olmaları bakımından sadece parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi incelenecek; enflasyon hedeflemesi stratejisi ise ayrı bir bölüm olarak ele alınacaktır.

Parasal gelir hedeflemesi günümüzde uygulanmadığından, faiz oranı hedeflemesinin ise 1970 ve 1980’li yılların tecrübesiyle uygulamada ara hedef olarak kullanılmaması gerekliliği anlaşıldığından değinilmeyecektir.

1.3.3.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kurunun ara hedef olarak seçilmesi oldukça sık rastlanan bir politikadır. Döviz kurları para arzına nazaran mali yeniliklerden daha az etkilenir ve bu bağlamda Merkez Bankası tarafından kontrolü daha kolaydır⁷⁰.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisini kendi içinde de katı ve yumuşak stratejiler olmak üzere iki ana kategoriye ayırmak mümkündür⁷¹.

Yumuşak döviz kuru hedeflemesinde; parasal döviz kurunun enflasyon ve enflasyon beklentilerinin çapası olarak kullanılması; ulusal paranın değerinin, enflasyonun düşük olduğu büyük bir ülkenin parasına sabitlenmesi veya belirli bir merkezi kur etrafındaki bant içinde tutulması ve parasal otoritenin ulusal parayı sabitlediği bu kurdan tüm döviz alım ve satım taleplerini karşılama taahhüdünde bulunması söz konusudur⁷².

⁶⁹ EMI, The Single Monetary Policy in Stage Three: Specification of the Operational Framework, Frankfurt, European Monetary Institute, 1997, p. 2

⁷⁰ Erçel, **a.g.e.**, s. 6.

⁷¹ Stanley Fischer, “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, **Finance Development**, June 2001, p. 18

⁷² Maurice Obstfeld & Kenneth Rogof, “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, **NBER Working Paper Series**, No: 5191, July 95, p. 2

Katı döviz kuru hedeflemesi stratejisinin ise iki türü bulunmaktadır ki, bunlardan birincisi Arjantin’de olduğu gibi bir para kurulunun tesis edilmesi, ikincisi de Panama’daki tam dolarizasyon, yani başka bir ülkenin parasının yasal ödeme aracı olarak benimsenmesidir⁷³.

Döviz kuru hedeflemesi birçok gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra, gelişmiş ülkelerde de uygulanabilmektedir.

Döviz kuru hedeflemesiyle, ulusal paranın değeri dövize bağlanarak para politikasına bir fiyat kısıtlaması getirilmiş olmaktadır. Böylece, içeride üretilen ve ithal edilebilen mamullerin fiyatları çapa olarak alınan ülkeninkilere bağlanarak, ithal edilemeyen mamullerin ücret ve fiyat kararlılığının enflasyon üzerindeki etkisi azaltılacak ve enflasyon beklentilerinin çapa ülkedeki enflasyon seviyesine doğru yönelmesi sağlanarak enflasyon kontrol altına alınacaktır⁷⁴.

Döviz kuru stratejisinin benimsenmesinin temel nedenlerinden biri de para ve maliye politikalarına bir disiplin getireceği düşüncesidir. Bu şekilde parasal otoritenin kendi başına sağlayamadığı güvenilirlik, çapa olarak seçilen ülke kanalıyla ithal edilecektir⁷⁵.

Bu stratejide Merkez Bankasının kurları belirlenen seviyede tutabilmesi için yeterli düzeyde döviz rezervine sahip olması gerekir. Yeterli düzeyde döviz rezervine sahip olmayan Merkez Bankasının ara hedef olarak döviz kuru üzerindeki kontrolü azalacak ve ara hedefte bulunması gereken ilk şart böylece yerine getirilemeyecektir. Eğer taraftan döviz kurlarının iktisadi birimler tarafından takip edilmesi ve döviz kurundan kaynaklanan etkilerin Merkez Bankasıyla devamlı olarak gözlenebilmesi mümkündür.

⁷³ Blake Le Baron & Rachel Mc Culloch, “Floating, Fixed or Super Fixed? Dolarization Joins the Menu of Exchange-Rate Options”, **American Economic Review**, Vol: 90, No: 1, May 2000, p. 32

⁷⁴ Frederic S. Mishkin & Miquel A. Savastano, “Monetary Policy Strategies for Latin America”, **NBER Working Paper Series**, No: 7617, March 2000, p. 9

⁷⁵ Roberto Chang & Andres Velasco, “Exchange-Rate Policy for Developing Countries”, **American Economic Review**, Vol: 90, No: 2, May 2000, p. 71

Günlük olarak takip edilebildiği için gözlem süreci de oldukça kısa sayılabilir ve ikinci ve üçüncü şart da böylece sağlanmış olur. Küçük ve dışa açık ekonomilerde döviz kuru politikasının etkin olduğu söylenebilir⁷⁶.

Olumlu olan taraflarının yanı sıra, döviz kuru hedeflemesi stratejisinin olumsuz yönleri de bulunmaktadır.

Bu ara hedef stratejisinin en önemli eksikliği, kurların dışsal şoklara açık olmasıdır. Teknolojik gelişme sonucu, para transferlerinin çok kısa zamanlarda yapılabilmesi, kurların devamlı değişmesine neden olmaktadır. Bu durumda Merkez Bankasının kurları belirlenen seviyede tutabilmesi oldukça güç olmaktadır⁷⁷.

Döviz kuru hedeflemesiyle, döviz kurunun savunulması sorumluluğu da üstlenilmiş olmaktadır. Bu durumda döviz kuru, hedef olarak belirlenen üst limite geldiğinde, Merkez Bankası elindeki rezervleri kullanarak piyasaya müdahale edecek ve döviz kurunu limitin altına çekecektir. Tobin'e göre, bu arada güvensizlik ortamında mevduat sahipleri bankalara yönelecek ve Merkez Bankası dış finansman ihtiyacı duyabilecektir⁷⁸.

Benzer bir biçimde, döviz kurunu sabitleyen ülkenin parasal faiz oranının, çapa ülkenin parasal faiz oranına eşit olması gereğiyle, çapa ülkede ortaya çıkan şokların döviz kuru hedeflemesi stratejisini izleyen ülkelere yansımaya neden olacaktır. Çünkü çapa olarak benimsenen ülkenin yaşanan bir şoka karşı parasal faiz oranlarını yükseltmesi, döviz kuru hedeflemesini yapan ülkenin de parasal faiz oranlarını yükseltmesini gerektirir ki, iç iktisadi koşullar genişletici politika uygulanmasını gerektiriyorsa, bu durum istikrarsızlığa yol açacaktır⁷⁹. Böyle bir durum ise devalüasyona dahi neden olabilecektir.

⁷⁶ Malatyali, **a.g.e.**, s. 6

⁷⁷ Stanley Fischer, "Mainting Price Stability", **Financel Development**, Vol: 33, No: 4, December, 1996, p. 36

⁷⁸ James Tobin, "Financial Globalization", **World Development**, Vol: 28, No: 6, 2000, p. 1103

⁷⁹ Frederic S. Mishkin, "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", **Sveriges Riskbank Working Paper Series**, No: 57, July 1998, p. 4

Gelişen piyasa ülkelerinde yabancı bazlı borçlanmaların çokluğu, bankacılık kesiminin kırılganlığı ve borçların vade yapısındaki kısalık gibi faktörler nedeniyle, bu ülkelerde yapılacak bir devalüasyon finansal krize yol açarak, finansal piyasaların fonları verimli yatırım alanlarına yönlendirmesini engelleyecek ve ekonomi şiddetli bir daralma sürecine girecektir⁸⁰.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin bir diğer önemli dezavantajı, şeffaflık ve hesap verebilirliğinin az olmasıdır. Gelişmiş ülkelerde, uzun vadeli tahvil piyasaları para politikasının genişletici mi, yoksa daraltıcı mı olduğuna ilişkin önemli sinyalleri iktisadi birimlere göndermektedir. Buna karşın, gelişen piyasa ülkelerinde uzun vadeli tahvil piyasaları bulunmadığı için, bu işlevi döviz kurlarındaki günlük dalgalanmalar yerine getirmektedir. Ancak, döviz kuru hedeflemesi stratejisinin uygulandığı bir ülkede, sabitlenen döviz kurları para politikasına ilişkin günlük bazda sinyaller sunma işlevini yerine getiremeyecektir⁸¹. Oysa, etkin bir spekülasyon piyasada fiyatlar, var olan enformasyonu piyasa katılımcılarına tam olarak yansıtmalı ve spekülasyonun sağlayacağı aşırı getiri ortadan kaldırılmalıdır⁸².

1.3.3.2. Parasal Hedefleme Stratejisi

Enflasyonun daha çok para arzından kaynaklandığı düşüncesi, para arzının para politikası araçları ile kontrol altına alınmak istenmesine yol açmıştır. Bu düşünce monetarist kaynaklıdır ve bu düşünceye göre ekonomide çok miktardaki para, daha az miktardaki mal ve hizmet ile aynı ortamda bulunduğu için enflasyonist etkilere yol açacak ve istikrarsızlık baş gösterecektir⁸³.

⁸⁰ Frederic S. Mishkin, "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers", **Maintaining Financial Stability in a Global Economy**, (A Symposium Sponsered By The Federal Reserve Bank of Kansas City), Wyoming, The Federal Reserve Bank of Kansas City Puplication, 1997, p. 86

⁸¹ **a.e.** , p. 9

⁸² Mark P. Taylor, "The Economics of Exchange Rates", **Journal of Economic Literature**, Vol: 33, March 1995, p. 14

⁸³ Adnan Büyükdenez, "Türkiye'de Faiz Politikaları", **Bilim Sanat Vakfı**, Yayın No: 1, İstanbul, 1991, s. 39

Parasal hedefleme stratejisinin, döviz ve faiz büyüklüklerine nazaran ölçüt alınması esas itibariyle şu bileşenleri içermesinden dolayıdır⁸⁴;

- i) Para politikasının uygulanmasında parasal büyüklüklerin sağladığı enformasyonun esas olarak alınması,
- ii) Parasal otorite dışındaki kesimin beklentilerine ilişkin hedeflerin açıklanması ki, böylece rehberlik yapması ve
- iii) Hedeflerden sapmaların engellenebilmesi için sınırlı olarak hesap verebilirliğin var olmasıdır.

Belirli bir parasal büyüklüğe ait büyüme hedefinin önceden ilan edilmesi bağlayıcı olacağından, Merkez Bankasının para politikası uygulamalarındaki keyfiliği ortadan kalkacak ve bir disiplin söz konusu olacaktır. Diğer yandan ortada bir taahhüt olması, hem maliye politikaları üzerinde hem de Merkez Bankasının bağımsızlığı üzerinde pozitif etki oluşturacak, böylece para politikalarının güvenilirliği sağlanacaktır. Böylece esas alınan hedefe doğru yönelmeyle, enflasyonun düşmesi mümkün olabilecektir⁸⁵.

Parasal hedefleme stratejisinde döviz kurlarına ait bir kısıtlamanın bulunmaması, yani dalgalı kur rejiminin söz konusu olmasından dolayı, Merkez Bankası döviz kuru hedeflemesi stratejisinde olduğu gibi, para arzı üzerindeki kontrolünü kaybetmeyecektir. Böylece Merkez Bankası bağımsız bir şekilde iç iktisadi koşulların durumuna göre para politikalarını değiştirme imkânına sahip olmaktadır⁸⁶.

⁸⁴ Forrest Capie & Charles Goodhart and Norbert Schnadt, "The Development of Central Banking", **The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England**, Ed. By. Forrest Capie et al., Cambridge, Cambridge University, 1994, p. 29 – 31

⁸⁵ Peter Schmid, "Monetary Targeting in Practice: The German Experience", **Center for Financial Studies Working Papers**, No: 1999/03, p. 4

⁸⁶ Miskhin & Savastano, **a.g.e.** , p. 21

Parasal hedefin önceden ilan edilmesi ve parasal büyüklüklere ait verilerin düzenli ve kısa aralıklarla yayınlanmasının meydana getirdiği şeffaflık, Merkez Bankasının para politikaları konusunda hesap verme yükümlülüğünü de arttırmaktadır⁸⁷.

Parasal hedefleme stratejilerinde uygulama bakımından gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrımının yapılması gerekmektedir. Gelişmiş ülkeler para arzından kaynaklanan problemleri çözmede, yapısal sorunlarını çözümlemiş olmalarından dolayı uygulamada daha başarılı olmakta, buna mukabil gelişmekte olan ülkelerde genellikle sermaye yetersizliğine bağlı olarak enflasyonist baskılar oluşmaktadır. Bu çeşit yapısal sorunların parasal hedeflemede özellikle dikkate alınması gerekmektedir⁸⁸.

Döviz kuru hedeflemesinde olduğu gibi, parasal hedeflemede de eksik yönler elbette bulunmaktadır.

Özellikle 1990'lı yılların bitiminden sonra yeni finansal türevlerin ortaya çıkması, para arzının içselleşmesine yol açmıştır. Ekonominin kendi içsel mekanizmaları tarafından para arzının artırılması anlamına gelen para arzının içselleşmesi kavramı, Merkez Bankasının politika uygulama sürecini sıkıntıya sokmuştur. Para arzı, Merkez Bankasının kontrolü dışında değişim gösterdiğinde Merkez Bankasının müdahale şansı azalmaktadır⁸⁹.

Böylece para talebinde var olduğu söylenen istikrar ortadan kalkmış ve para miktarının para talebindeki istikrara dayandırılarak ara hedef olarak seçimini zora sokmuştur.

⁸⁷ Peter Schmid, **a.g.e.** , p. 4

⁸⁸ Naci Kepkep, **Enflasyon Kuramları Politikalar ve Avusturya Keynesciliği**, Cem Yayınları, 1.baskı, İstanbul, 1991, s. 62

⁸⁹ T.C.M.B. "Para Politikası ve Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi", **Para Bülten Dergisi**, Sayı: 6, Nisan 1998, s. 9

Para arzı içsel olunca, parasal sektör reel sektörden, para arzı da para talebinden bağımsız olamaz. Dolayısıyla para talebinde ve dolanım hızında istikrarın varlığı iddiası geçersiz duruma düşmektedir⁹⁰.

Hedeflenen parasal büyüklüğün Merkez Bankası tarafından iyi kontrol edilebilme özelliğinin kaybolması ve son yıllarda gelişen finansal araçların Merkez Bankasının para politikası üzerindeki etkisini azaltmasıyla (bunlar sigorta şirketleri, kişisel finans şirketleri, vb) parasal hedefleme stratejisinin uygulanabilmesi, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde tam olarak sağlanamamaktadır.

Sonuç olarak, döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejilerinin başarısızlıkları, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin 1990'lardan itibaren enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamasına yol açmıştır⁹¹.

⁹⁰ Selahattin Togay, "Post-Keynezyen Teori'de Para Arzının İçselliği", **İktisadi Yaklaşım Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 13, 1994, s. 48

⁹¹ Guy Debelle, "Inflation Targeting in Practice", **IMF Working Papers**, No: 97/35, March 1997, p.4

II. BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ: TEORİK ÇERÇEVE KURAMSAL VE EKONOMİK YAPI

Para politikalarını belirleyen ve hükümetle beraber koordinasyonu sağlayarak yürütmek durumunda olan Merkez Bankaları, enflasyonist beklentileri azaltmak için belirlenen kurallar çerçevesinde, oldukça sağduyulu davranmak zorundadırlar. Bu bağlamda fiyat istikrarını sağlayıcı para politikaları olarak karşımıza dört açık para politikası rejimi çıkmaktadır. Bunlar birinci bölümde anlatılan döviz kuru hedeflemesi (katı ve yumuşak döviz kuru hedeflemeleri), parasal hedefleme ve bu bölümde anlatılacak olan enflasyon hedeflemesi stratejileridir. Bütün bu politikalara bakıldığında hepsinin de kendine göre üstün ve eksik tarafları olduğu görülmektedir. Örneğin kur hedeflemesiyle, para politikasının kamuoyu tarafından kolaylıkla izlenebilir ve anlaşılabilir olmasına imkân tanınmaktadır ve bu durum politikanın başarı şansını arttırmaktadır. Ancak ülke içinde veya dışarıda olabilecek şoklara karşı esnekliğin azlığı ve spekülatif sermaye hareketlerin olumsuz etkileri uygulamada sorunlarda beraberinde getirebilmektedir. Parasal hedefleme rejimine baktığımızda ise, bu politikanın en önemli avantajı olarak karşımıza, diğer ülkelerden daha farklı hedefler belirlenmesine imkan vermesi ve şoklara karşı oldukça önemli başarı sağlıyor olması çıkmaktadır. Burada önemli olan hedeflenen parasal büyüklük ile enflasyon gelir gibi değişkenler arasında istikrarlı bir ilişkinin var olmasıdır. Bu özellikleri nedeniyle bu rejim, 1970’lerde yaşanan arz şoklarıyla popülerlik kazanmıştır⁹².

Uygulamada söz konusu bu rejimler çeşitli ülke ekonomilerinde denenmiş ve olumsuz sonuçları gözlemlenmiştir. Bu nedenle yeni politika arayışları kendini göstermiştir.

⁹² Almira Karasoy & Mesut Saygılı & Cihan Yalçın, “Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri”, **T.C.M.B. Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, No: 980A, Ankara, Mart 1998, s.1–6

2.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN TANIMI VE FİYAT İSTİKRARI İLE İLİŞKİSİ BAĞLAMINDA TEMEL DİZAYNI

Para politikası uygulamalarında, ilk önce faaliyet hedefleri daha sonra da ara hedefler belirlenerek nihai hedeflere ulaşılmaya çalışılır. Burada önemli olan faaliyet hedefleri, ara hedefler ve nihai hedefler arasında anlamlı bir ilişki kurulmasıdır. Ancak bu anlamlı ilişki sayesinde uygulanan politikalar amacına ulaşmış olacaktır.

Genel olarak üzerinde görüş açısından birliktelik sağlanan bazı özellikler enflasyon hedeflemesi (E.H.) kavramını iktisadi yapı için faydalı hale getirmiştir ki, bu özellikler şunlardır⁹³:

- i) Para arzındaki bir artış uzun dönemde nötr bir etkiye sahiptir. Para arzındaki artışlar uzun dönemde çıktı ve istihdam seviyesini değil, sadece fiyatlar genel düzeyini etkilerler.
- ii) Kaynak dağılımı ve çıktılarıdaki uzun dönemli büyüme açısından yüksek ve değişken enflasyon, maliyetlidir.
- iii) Para arzı kısa dönemde nötr değildir. Para politikası çıktı ve işsizlik vb. değişkenler üzerinde önemli etkilere sahiptir. Ancak bu etkilerin içeriği, ölçüsü, zaman yapısı ve ekonominin genelini nasıl etkilediğine dair eksik yaklaşımlar mevcuttur.
- iv) Para politikası enflasyonu belirsiz bir gecikme ve güç ile etkiler. Bu belirsizlik Merkez Bankasının (M.B.) enflasyonu kontrol altına almasını zorlaştırmaktadır.

Bu özelliklere sahip sorunlar, birçok iktisatçının E.H. uygulamasını, para politikasının dizaynı, yürütülmesi ve performansının geliştirilmesi açısından faydalı

⁹³ Paul R.Masson, Miguel A.Savastona, Sunil Sharma, "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", IMF Working Paper No:130, October 1997, p.5-6

bir yapı olarak görmelerine yol açmış ve E.H. uygulamasının önceki dönem uygulamalarından da, açıklığı sağlamak bakımından daha iyi bir ölçüt olduğunu ileri sürmelerini sağlamıştır.

Enflasyon hedeflemesini savunanlar tarafından söz konusu dört uzlaşi noktasına ilave edilen beşinci bir noktadan da söz etmek mümkün ve teorik çerçeve açısından gereklidir. Buna göre Merkez Bankasının para politikası uygulamasında ihtiyari biçimde davranma olanağına sahip olması, para politikasına enflasyonist bir eğilim kazandırmaktadır.

Böylece enflasyon hedeflemesi bir parasal strateji olarak iktisadi aktörlere yüklediği sorumlulukların yanı sıra, diğer nominal çapa araçlarının birçok ülkede uygulama yeterliliklerini yitirmesi ve yeni teorik-ampirik gelişmelere uygun bir hedefleme stratejisi olması, ayrıca da üzerinde uzlaşi sağlanan temel prensipleri bünyesinde barındırmasıyla önemli bir konuma gelmiştir.

İlk olarak 1989 yılında Yeni Zelanda’da uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi stratejisi, yeni bir hedefleme stratejisi olup olmadığı tartışmasını da beraberinde getirmiştir.

Enflasyon Hedeflemesi stratejisinin, İsveç’in 1930’lu yılların başında “fiyat düzeyi hedeflemesi” şeklinde oluşturduğu para politikası stratejisinin temel prensipleri ve kuramsal özellikleri itibarıyla söz konusu çalışmalar neticesinde oluşturulduğu ve dolayısıyla günümüzde para politikasının yürütülmesinde “yeni” bir çerçeveyi ifade etmediği ileri sürülmektedir⁹⁴.

Buna karşın Bernanke ve Mishkin, enflasyon hedeflemesinin, özellikle para politikasının günümüzde vardığı düzey ve uygulama biçimini yansıtması ve geçmişten farklı olarak şeffaflık ve hesap verebilirliğe yapmış olduğu güçlü vurgular çerçevesinde “yeni” bir hedefleme stratejisi olduğunu vurgulamaktadırlar. Bu

⁹⁴ Claes Berg & Lars Jonung, “Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931 – 1937”, **Journal of Monetary Economics**, Vol: 43, No: 3, June 1999, p. 539 – 541

yönleriyle enflasyon hedeflemesi gelecekte tüm merkez bankalarının uygulayabileceği ortak ve sistematik bir para politikası çerçevesi sunmaktadır⁹⁵.

Bilindiği üzere para politikasının uygulanmasında ana tartışma, kurallar ve takdir yetkisini üzerinedir. Bu iki ana yaklaşım, enflasyon hedeflemesinin yorumlanmasında da farklılığa neden olmuştur. Enflasyon hedeflemesinin para politikası kuralı olarak yorumlanması, bazı yönlerden eleştirilere yol açmıştır. Gerçek anlamda uygulandığı şekliyle enflasyon hedeflemesi, ekonomistlerin politik takdir yetkisi diye adlandırdıkları unsuru bünyesinde barındırmaktadır. Enflasyon hedefleri belli bir aralıkta belirlenir, aralıkların kullanımı sadece politik araçlarla enflasyon sonuçları arasındaki ilişkinin belirsizliğini yansıtmakla kalmayıp, merkez bankasına kısa vadeli hareket imkânı tanır. Bu özellikler çerçevesinde enflasyon hedeflemesinin kurala benzer bir özellik taşıdığı söylenebilir⁹⁶.

Esas olarak enflasyon hedeflemesinin tanımlanmasında iki ana sorunla karşılaşmaktadır;

İlk sorun, enflasyonun ve buna bağlı olarak fiyat istikrarının, para arzı ve döviz kuru gibi bir ara değişken olmaktan ziyade, her ülkenin ulaşmayı arzuladığı nihai bir amaç değişkeni olmasından kaynaklanmaktadır. İkinci sorun, hedefleme stratejisinin adaptasyonu açısından, ülkelerin enflasyon hedeflemesinin farklı unsurlarını farklı dönemlerde uygulamaya koymalarından kaynaklanmaktadır.

Yani, her ülke enflasyon hedeflemesini, özellikle şeffaflık ve karakteristik özellikleri açısından farklı düzeylerde uygulamakta ve stratejinin uygulama sonuçları, süreç içerisinde olgunlaşmaktadır.

Bu anlamda enflasyon hedeflemesini, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğu kabulüne dayandığından hareketle, sadece fiyat

⁹⁵ Ben S. Bernanke & Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 11, Issues–2, Spring 1997, p. 98.

⁹⁶ a.e. , p. 4 – 8

istikrarını amaçlayan para politikası şeklinde tanımlamak mümkün değildir. Bu durum, fiyat istikrarı, rakamsal bir enflasyon hedefi şeklinde operasyonel hale getirilerek tanımlansa bile geçerlidir. Zira para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olduğu açıktır. Aksi halde, tüm başarılı merkez bankalarının enflasyon hedefleyici, başarısız olanların da enflasyon hedefleyici olmadığı şeklinde yanlış bir sonuç ortaya çıkar⁹⁷.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel bileşenlerine değinmeden önce, kuramsal yapısı itibariyle farklı tanımlarını yapmak yararlı olacaktır.

Bernanke vd. tarafından enflasyon hedeflemesi şu şekilde tanımlanmaktadır⁹⁸:

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

Enflasyon hedeflemesi, hedefe ulaşp ulaşmama konusunda aktif bir değerlendirme sürecine sahip olması itibariyle, diğer hedefleme stratejilerinden ayrı düşmektedir. Bu bağlamda para politikasının şeffaflığı ve kamuoyu ile iletişime verilen önem, stratejinin temel çekirdeğini oluşturmaktadır. Bu bakımdan gerek fiyat istikrarı dışındaki amaçlar, gerekse enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi ile ilgili

⁹⁷ Otmar Issing, "Inflation Targeting: A View from the ECB", Inflation Targeting: Prospects and Problems, **Fed of St. Louis Review**, Vol: 86, No: 4, July – August 2004, p. 169

⁹⁸ Ben S. Bernanke & Thomas Laubach et al, "**Inflation Targeting: Lessons from International Experience**", Princeton: Princeton University, 1999, p. 4

şeffaflık süreçlerinin strateji bünyesinde öne çıkması, optimal para politikalarının dizayn edilmesinde yeni bir açılımın olduğu şeklinde nitelendirilmektedir⁹⁹.

Bernanke vd. yaptığı tanıma ek olarak diğer iktisatçıların da yaptığı enflasyon hedeflemesi tanımlarında vurgulanan ortak noktalar şu şekilde sıralanabilir¹⁰⁰;

- i) Para politikasının öncelikli ve nihai amacına yönelik kuramsal taahhüt: Belirtildiği gibi fiyat istikrarının yanı sıra, diğer amaçlar da enflasyon hedeflemesi yapan ülkeler tarafından dikkate alınarak strateji esnek bir biçimde uygulanmaktadır.
- ii) Açık bir enflasyon hedefi: Genel olarak enflasyon hedefleyiciler, hedefe ulaşma süresi ve olası sapmaları içeren orta vadeli bir zaman ufku belirtmektedir.
- iii) Para politikasının formüle edilmesinde, yüksek düzeyde şeffaflığa yer verilmesi: Enflasyon hedefleyiciler düzenli olarak ekonomideki gelişmeler ve enflasyonla ilgili raporlar yayınlamaktadır.
- iv) Hesap verebilirlik mekanizmaları: Enflasyon hedefleyiciler sıklıkla, merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşamaması durumunda, hükümete mektup yazması ya da belirli bir açıklama getirmesi şeklinde düzenlemelere yer vermektedir.

Para politikasının taşıdığı / taşınması gereken temel özellikleri bağlamında, enflasyon hedeflemesi stratejisi bir para politikası aracı olarak, Bernanke ve Mishkin'e göre iki önemli eleştiriyi beraberinde getirir İlk olarak, para politikasının enflasyon dışında başka bir amacının olmadığı fikri, merkez bankacılar, kamuoyu ve

⁹⁹ Edwin M. Truman, **Inflation Targeting**, Washington; Institute of International Economics, October 2003, p. 13

¹⁰⁰ Kuttner Kenneth N. ,“The Roles of Policy Rules in Inflation Targeting”, **FED of St. Louis Review**, Vol: 86, No: 4, July – August 2004, p. 96

akademisyen – iktisatçılar tarafından pek destek bulmayacaktır. Buna bağlı olarak, merkez bankalarının üretim, istihdam, döviz kuru gibi değişkenleri dikkate alması, enflasyon hedeflemesinin kural olarak algılanması sonucunda olumsuz makro iktisadi sonuçların doğmasını beraberinde getirecektir¹⁰¹.

Bu bağlamda, Bernanke vd. enflasyon hedeflemesini; para politikasının esnekliğini kaybetmeden belirli bir kavramsal çerçeve ve doğasında var olan disipline edici etkiyle beraber, hem kural hem de ihtiyari uygulamalara atfedilen avantajları bünyesinde barındıran “sınırlandırılmış ihtiyarilik” nitelemesiyle karakterize etmektedirler.¹⁰²

Enflasyon hedeflemesi, bu yönüyle, bir politika kuralı gibi merkez bankasının niyetleri ve eylemleri ile ilgili olarak şeffaflığı sağlamakta ve esnek uygulama imkânı sunarak, kısa vadede hedefden meydana gelebilecek sapmalara karşı politika tepkileri verebilmeyi mümkün kılmaktadır. Diğer yandan uzun vadede enflasyon hedefinin varlığı, ekonomi için bir nominal çapa işlevi görmekte ve politika uygulamalarının şeffaflığına bağlı olarak oluşturulan hesap verebilirlik mekanizmalarıyla merkez bankasının – ya da politika yapıcılarının – kısa vadeli eylemlerinin uzun vadeli sonuçlarını dikkate almasını ve politikalarını ileriye yönelik bir bakış açısıyla yürütmelerini imkan sağlamaktadır¹⁰³.

Tüm bu tanımlamalar çerçevesinde genel bir değerlendirme yapılacak olursa, yeni bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin iki temel özelliğinin literatürde ve uygulamada öne çıktığı görülmektedir. Enflasyon hedeflemesi;

- i) Politika yapıcılar ve kamuoyu arasında, para politikasına ilişkin olarak yüksek düzeyde şeffaflık ve iletişim prosedürleri oluşturmakta,

¹⁰¹ Bernanke & Mishkin, **a.g.e.** , p. 105

¹⁰² Bernanke et al, **a.g.e.** , p. 22

¹⁰³ Ben S. Bernanke, “A Perspective on Inflation Targeting”, **BIS Review**, No: 15, March 2003, p. 2

- ii) Para politikasının belirlenme sürecine belirli bir disiplin ve hesap verebilirlik mekanizması temin ederek, yapılan politikaları sistematik bir çerçeveye oturtmaktadır¹⁰⁴.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi görüldüğü üzere kendi bünyesine has bazı özellikler taşımaktadır. Bu özellikler ise uygulamada karşımıza önkoşul olarak çıkmakta ve uygulamayı disipline etme açısından oldukça faydalı olmaktadır.

2.2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN KURAMSAL VE EKONOMİK ÖNKOŞULLARI

Para politikalarının yönlendirilmesinde sarıh (açık) bir enflasyon hedefinin uygulanması, merkez bankası davranışlarında çok önemli bir değişme olarak 1970'lerin başından itibaren bir grup ülkede serbest dalgalanan kur sistemi uygulamasının ardından görülmektedir¹⁰⁵. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin sahip olması gereken bileşenleri şu başlıklar altında belirtmek mümkündür¹⁰⁶:

- i) Enflasyona ait sayısal bir hedefin (orta vadede) halka duyurulması,
- ii) Diğer amaçlara nispeten, öncelik verilen fiyat istikrarının, para politikasının birincil maksadı olduğuna dair kurumsal taahhüt,
- iii) Para politikası aletlerinin kullanımına karar verilirken, sadece parasal büyüklükler veya döviz kurlarına bağlı kalınarak değil, birçok değişkene ait enformasyonun kullanıldığı bir strateji takip edilmesi,

¹⁰⁴ Bernanke et al, **a.g.e.** ,p. 23

¹⁰⁵ Gerlach Stefan, "Who Target Inflation Explicitly?", **European Economic Review**, Vol.43, 1999, p. 1258

¹⁰⁶ Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries", **American Economic Review**, Vol: 90, No: 2, May 2000, p. 105

- iv) Parasal otoritenin planları, amaçları ve kararları hakkında halk ve piyasalarla kurulan iletişim yoluyla şeffaflığı arttırılmış bir para politikası stratejisi,
- v) Merkez bankasının enflasyon amaçlarına ulaşmasında hesap verebilirliğinin arttırılmasıdır.

Bir para politikası stratejisinin, enflasyon hedeflemesi stratejisi olarak kabul edilebilmesi için, söz konusu beş operasyonel aletin varlığı şarttır. Çünkü enflasyon hedefinin varlığı birçok gelişmiş ve gelişen piyasa ekonomisinde de söz konusudur. Ancak diğer koşulların var olmaması sebebiyle, bu ülkelerde uygulanan stratejileri enflasyon hedeflemesi kategorisinde sınıflandırmak mümkün değildir¹⁰⁷. Diğer yandan bu sayılan operasyonel aletlerinin varlığına ek olarak, merkez bankasının tam bağımsızlığı ve diğer parasal değişkenlere ait katı bir taahhüdün bulunmaması gerekliliği de özellikle vurgulanmaktadır¹⁰⁸.

Anlaşılaacağı üzere, enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı, taşınması gereken kuramsal ve iktisadi önkoşullara ne derece uyulduğu ile yakından ilgilidir. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi stratejisinin taşınması gereken ön şartları daha ayrıntılı incelemek yararlı olacaktır. Dört ana başlıkta toplanan ön koşullar, daha ayrıntılı ve özet bir biçimde, Tablo 2.1’de sunulmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin dört ön koşulu bulunmaktadır. Bunlar;

- i) Merkez Bankasının bağımsızlığı,
- ii) Maliye politikasının disipline edilmesi,
- iii) Fiyat istikrarının tek ve nihai hedef olması,
- iv) Gelişmiş mali piyasadır.

¹⁰⁷ Mishkin, **a.g.e.** , p. 105

¹⁰⁸ Masson & Savastano & Sharma, **a.g.e.** , p. 7 – 8

Tablo 2.1. Enflasyon Hedeflemesi: Gerekli Kurumsal ve İktisadi Ön Koşullar

KURUMSAL GEREKSİNİMLER	AÇIKLAMA
Araç Bağımsızlığı	Merkez bankasının belirli bir enflasyon hedefini elde edebilmesi için serbest bir araca gereksinimi vardır.
Etkili Para Politikası Aracı	Merkez bankası para politikası için piyasaların arzuladığı tutumu piyasalara bilgi verebilecek ve belirli bir şekilde enflasyon beklentilerini etkileyecek, en azından bir temel araca sahip olmalıdır.
Sorumluluk	Fiyat istikrarı hedeflerini başarmak için merkez bankasının sorumluluklarında açıklık olmalıdır.
Şeffaflık	Merkez bankası hükümetle, piyasalarla ve kamuyla açıklıkla ve sık sık iletişim halinde olmalıdır.
Dalgalı Bir Döviz Kuru	Belirlenmiş enflasyon hedefini başarmak için gerekli esneklik, yerel para politikasına para koşullarını belirlemek için izin veren döviz kuru rejimi içinde olmak zorundadır.
Açıklık	Belirlenmiş enflasyon hedeflerinin benimsenmesi, merkez bankası tarafından karşılanan hedefe uyum için ilan edilmelidir.
Mali Politika ile Uyum	Sorunsuz bir enflasyon hedefi operasyonu eğer mali ve para politikaları uyum içinde olmazsa, sağlama bağlanmış olmaz. Mali politikalar, para politikaları ile uyumlu olacak şekilde kararlaştırılmalıdır.
Kamu Desteği	Benimsenmiş stratejinin, kamuoyu tarafından var olan koşullar altında en iyisi olarak görülmesi gerekir.
Gelişmiş Bir Finansal Sistem	Finansal pazarlar, fiyat istikrarı ve yararlı enflasyonist beklentiler sağlamak için yeteri derecede bilgili ve şeffaf olmalıdırlar.
EKONOMİK GEREKSİNİMLER	
Uygun bir Fiyat İndeksinin Seçimi	Enflasyon hedefi, çoğunluk tarafından anlaşılabilir ve gelişmelerin tipik bir örneği olacak bir indeksin terimleriyle belirlenmelidir.
Enflasyon Hedefi İçin Genişlik, Ufuk ve Simetri Seçimi	Enflasyon hedeflemesi, ihtiyaç duyulan politika esnekliğini sağlamak için eş zamanlı ve güvenilir olmalıdır. Bunun yanı sıra, esnekliğin derecesi, herhangi bir hedef alanın orta noktasını hedef alacak (simetri) bir şekilde merkez bankasının niyeti gibi ilan edilmeye ihtiyaç duyar.
Para Politikasının İletme Mekanizması İçin Yeterli Bilgi	Politika yapıcılar, araçlarının, ekonominin tümüne muhtemel etkilerinin ne kadar çabuk ve ne kadar güçlü olduğu konusunda ilgili birimlere yeterli bilgi sağlamalıdır.
Enflasyon Tahminlerinin Vizyonu	Enflasyon hedeflemesi, ifade edilen enflasyon hedef bandı içerisinde enflasyon beklentilerinin iyi bir şekilde çapalanması ile ilgilidir.
İktisadi Bilginin Yeterli Ölçümü ve Zamansal Gelişi	Finansal pazarlar merkez bankası karar mekanizması içinde yararlı işaretler üretmek için iyi gelişmelidirler. İktisadi bilgi makul bir seviyedeki ölçüm hatası için uygun bir şekilde üretilmeye ihtiyaç duyar.

Kaynak: Pierre Siklos, Istvan Abel, "Is Hungary Ready for Inflation Targeting?", **Economic Systems**, Vol: 26, No. 4, p. 312.

2.2.1. Bağımsız Merkez Bankacılığı

Sağlıklı enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi için ilk şart, Merkez Bankasının yasal düzenlemeler çerçevesinde tam bağımsızlığa sahip olmasını gerektirir. Buradaki bağımsız olmadan kastedilen, esasen diğer amaçlara oranla öncelik verilen fiyat istikrarının, para politikasının birincil amacı olduğuna dair kurumsal bir taahhüttür.

Bu kurumsal taahhütte, merkez bankasının bağımsızlığını içeren ve destekleyen yasal düzenlemedir. Bu bağlamda Merkez Bankası şu iki özelliği taşımalıdır¹⁰⁹:

- i) Banka kanununda, bankanın karar alma kurulunun, politik baskılardan yeterince uzak tutacak düzenlemelere yer verilmelidir.
- ii) Merkez bankasının görevleri arasında fiyat istikrarının sağlanması öncelikli amaç olarak belirlenmeli ve bankaya para politikası aletlerini kullanmada tam yetki verilmelidir.

Merkez bankalarının enflasyonu düşürebilme ve kredibiliteleri sağlayabilme güçleri, bağımsızlıkları ile çok yakından ilgilidir¹¹⁰.

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

¹⁰⁹ Mishkin, a.g.e., p. 106

¹¹⁰ Robert T. Parry, "Düşük Enflasyon ve MB'nin Bağımsızlığı", (Çev: Suat Oktar), Marmara Üniversitesi Uluslararası İktisadi İlişkiler Arş. ve Uyg. Mrkz. **İktisat Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 3, Haziran 1996, s. 71 – 72

ekinen bir merkez bankası başkanının göreve getirilmesini ngrmektedir. Diğeri ise Walsh ile Persson Tabellini tarafından geliştirilen “principal agent” (asil – vekil) yaklaşımıdır¹¹¹.

Her iki yaklaşımda merkez bankasının bağımsızlığı kurgusunu ön plana almaktadır. Fischer her iki yaklaşımında realist olduğunu vurgulamakta ve aralarındaki farkı şöyle özetlemektedir; muhafazakar merkez bankası başkanı yaklaşımında, merkez bankası hedef ve enstrüman bağımsızlığına sahipken, asil – vekil yaklaşımında sadece enstrüman bağımsızlığı söz konusudur¹¹².

Merkez bankalarının enflasyon hedeflemesini uygulayabilmesi, tamamen hükümet etkisinden bağımsız olmasa da, anlaşılacağı üzere enstrüman seçiminde serbestliği ve mali hkimiyet altında olunmamasını gerektirir. Merkez bankasından, devlet borçlanmasının düşük olması veya olmaması, ulusal finansal piyasaların devlet borçlarını absorbe etmede yeterince derin olması, bir devletin senyoraj gelirlerine dayanmaksızın geniş bir gelir bazına sahip olması, enflasyon hedeflemesi politikasının etkinliğini belirleyecektir. Eğeri mali hkimiyet varsa, mali orijinli enflasyonist baskı, merkez bankası yükümlülüğündeki para politikasını etkinsizleřtirecektir¹¹³.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ilk ön koşulu olarak Merkez Bankasının bağımsızlığı hususunda sonuç olarak şunlar söylenebilir: Dünya geneline ve yapılan ampirik çalışmalara bakıldığında, bağımsızlıklarına sahip olan merkez bankalarının enflasyonla daha başarılı bir şekilde mücadele ettikleri görülmüştür.¹¹⁴ Bu bağlamda, kısa vadeli siyasi manevralar yerine, uzun vadeli ve siyasi olmayan amaçlara hizmet edilmesi ve merkez bankalarının bu yönde çalışmaları mevcut başarıyı daha da arttıracaktır.

¹¹¹ Erdoğın, a.g.e. , s. 63

¹¹² Stanley Fischer, “**Central – Bank Independence Revisted**”, s. 202

¹¹³ Guy Debelle & Paul Masson & Miguel Savastona & Sunil Sharma, “Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy”, **IMF Economic Issue**, 15, 1998, p. 3

¹¹⁴ Hakan Berument & Bilin Neyaptı, “T.C.M.B. Ne Kadar Bağımsız?”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 1999, Aralık, s. 12

Bu kadar faydalı olmasına rağmen hükümetler neden Merkez Bankası'na politik ve iktisadi bağımsızlığı vermekten uzak davranışlar içine girerler? Don Patinkin'in belirttiği üzere, merkez bankasına tam bağımsızlık verildiğinde, banka sadece fiyat istikrarını hedefleyeceğinden dolayı hükümetin bazı beklentilerini yerine getiremeyecektir. Hükümete ait bazı mali işlerin idare edilmesi, finansman açıklarının kapatılması, özel ve kamuya ait projelerin finansmanı ve açıklarının kapatılması, bunlardan bazılarıdır. Bu etkenlerden ve bir de merkez bankalarının devletin hazinesi olarak benimsenmiş olması geleneğinden ötürü, hükümetler merkez bankalarına bağımsızlık vermekten kaçınmaktadırlar.¹¹⁵

2.2.2. Maliye Politikasının Disipline Edilmesi

Para politikasının güvenilir olması için elbette sahip olması gereken tek temel özellik, bağımsız bir merkez bankası değildir. Merkez bankasının bağımsızlığının fonksiyonel bir durum kazanabilmesi için maliye politikalarının da disipline edilmesi şarttır.

Kamunun mali disiplini, devletin gelir ve giderleri arasındaki dengeli durumu ifade etmektedir. Disipline edilememiş maliye politikaları sonucu, devletin gelir ve giderleri arasında dengesizlikler söz konusu olacaktır. Devlet giderlerinin, gelirlerinden çok olması sonucu bütçe açık verecektir. Bütçenin açık vermesi, bu açığın karşılanması gerekliliğini doğuracak, bu durum da olumsuz iktisadi sonuçlar meydana getirecektir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması sürecinde merkez bankasına bağımsızlık verilip verilemeyeceği, mali disiplin ile yakından ilgilidir. Eğer mevcut hükümet yapacağı kamu masraflarını vergi gibi normal gelirlerden karşılayamıyor, bunun yerine merkez bankası kaynaklarından karşılamaya çalışıyorsa, hükümet merkez bankasının bağımsızlığını tanımamak ya da merkez bankası üzerindeki denetimini kaybetmemek için direnecektir. Çünkü hem hazinenin

¹¹⁵ Patinkin, **a.g.e.** , s. 112

merkez bankasından aldığı kısa vadeli avans, hem de bankalara satılan kamu kâğıtlarının merkez bankasınca reeskonta tabi tutulması, merkez bankası kaynaklarını kamunun hizmetine sunmaktadır. Hazine, merkez bankasından aldığı avansları ödeme günü geldiğinde ya bu borçlarını ödemekten kaçınabilmekte ya da merkez bankası bu borçları silebilmektedir. Kamu açıkları ise bu yolla parasallaşmakta ve sonuçları açısından enflasyonist etkilerin oluşmasına neden olmaktadır¹¹⁶.

Kamu, yapmış olduğu harcamaları vergi, harç ve ürettiği mal ve hizmet satışlarından elde ettiği gelirlerle karşılar. Eğer bu gelirler kamunun yapmış olduğu harcamaları karşılamıyorsa, kamu bu açıkların kapatılması için ya emisyona başvuracak ya da borçlanacaktır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulandığında, uygulama sürecinde emisyona başvuruluyor olması, bu stratejinin başarı oranını oldukça olumsuz etkileyecektir. Çünkü bütçe açıklarının olduğu durumlarda para arzını arttırarak senyorej gelimine yönelmek istenildiği takdirde bütçe açığı ile para arzı bir dönemden diğerine birbirine besleyecektir. Agherli – Khan modeline göre, bütçe açığını kapatmak için para arzı arttırıldığında fiyatlar genel düzeyi artacaktır. Fiyatlar genel düzeyindeki artış hem kamu harcamalarını hem de kamu gelirlerini etkileyecektir. Kamu harcamaları, fiyat artışına, yani enflasyona daha çabuk uyum gösterirken, kamu gelirlerinin uyumu, örneğin vergilerdeki gecikmelerden dolayı daha yavaş olacaktır. Eğer bütçe açığındaki bu büyüme tekrar para basılarak karşılanırsa, aynı süreç tekrar işlemeye devam edecek, bir dönem sonra bütçe açığı daha da artmış olacaktır¹¹⁷.

Borçlanma, devletin kamu açıklarını kapatmak amacıyla başvurduğu diğer bir finansman aracıdır. Dış ve iç borçlanma olarak iki kısma ayrılır. Dış borçlanma, devletin yabancı devletlerden, yabancı bankalardan ve uluslararası kuruluşlardan elde etmiş olduğu fonlardır. İç borçlanmaya göre daha uzun vadelidir ve iç borçlara göre

¹¹⁶ Ufuk Selen, “Finansal Serbestleştirme ve Kamu Açıklarının Enflasyonist Etkisi”, **Banka ve İktisadi Yorumlar Dergisi**, Yıl: 34, Sayı: 4, 1997, s. 53

¹¹⁷ Ziya Öniş & Süleyman Özmucur, **Türkiye’de Enflasyon**, İTO Yayınları, No: 1987 – 5, İstanbul, 1987, s. 15 – 16

daha düşük faiz oranlarına sahiptir. İç borçlanma ise, devletin yurt içindeki kişi, banka ve kuruluşlardan gerek duyduğu fonları sağlamasıdır¹¹⁸.

Devletin iç borçlanmaya gitmesinin ardındaki sebep, nakit ihtiyacını para basımına gitmeden karşılamaya çalışmak ve daha sonraki dönemlerde kamu açıklarını azaltarak, iç borcun milli gelir içindeki payını küçültmektir. Ancak iç borçlanmaya giderken, bazı kriterlere dikkat etmek gerekir. İç borç reel faiz oranlarının büyüme oranının altında olmasına, iç borçlanmanın devamlılık göstermemesine ayrıca da vadelerin uzun tutulmasına çalışılmalıdır. Eğer bu tür kriterlere dikkat edilmez ise, iç borçlanmadan kaynaklanan bazı olumsuz etkiler görülecektir¹¹⁹.

Faizlerin artan borçlardan dolayı devamlı olarak yükselmesi, sonuç olarak hükümeti emisyonu zorlayacaktır. Çünkü artan iç borçların tekrar borçlanma yoluyla finanse edilebileceği eşik aşılmıştır ve hükümet, ancak bu durumdan para basarak kurtulacaktır. Bu ise hiperenflasyonun başlangıcıdır¹²⁰.

2.2.3. Fiyat İstikrarının Tek ve Nihai Hedef Olması

Otoritelerin parasal ücretler ve özellikle parasal döviz kurları gibi diğer değişkenlere ilişkin katı bir taahhüdün bulunmaması, enflasyon hedeflemesinin bir başka ön koşuludur. Çünkü birden fazla parasal değişkene ilişkin taahhüt er ya da geç para politikası uygulamalarında bir çelişkinin doğmasına neden olacaktır¹²¹. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamayan bazı ülkelerde de, enflasyon

¹¹⁸ Ekrem Dönek, “Türkiye’de İç Borçlanma Araçlarının Yapısal Analizi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Temmuz, Sayı: 172, 2000, s. 54

¹¹⁹ Şevket Sayılğan, “Türkiye’de Enflasyon ve Para Politikası İlişkisi”, **Banka ve İktisadi Yorumlar Dergisi**, 1997, Yıl: 34, Sayı: 5, s. 40

¹²⁰ Stanley Fischer & R. Dornbusch & D. Begg, **Economics**, McGraw – Hill Book Company, 4. Baskı, 1994, s. 493

¹²¹ Hakkı Soylu, **Türkiye’de Senyoraj Gelirleri ve Kamu Açıkları**, SPK Yay., Ankara, 1997, s. 43

hedefinin ilan edildiği görülmektedir. Ancak, enflasyon hedefi ile diğer hedefler arasında bir çelişki yaşanması halinde çeşitli problemler meydana çıkacaktır.¹²²

Diğer taraftan doğrudan enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde, fiyat istikrarıyla dolaylı ilişkisi bulunan başka hedeflere de ulaşıldığı görülmüştür. Ancak bu başarının sağlanmasındaki en önemli etken, fiyat istikrarı hedeflerinin yeterli güvenilirliğinin olmasıdır. Tam istihdam hedefinin, enflasyon hedefi ile uyumlu olması gerekli değildir. Uzun dönemde enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi, para politikasının tam istihdam amacını gerçekleştirilmesinde en önemli katkıyı yapacaktır. Kısa dönemde ise iki amaç arasında bir ödünleşme mevcuttur. Para politikasının talep şoku karşısındaki tepkisi, tam istihdam ve enflasyon hedefleri bağlamında da aynıdır¹²³.

Ancak her durumda fiyat istikrarının sağlanması ve bu bağlamda enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi, para politikasının ve doğal olarak da merkez bankasının birincil amacı olmalıdır. Bu bağlamda daha başka bir nominal çapa mevcut olmamalıdır. Para otoritesi yalnızca belirlediği enflasyon hedefini gerçekleştirmeye çalışmalı, büyüme, istihdam seviyesi veya döviz kuru vb. başka hedefler seçmemelidir.¹²⁴ Örneğin, sabit kur rejimini benimseyen bir para politikası stratejisinde enflasyon hedeflemesi sisteminin uygulanması imkânsızdır.

Fiyat istikrarına para politikalarının diğer amaçları arasında öncelik verilmesi ve diğer amaçlar, fiyat istikrarı amacıyla çelişmediği zaman merkez bankasınca desteklenmesi, merkez bankasının da bu bağlamda politik bağımsızlığının göstergesidir. Anlaşılabacağı üzere fiyat istikrarının tek ve nihai hedef olması ile bağımsız merkez bankacılığı arasında kuvvetli bir ilişki söz konusudur. Çünkü merkez bankalarının tek ve nihai hedefi, fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Hükümetlerin fiyat istikrarının bozulması pahasına popülist amaçlara öncelik

¹²² Masson & Savastona & Sharma, **a.g.e.**, p. 8

¹²³ Nuran Çakır Yıldız, **İstikrar Programlarında Nominal Çapa Politikaları ve Türkiye Örneğinde Enflasyon Hedeflemesi**, I.Bs, İstanbul, Aralık 2006, Azim Yayınları, s. 133 – 134

¹²⁴ Svensson & E.O. Lars, “Inflation Targeting: Should it be modeled as an Instrument or a Targeting Rule”, **NBER Working Paper**, December 2001, p. 2

vermeleri durumunda, bu durumun engellenmesi için fiyat istikrarı amacına önceliğin verilmesi ve diğer amaçların fiyat istikrarı ile tutarlı olursa desteklemesi oldukça önemli bir adımdır. Zaman zaman birbiriyle çelişen amaçların merkez bankası tarafından yerine getirilmesini istemek ve bundan da olumlu sonuçlar beklemek başarısızlıklara neden olacaktır. Örneğin hem fiyat istikrarının hem de büyüme yoluyla işsizliğin azaltılması, aynı anda amaçlandığında, ikisinin de aynı anda gerçekleştirilmesi imkânsızdır¹²⁵.

2.2.4. Gelişmiş Mali Piyasalar ve Finansal İstikrar

Fiyat istikrarına nazaran finansal istikrarın tanımı üzerinde bir uzlaşının var olmaması, enflasyon hedeflemesi açısından finansal istikrarın öneminin ortaya konulmasında belirli güçlükleri barındırmaktadır. Buna rağmen, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi açısından finansal istikrarın varlığı, birbiriyle bağlantılı iki unsura işaret etmektedir¹²⁶.

İlk unsur, finansal sistemin kendisinden beklenen işlevleri yerine getirerek sağlıklı bir biçimde işlemesine karşılık gelmektedir. Bu manada finansal istikrar; finansal sistemin, etkin bir kaynak tahsisi yapabilmesi, finansal riskleri değerlendirebilme, yönetebilme ve olası şokları ezebilme yeteneğine sahip olmasını ifade eder. Para politikası ilk etkilerini finansal sistem aracılığıyla gösterdiği için, aktarım mekanizmasının sağlıklı işleyebilmesi, finansal piyasaların derin ve likit bir yapıya sahip olmalarını gerektirir.

İlk unsura bağlı olarak ikinci unsur, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için banka – finans kesiminin sağlam bir yapıya sahip olmasını ve kriz dinamiği doğuracak kırılganlıklar taşınamasına karşılık gelmektedir. Bu bağlamda finansal istikrar, banka – finans kesiminin krizlere karşı minimum risk

¹²⁵ Suat Oktar, “T.C.Merkez Bankası Ne Ölçüde Bağımsız?”, **Banka ve İktisadi Yorumlar Dergisi**, Mayıs, 1997, Sayı: 5, s. 7

¹²⁶ Garry J. Schinasi, “Defining Financial Stability”, **IMF Working Paper**, No. 187, October 2004, pp. 6 – 7

taşıyan bir görünümde olmasını ifade eder. Banka – finans kesiminin sağlıklı olması, kısa vadeli faizlerin enflasyon hedefi doğrultusunda uygulanmasında kısıtlayıcı dinamikler taşınamaması yanında, özellikle varlık fiyatlarının makro iktisadi temellerden kopuk bir biçimde değerlendirilerek istikrarsızlığa yol açmamasını yansıtmaktadır.

Finansal piyasalar doğal yapıları gereği, kısa vadeli ani davranışlarının yanı sıra, ekonominin temellerinde herhangi bir değişme olmasa da, rasyonel olmayan iyimser davranışlara açık bir yapı göstermektedirler. Ekonomi ile ilgili iyimser tahminlerin arttığı zamanlarda, geleceğe yönelik kar beklentilerinin artmasıyla varlık değerleri artmakta ve bu artışı finanse edebilmek için iktisadi ajanların daha fazla borçlanma yoluna gitmeleri söz konusu olabilmektedir. Yükseliş döneminde, varlık değerlerinin artması, bilançoları sağlıklı göstererek borçların artışı saklayabilir. Ancak, olası bir kötümser beklentiye bağlı olarak balon patladığında, tüm bu süreç tersine işlemekte ve finansal istikrarsızlık ile karşılaşmaktadır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi açısından önemli olan, oluşan balonun iktisadi ajanların borçluluk düzeyi, kredi genişlemesi vb. göstergeler açısından genel olarak finansal istikrar ve reel ekonominin işleyişi ile ilgili olarak neleri ifade ettiğidir¹²⁷.

Diğer yandan, gerek banka – finans kesiminin kırılgan yapısı, gerekse makro iktisadi istikrarsızlığın varlığına bağlı olarak finansal istikrar amacı ile fiyat istikrarı arasında bir çatışma çıkabilmektedir. Banka – finans kesiminin kurumsal ve bilanço yapısının güçlü olmaması, kısa vadede para politikasının enflasyon hedefi yönünde sıkılaşmasına neden olmaktadır. Nitekim kısa vadeli faiz oranlarında agresif yükselişlere dayanıklı olmayan bir mali piyasa, merkez bankasından sıklıkla likidite enjekte edilmesini gerekli kıldığı gibi, mali piyasalar içinde gizlenen ve devlet garantisi altına alınmış belirli yükümlülüklerin aniden ortaya çıkması, hem mali

¹²⁷ Claudio Borio & P. Lowe, “Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Bank from the Wideness”, **BIS Working Papers**, No: 157, July 2004, p. 19

piyasalara yönelik maddi destek verilmesine, hem de mali baskınlığın ortaya çıkarak “Borç / GSYİH” oranının yükselmesine yol açabilmektedir¹²⁸.

Anlaşılabacağı üzere, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi için finansal piyasaların gelişmişliği de ayrı bir önem arz etmektedir. Bu bağlamda gelişmiş bir finansal sistemin varlığı, merkez bankasının para politikasını etkin bir biçimde kullanabilmek için banka – finans kesiminin bilanço yapısı ve ülkenin döviz rezervlerini yönetmesine ve gerektiğinde banka – finans kesimine yönelik son borç verme yetkilisi olarak kredi sunmasına imkan verir. Bu yolla para ve döviz piyasasına yönelik müdahaleler, piyasa fiyatlarında önemli bir sapmaya yol açmadan uygulanabilecektir¹²⁹.

2.3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN UYGULAMADAKİ TEMEL ÖZELLİKLERİ

Gerekli ön şartlara sahip olmanın yanı sıra, kurumsal ve teknik düzenlemeler çerçevesinde, enflasyon hedeflemesinin uygulamada takip edilen bazı temel özellikleri vardır. Bunlar; hedef tanımı, hedef bandı veya nokta hedefin belirlenmesi, fiyat indeksinin seçimi, enflasyon oranı hedeflemesi, hedefin duyurulma şekli ve enflasyon tahmini hedeflemesidir.

2.3.1. Hedef Tanımı, Nokta veya Hedef Bandı Seçimi

Enflasyon hedefinin kim tarafından ya da nasıl belirlenebileceği meselesi, hedefleme stratejisinin kuramsal çerçevesi, merkez bankasının bağımsızlık düzeyi ve dezenflasyon sürecinin hangi aşamasında bulunulduğu ile yakından ilgilidir¹³⁰.

¹²⁸ Felix Eschenbach & L. Schuknecht, “The Fiscal Costs of Financial Stability Revisited”, **ECB Working Paper**, No: 191, November 2001, p. 31

¹²⁹ Alina Carare & A. Schaechter & M. Stone & M. Zelmer, “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, **IMF Working Paper**, No: 102, June 2002, p. 15

¹³⁰ De Belle, **a.g.e.** .p. 7

Enflasyon hedefinin tanımı, fiyat endeksine, enflasyon hedefi için nokta veya band seçimine bağlı olarak, ülkeler arasında değişiklik göstermektedir¹³¹.

Merkez bankası ve hükümetin ortaklaşa alacağı bir karar sonucunda dezenflasyonun hızı ve dolayısıyla enflasyon hedefinin belirlenmesi, para politikasının kredibilitesini daha olumlu etkilemektedir. Beraberce alınan karar, hükümetin enflasyon hedefine ve dolaylı olarak enflasyon hedefini destekleyici maliye politikaları izleyeceğine yönelik açık ya da zımni bir taahhüt işlevini görmekte ve hem merkez bankası hem de hükümetin izlenecek politikalar ile ilgili olarak anlaşmasını teşvik etmektedir. Bunun yanında merkez bankasının para politikası ile ilgili sorumluluk alanı da açık bir şekilde belirlenerek hesap verebilirliği için belirli bir temel elde edilmektedir¹³².

Katı veya esnek enflasyon hedeflemesi problemi de ayrı önemi olan bir konudur. Katı enflasyon hedeflemesi söz konusu olduğunda, merkez bankası yalnızca enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi ile ilgilenir. Esnek hedeflemede ise, ayrıca bir dereceye kadar üretimin ve / veya kur oranının istikrarı ile de ilgilenilir. Eğer enflasyon, hedefinden sapmış durumda ise, katı hedeflemede banka, enflasyonu mümkün olan en kısa zamanda hedefe geri yakınsatmaya çalışacaktır. Bu amaç, politika araçlarının, kayda değer bir miktarda hareket ettirilmesini gerektirir. Dolayısıyla bu eylem, üretim ya da reel kur oranlarında hareketlenmeye neden olabilmektedir. Esnek hedeflemede ise, üretim ya da kur oranı değişkenliği düşüncesi, merkez bankasını enflasyon hedefine daha aşamalı bir şekilde yakınsatmaya çalışacaktır. Çünkü üretim ve kur oranı değişkenliği enflasyon hedeflenmesinde 1,5 yıl yerine 2,5 yıl gibi daha uzun bir zaman eğrisini içine alacaktır¹³³.

¹³¹ De Belle, a.g.e. , p. 10.

¹³² A. Schaechter & M. R. Stone, "Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries", **IMF Occasional Paper**, No: 202, 2000, p. 8

¹³³ Svensson Lars E.O, "Monetary Policy and Inflation Targeting", **NBER Raporter**, Winter 97/98, p.

Esas olarak enflasyon hedefi 1 – 3 yıllık periyodu kapsayacak şekilde belirlenmektedir. Hedefin bir yıldan daha az bir süre için belirlenmesi, belirlenen hedefin sıklıkla aşılmasına ve enstrüman istikrarsızlığına (üretim – istihdam, döviz kurunda dalgalanmalar) yol açmaktadır. Diğer yandan hedefin uzun bir süreyi kapsamaması, hedefin enflasyon bekleyişlerini yönlendirmedeki gücünü azaltmakta ve bekleyişler için çapa olma özelliğinin kalmamasına bağlı olarak, para politikasının güvenilirliğini zayıflatmaktadır¹³⁴.

Diğer yandan, mevcut enflasyon düzeyi ile enflasyon hedefi arasındaki farkın anlamlı olup olmadığı durumda, hedef periyodu, para politikasındaki gecikmeleri içerecek ve enstrüman ve üretim – istihdam istikrarsızlığından kaçınmak için gerekli esnekliği mümkün kılacak süreyi kapsamalıdır. Böyle bir durumda, hedef periyodun uzamasıyla, olası şoklara karşılık için daha geniş bir zaman doğmakta ve gerekli düzenlemeler yapılabilmektedir. Mevcut enflasyon düzeyinin enflasyon hedefinin üzerinde olması durumunda ise, daha kısa süreli bir hedef periyodu, dezenflasyon sürecini hızlandırmakla beraber, hedef periyodun kısa olması enstrüman istikrarsızlığını ve döviz kurundaki dalgalanmalar gibi olumsuzlukları da beraberinde getirmektedir¹³⁵.

Bu bağlamda hedef periyodun seçiminde, enflasyon düzeyi ile hedef arasındaki farkın önemi büyüktür. Yani hem dezenflasyonu hızlandırıcı bir periyod belirlenmeli hem de belirlenen bu zaman periyodu enstrümanlar üzerinde ve döviz kurlarında istikrarsızlığa yol açmamalıdır.

Bu aşamada önemli olan diğer bir husus, hedeflemenin belli bir nokta veya banttı hangisine göre yapılacağıdır. Buna göre, seçim belli bir band yönünde yapılmışsa, bu bandın genişliğinin ne olması gerektiği tanımlanmalıdır. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan çoğu ülkede enflasyon oranına ilişkin band aralıkları belirlenmiştir. Söz konusu bandlar ölçüm hataları ve bazı fiyatlardaki

¹³⁴ Frederic S. Mishkin, “Issues Inflation Targeting”, <http://www.bank-bangue-canada.ca/en/res/wp/2000/Mishkin.pdf>, 12.01.2007, (Çevrimiçi), p. 11

¹³⁵ Schaechter & Stone, a.g.e. , p. 9

beklenmedik şoklar karşısında esneklik kazanılması amacını taşımaktadır. Band aralıkları bazı ülkelerde dar tutulmuşken, bazılarında ise daha geniştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini seçen gelişmiş ülkelerin enflasyon hedeflerindeki değişmeye genel olarak % 2 puanlık bir tolerans tanınmaktadır¹³⁶.

Band hedefinin en uygun genişliği, esneklik – güvenilirlik dengesinin yanı sıra, dezenflasyon sürecinin hangi aşamasında bulunulduğu ile de ilgilidir. Bu yönüyle para politikası güvenilirliğinin düşük ve etkilerinin belirsiz olduğu bir dezenflasyon sürecinin ilk aşamalarında bandın geniş tutulması, enflasyon hedefi ile fiili enflasyon birbirine yaklaştıkça ve para politikasının güvenilirliği arttıkça bandın daraltılması uygun olmaktadır¹³⁷.

Aralık genişliğinin belirlenmesi ihtiyacı, para politikasının enflasyon oranı üzerindeki tam olmayan kontrolünden kaynaklanmaktadır. Aralık genişliğine ayrıca kısa dönem şoklara tepki vermedeki esnekliği sürdürmek için de ihtiyaç duyulmaktadır. Aralık genişliğinin seçimi, dar, sert hatlara sahip bir aralık seçip bunu sık sık ihlal etmekle, merkez bankası üzerinde nispeten daha yumuşak, geniş bir aralık seçmek arasındaki tercihi yansıtır. Daha dar bir aralık bir katı taahhüt olarak benimsenecektir. Böylece, pratikte benimsenen aralığın sınırları içinde kalmanın zorluğuyla ilgili bir durum ortaya çıkarsa sık tekrarlanan ihlaller, kazanılan merkez bankası güvenilirliğini azaltacaktır. Diğer yandan daha yumuşak sınırlı bir aralık seçimi merkez bankasının kısa dönemli performansının değerlendirilmesini zorlaştıracak ve böylece orta vadede merkez bankasının hesap verebilirliğini arttıracaktır¹³⁸.

Hedefin bir band şeklinde tercih edilmesi, yeni enflasyon oranı için bir alt bir de üst sınır tespit edilmesinin en önemli faydası, merkez bankasına faaliyet serbestisi sağlamasından dolayıdır. Böylece enflasyon tahminin güvenilirliği

¹³⁶ Çakır Yıldız, **a.g.e.**, s. 141

¹³⁷ Eric V. Clifton, “Inflation Targeting: What is the Meaning of the Bottom of the Band?”, **IMF Working Paper**, No: 8, December 1999, p. 6

¹³⁸ De Belle, **a.g.e.**, p. 15

etkilemesinden dolayı bu rejimi benimseyen ülkeler, hedefi bir band şeklinde tespit etmişlerdir. Bu şekilde, enflasyon oranı için dolaylı olarak eylemsiz bir bölge tarif edilmektedir. Bu şekilde enflasyon hedefinden saptığında, merkez bankasının enflasyonu hedefine yakınlaştırmak için faaliyette bulunması ve enflasyon oranını band aralığında tutması gerekir¹³⁹.

Band hedefine alternatif olarak nokta hedefi, hedefe yönelik taahhüdü ve para politikasının güvenilirliğini güçlendirmesi, bekleyişlere ait daha uygun bir ölçü aracı olması ve daha da şeffaf olması nedeniyle tercih edilmektedir. Para politikasının güvenilirliğinin sağlanmasına bağlı olarak, merkez bankasının enflasyonist süreçteki belirsizlikler ve hedefe ulaşma zorluğuna dair kamuoyu ile gerekli iletişimi kurabilmesi, nokta hedefin zayıf yönü olan esnekliğin azalmasının da önüne geçilmesinde yararlı olacaktır¹⁴⁰.

2.3.2. Fiyat İndeksinin Seçilmesi

Enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında diğer önemli bir husus da, uygun fiyat indeksinin belirlenmesidir. Seçilecek fiyat endeksi, kamuoyu tarafından basitçe anlaşılabilen, ekonomideki fiyat hareketlerinin tümünü yansıtan, çok sık revize edilmeyen kolay bir biçimde hesaplanabilen ve enflasyon bekleyişleri için bir çapa işlevi görebilen özelliklere sahip olmalı ve meydana gelebilmesi muhtemel şoklarda da para politikasının etkilenmesine imkân vermemesi gerekmektedir¹⁴¹.

İndeks seçimini ve indeksin enflasyonla ilişkisini kamuoyunun anlamasını temin etmek, merkez bankasının görevleri arasındadır. Seçilen indekse ait seriler, yeterli gözleme sahip olmalı, zamanlaması iyi olması ve kamuoyu tarafından rahat, anlaşılabilir olmalıdır. Diğer yandan seçilen indeksin tek seferlik fiyat şoklarına veya değişimlerine izin vermeside gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesini benimseyen

¹³⁹ Athanasios Orphanides & Volker Wieland, “Inflation Zone Targeting”, **European Economic Review**, Vol: 44, No: 7, 2000, p. 1354

¹⁴⁰ Mishkin, “**Issues in Inflation Targeting**”, p. 17

¹⁴¹ Bernanke, Laubach et al, **a.g.e.** , p. 27

çeşitli ülkeler, hedeflemede kullanılmak üzere farklı fiyat indekslerini seçmişlerdir.¹⁴²

Bernanke ve Mishkin'in özelliklerini saydığı benimsenmesinde daha faydalı olacak indeksin TÜFE (CPI) olarak kabulü imkân dâhilindedir.

Şöyle ki, tüketici fiyat indeksi (TÜFE), kamuoyu tarafından daha rahat izlenebilmesi ve sıklıkla revize edilmemesi nedeniyle, şeffaflık ve esneklik bakımından tercih edilebilecek en optimal indekstir. Ancak indeks hesaplamasında sepet dâhilinde kullanılan gıda fiyatları ve enerji fiyatları gibi bazı kalemlerde meydana gelen fiyat hareketlerinin, izlenen para politikasının kontrolü dışında meydana gelmesi, TÜFE' de aşırı dalgalanmalara yol açabilmekte ve söz konusu kalemler esas olarak reel sektörden etkilendikleri için TÜFE enflasyonun görünümü hususunda etkili bilgi veremeyebilmektedir¹⁴³.

Bu nedenle, enflasyonun ölçülmesinde, enflasyonun parasal olmayan belirleyicilerinin dışlanabilmesi için TÜFE kapsamında yer alan bazı kalemlerin çıkarılmasıyla elde edilen çekirdek (core) enflasyon ölçüsü kullanılmaktadır¹⁴⁴.

Çekirdek enflasyon ile TÜFE arasındaki temel fark, çekirdek enflasyonunun hesaplanması için, TÜFE içinden gıda ve enerji fiyatları, ipotek faiz ödemeleri, kamu tarafından belirlenen fiyatlar, dolaylı vergiler ve ulaşım maliyetleri gibi kalemlerin çıkarılmasıdır¹⁴⁵.

Diğer fiyat indeksleri arasında perakende veya toptan eşya fiyatları ile gayri safi milli hâsıla hesap deflâtörü de yer almaktadır.¹⁴⁶

¹⁴² Bernanke & Mishkin, **a.g.e.** , p. 6

¹⁴³ Schaechter & Stone, **a.g.e.** , p. 9

¹⁴⁴ Scott Roger, "Core Inflation: Concepts, Uses and Measurement", **Reserve Bank of New Zealand Discussion**, No: 9, July 1998, p. 6

¹⁴⁵ De Belle, **a.g.e.** , p. 13.

¹⁴⁶ Çakır Yıldız, **a.g.e.** , s. 145

GSMH deflâtörü, ulusal enflasyon kavramını en çok belirten indekstir ve TÜFE'ye alternatif olduğu söylenebilir. GSMH deflâtörü, üretimin karışımını yansıtır. Tüketimden ayrı olarak yurtiçi ithal mal ve hizmetlerin fiyatlarını etkin bir biçimde hariç tutar. Deflâtörler tipik olarak yıldan yıla karşılaştırmalara dayanan ağırlıklı bir set kullanılarak yapılandırılır.¹⁴⁷

Toptan ve perakende fiyatları sadece sınırlı bir mal aralığını ifade etmektedir bu nedenle genel fiyat kararlılığının göstergesi için uygun değildirler.

2.3.3. Enflasyon Oranı Hedeflemesi veya Fiyat Düzeyi Hedeflemesi

Enflasyonun mu, yoksa fiyat seviyesinin mi hedefleneceği konusunda farklı görüşler vardır. Merkez bankaları fiyat istikrarının sağlanması yönünde, fiyat seviyesi hedefleri yerine, doğrudan enflasyon oranını hedeflemeyi tercih etmişlerdir. Bu iki uygulama arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır¹⁴⁸.

Bu farklılıkları Çakır, kitabında üç ana maddede özetlemektedir¹⁴⁹.

Birincisi, enflasyonun ortalama oranı, uzun bir eğri üzerinde, fiyat seviyesi hedeflemesi altında oldukça iyi tahmin edilebilir. Bir enflasyon hedeflemesi rejiminde ise, enflasyonun ortalama oranı daha az keskinliğe sahiptir. Fiyat seviyesi hedeflemesinin savunucuları, fiyat seviyesinin sahip olduğu daha fazla belirliliğinin uzun vadede bir avantaj oluşturduğuna işaret ederler. Gelecekteki enflasyon hedeflemesine ilişkin fiyat seviyesi ile ilgili belirsizlik, zaman eğrisi büyüdükçe artar. Bunun aksine, fiyat seviyesi hedefi ile ilgili belirsizlik seviyesi, uzun dönem eğrilerinde daha sabittir.

¹⁴⁷ Karen Johnson & David Small & Ralph Tryon, "Monetary Policy and Price Stability", Board of Governors of the Federal Reserve System, **International Finance Discussion Papers**, No: 641, July 1999, p. 11

¹⁴⁸ Svensson Lars E.O. , "Monetary Policy and Inflation Targeting", p. 2

¹⁴⁹ Çakır Yıldız, **a.g.e.** , s. 147

İkincisi, fiyat seviyesi hedeflemesinin uzun dönemli taahhüdü içermesi dolayısıyla, zaman tutarsızlığı sorunundan etkilenmemektedir. Para otoritesi, üretim büyümesi ve istihdamın artması amaçlı, tek seferlik parasal bir uyarıcı üretme eğilimindedir. Kamu, para otoritesinin bu eğilimini anladığı için, uzun dönemli enflasyona yol açabilecek bir tepkide bulunur. Fiyat seviyesi hedefi, zaman tutarsızlığı sorununun çözümü için, para otoritesinin geçmiş hatalarının düzeltilmesini mecbur kılar. Para otoritesinin ekonomiyi düşük bir miktarda enflasyon ile uyarma konusunda hiçbir eğilimi yoktur. Çünkü o zaman fiyat seviyesini hedef seviyeye azaltarak geri getirmek zorunda kalacaktır. Dolayısıyla, bir fiyat seviyesi hedefi, bir enflasyon hedefinden daha güçlü olacaktır.

Üçüncüsü, durağan bir fiyat seviyesi hedefi, para otoritesinin fiyat seviyesini beklemeyen artışlar karşısında azaltmasına ihtiyaç duyacaktır. Enflasyon oranı hedefi, fiyat seviyesini nadiren düşürebilirken, eğer ortalama enflasyon oranı, enflasyondaki dalgalanmaya göre yükselirse, bu düşüşler daha seyrek olacaktır. Bunun aksine, durağan bir fiyat seviyesi hedefi altında, fiyat değişimleri, sürecin yarısı boyunca negatif olacaktır.

Hedekten sapmalara verilen sistematik tepki farklılıkları, fiyat düzeyi hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesinin farklı makro iktisadi performans göstermelerini beraberinde getirmektedir. Fiyat düzeyi hedeflemesine karşı olan geleneksel görüş, söz konusu değiş – tokuş ilişkisinin fiyat düzeyinin istikrarını sağlamak amacıyla ortalamanın üzerindeki enflasyon oranının, ortalamanın altındaki enflasyon oranı ile telafi edilmesinden kaynaklandığını ileri sürmektedir¹⁵⁰.

Geleneksel görüşe karşı ileri sürülen diğer bir görüş, merkez bankasının fiyat düzeyindeki sapmalara izin vermeyeceği yönündeki taahhüdüne bağlı olarak uzun vadede enflasyon hedeflemesine göre, fiyat düzeyindeki belirsizliğin önemli ölçüde azalacağını söylemektedir. Bu yönüyle bakıldığında, fiyat düzeyi

¹⁵⁰ Stanley Fischer, “Why Are Central Banks Pursuing Long Run Price Stability?”, (Çevrimiçi) 27.05.2006 <http://www.kc.frb.org/Puplicat/Sympos/1996/pdf/s96fisch.pdf>, p. 22

hedeflendiğinde uzun dönemli planlama ve nominal sözleşmelerin yapılması daha kolay olacaktır¹⁵¹.

Diğer bir durum, beklenmedik şokların fiyat seviyelerinde yol açtığı belirsizliklerin seviyesidir. Enflasyon hedeflemesi tercih edildiğinde, beklenmedik şoklarla karşılaşılması durumunda, fiyat artışlarına karşılık, deflasyonist bir ayarlama yapmak yerine, yalnızca fiyat artışının durdurulması yetmektedir. Enflasyon hedeflemesinde, fiyat seviyelerinin üzerindeki etkilerin ortadan kaldırılması hedeflenmediğinden dolayı, uzun dönemde fiyat seviyelerindeki belirsizlikler artmaktadır. Fiyat seviyesi hedeflendiğinde, hedeften sapma durumunda, bir müdahaleyle fiyat düzeyinin hedeflenen seviyeye geri çekilmesi gerekir¹⁵².

Lilico'nun bir diğer durum değerlendirmesi içerilen kesinlik üzerinedir. Uzun dönem enflasyon oranına nazaran fiyat seviyesi hedeflemesinin daha fazla bir kesinlik ve direnç barındırdığı söylenebilir. Bu durum, uzun dönem fiyat seviyesinin, fiyat seviyesi hedeflemesi altında, enflasyon hedeflemesi altında olduğuna göre daha açık olduğu anlamını taşır¹⁵³.

2.3.4. Hedefin İlan Edilmesi

Hedef enflasyonun halka duyurulması görevi, bazı ülkelerde sadece merkez bankası başkanına verilirken, bazı ülkelerde de bu görevi hem merkez bankası başkanı, hem de hükümet adına bir yetkili üstlenmektedir. Örneğin İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İspanya'da merkez başkanı, İngiltere'de Maliye Bakanı hedefi halka ve diğer ilgililere ilan ederken; Yeni Zelanda ve Kanada'da merkez bankası başkanı ile beraber Maliye Bakanı beraberce hedefi ilan etmektedirler¹⁵⁴.

¹⁵¹ Richard Barnett & M. Engineer, "When is Price Level Targeting a Good Idea", (Çevrimiçi) 21.01.2007 <http://www.bank-banque-canada.ca/en/res/wp/2000/barnett-final.pdf>, p. 102.

¹⁵² Andrew Lilico, "Price Level Targeting – The Next Objective for Monetary Policy?", **Economic Affairs**, Vol: 20, Issue 2, June, p. 50

¹⁵³ a.e. , p.50

¹⁵⁴ Andrew G. Haldane, "Some Issues in Inflation Targeting", **Bank of England Working Paper**, No: 74, 1998, London, p. 8

Anlaşılaçağı üzere enflasyon hedeflemesi rejiminde, merkez bankası ya tek başına veya hükümetle beraber bir sorumluluk almaktadır. Genelde açıklamalar merkez bankası tarafından kamuoyuna ilan edilmekle beraber, mevcut hükümet ve merkez bankası arasında yapılan yazılı mutabakat metinleri de kamuoyuna ilan edilur¹⁵⁵.

Merkez bankası başkanı kamuoyu önünde hedefleri açıkladıktan sonra yükümlölük üstlenmiş olmaktadır. Başkan, hedefin tutturulmasında başarılı olmuşsa, ödüllendirme söz konusu olabilmektedir. Aksi durumda, hedeften büyük bir sapma olursa, bu durumda da çeşitli yaptırımlar söz konusu olabilmektedir¹⁵⁶.

2.4. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN ÖNEMLİ AVANTAJLARI

Enflasyon hedeflemesi rejimi, stratejik olarak diğer nominal çapa rejimlerinden ayırt edilen, bazı üstünlöklere sahiptir. Bu üstünlöklörin daha iyi anlaşılması, stratejik olarak enflasyon hedeflemesinin uygulanmasına bağılı olarak ortaya çıkacak iyileşmelerin daha net görölmesini sağlayacaktır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin üstünlöklölerini, diğer bir ifadeyle, diğer nominal çapa stratejilerinden ayırt edici özelliklerini dört ana başlıkta ifade edebilmekteyiz.

Bunlar; yüksek düzeyli şeffaflık ve hesap verebilirlik, para politikası uygulamalarında esneklik, enflasyon beklentilerinin çapalanması, enformasyonel avantaj ve ileriye yönelik bir yaklaşımın benimsenmesidir.

¹⁵⁵ Frederic S. Mishkin, “International Experiences With Different Monetary Policy Regimes”, **Journal of Monetary Economics**, Vol: 43, Issue 2, 1999, p. 601

¹⁵⁶ Charles A.I.Goodhart, “What Should Central Banks Do? What Should Their Macroeconomic Objectives and Operations?”, **The Economic Journal**, Vol: 104, No: 427, November 1994, p. 1431

2.4.1. Yüksek Düzeyli Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin en önemli özelliği, oldukça şeffaf bir strateji olmasıdır. Bu özelliğin sağlanmasında merkez bankasının sayısal bir hedef ilanın olması, şeffaflık niteliğini bu stratejiye kazandırmaktadır. Bu yüzden enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler, para politikasında şeffaflığı arttırmak için, enflasyon raporları yayınlamakta veya halka çeşitli yollarla politikalarını açıklamaya çalışmaktadırlar. Bu sayede merkez bankasının ne yaptığı halk ve ilgililer tarafından açıkça bilinecek ve merkez bankasına karşı olan güven, bu yolla artacaktır.

Daha geniş manada şeffaflık, para politikası, faiz oranları ve enflasyon ile ilgili belirsizlikleri azaltacak, özel kesimin karar alma sürecine yardımcı olacak ve kamuoyuna para politikası ile ilgili nelerin yapılabileceğini daha iyi anlatma imkânı sağlayacaktır¹⁵⁷.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasında, yine şeffaflığı sağlama adına uygulanan politikalarla ilgili olarak, genel halk, finansal piyasa katılımcıları ve politik aktörleri, hükümetler dört temel konuda bilgilendirmektedirler. Bunlar para politikasının amaçları ve sınırları, enflasyon hedeflerinin sayısal değerleri ve bunların nasıl belirlendiği, cari iktisadi kısıtlar altında enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilme yolları ve enflasyon hedeflerinden sapma durumunda bunun nedenleridir¹⁵⁸.

Anlaşılabacağı üzere, buradaki şeffaflıktan amaçlanan, merkez bankasının para politikaları ile ilgili olarak kamuoyu ve genel manada iktisadi ajanlar arasında enformasyon (bilgi) avantajına sahip olunmasıdır. Bu bakımdan şeffaflık, para

¹⁵⁷ Bernanke, Laubach et. Al, **a.g.e.** ,p. 296

¹⁵⁸ Frederic S. Mishkin, “**International Experiences With Different Monetary Policy Regimes**” 1998, p. 22

politikası yapıcıları ile iktisadi ajanlar arasında simetrik enformasyon olması şeklinde tanımlanabilir¹⁵⁹.

Şeffaflık, Merkez Bankasına, hükümet tarafından gelebilecek baskıları önlemede oldukça yardımcı olacaktır. Çünkü hükümetin merkez bankasına, şeffaflık olmaması durumunda, yasal bağımsızlığına rağmen baskı yapma gücü vardır. Şeffaflıkla beraber, merkez bankası kendini hükümet baskısına karşı kamuoyu nezdinde daha rahat savunur hale gelmiş olacaktır¹⁶⁰.

Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi altında para politikası uygulama sürecinin farklı aşamalarında gözlenen şeffaflık olgusu beş farklı biçimde ele alınabilir¹⁶¹:

- i) Politik Şeffaflık: Temel değişken olan sayısal bir enflasyon hedefinin net bir biçimde tanımlanması ve ilanı ile ilgilidir.
- ii) İktisadi Şeffaflık: Para politikasının uygulama sürecinde kullanılan veri seti, model ve bankanın kendi bünyesinde yapılan tahminlerin açıklanması iktisadi şeffaflığın göstergeleridir.
- iii) Prosedürel şeffaflık: Genel olarak para politikası kararlarının nasıl alındığını ifade eder. Bu anlamda herhangi bir politika kararına ait oylamalar veya konuyla alakalı çeşitli kuralların görüşme tutanaklarının ilanı, bu şeffaflıkla ilişkilendirilebilir.
- iv) Operasyonel şeffaflık: Para politikası aksiyonlarının yürütülmesi ile ilgili olarak temel politika enstrümanının ayarlanmasında, yapılan kontrol

¹⁵⁹ Petra M. Geraats, “Centralbank Transparency”, **The Economic Journal**, Vol: 112, Issue 483, November 2002, p. 533

¹⁶⁰ Helmut Wagner, “Controlling Inflation in Transition Economies: The Relevance of Central Bank Independence and the Right Nominal Anchor”, **Atlantic Economic Journal**, Vol: 28, Issue 1, March 2000, p. 5

¹⁶¹ Wagner’in belirttiği gibi, MB – Hükümet ilişkileri ve MB’nin kendi bünyesinden kaynaklanan problemler, şeffaflığa, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulama aşamalarında farklı olarak anlamlar yüklenmesine neden olmuştur. GERAATS, p. 540

hataları ve para politikası aktarım mekanizmasının işleyişinde görülen sorunlara ilişkin şeffaflığı ifade eder.

- v) Politika şeffaflığı: Alınan kararların duyurulmasına ait şeffaflığı ifade eder. Bu, haber alma olanağının genişliğiyle ilgilidir. Örneğin faiz oranı kararı, döviz piyasalarıyla ilgili kararlara ait basın bültenleri, politika şeffaflığı kapsamındadır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin şeffaflıkla oldukça yakından ilgili bir diğer özelliği, merkez bankalarının hesap verebilirliğinin artırılmasına yönelik eğilimidir. Enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerin çoğunda, merkez bankasına, enflasyon hedeflerinde meydana gelebilecek sapmaların nedenlerini, tekrar hedefe yakınsanması için ne gibi önlemler alındığını ve bunun ne kadar sürede gerçekleşeceğini açıklama yükümlülüğü getirilmiştir¹⁶².

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin etkin bir biçimde işleyebilmesi için merkez bankası hesap verebilirlik bakımından üç temel özelliğe sahip olmalıdır¹⁶³;

- i) Para politikası hedefleri açık bir biçimde tanımlanmalıdır. Buna göre, fiyat istikrarının sağlanması amacının önceliği ve enflasyon hedefi, merkez bankasının başarısının değerlendirilmesinde önemli bir ölçü olmaktadır. Diğer yandan, hedefin hükümet – mali otorite ile ortaklaşa olarak tespiti, hem hesap verme yükümlülüğünün bütünüyle merkez bankası üstüne kalmamasına, hem de maliye politikasının disiplin altına alınmasına imkân vermektedir.
- ii) Para politikası uygulamaları olabildiğince şeffaf olmalıdır. Çünkü merkez bankasının hedeflenen orana ulaşması konusundaki başarısının

¹⁶² Joel Bogdenski&A.Antonia Tombini &S.Ribero da Costa Werlang, “Implementing Inflation Targeting in Brazil”, High Level Seminar on Implementing Inflation Targets, **Held by IMF Institute**, March 20–21/2000, p. 5

¹⁶³ Sylvester C.W.Eijffinger & M. Hoeberichts, “Central Bank Accountability and Independence: Theory and Some Evidence”, **Deutsche Bundesbank Discussion Paper**, No: 6, November 2000, p.8

değerlendirilebilmesi için uygulamalarının açıkça bilinmesi, kamuoyuyla paylaşılması gerekmektedir. Böylelikle, hem başarı değerlendirme imkânı bulunmakta, hem de hedefe ulaşamaması halinde merkez bankası veya mali otorite ya da hükümetin sorumluluk payının tespiti kolaylaşmaktadır.

- iii) Son olarak, para politikaları uygulamalarına ait nihai sorumluluğun kimin olacağı belirlenmelidir. Merkez bankasının, politika uygulamaları nedeniyle, hükümete karşı sorumluluğu doğaldır. Bu nedenle hükümete düzenli raporlar sunulmalı ve para politikasının seyriyle ilgili toplantılar yapılmalıdır.

2.4.2. Para Politikası Uygulamalarında Esneklik

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan bütün ülkelerin, hedef enflasyon oranını sıfırın üstünde hedeflemeleri ve enflasyonu kontrol altına alma sürecinde kademeli bir yaklaşım benimsemeleri, kısa dönemde para politikalarına bir esneklik getirmekte ve reel iktisadi faaliyetlerde meydana gelebilecek olası dalgalanmalara karşı çeşitli önlemler alınmasına imkân sağlamaktadır¹⁶⁴.

Bu haliyle enflasyon hedeflemesi stratejisi katı kuraldan uzak bir şekilde, para politikasının nasıl yönlendirileceği yönünde basit mekanik talimatlar vermek yerine, esnek bir politika uygulama imkânı sunar. Enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının hedefe ulaşmak için bütün mümkün bilgileri kullanmasını ister. Basit politik kuralların aksine, enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankasının çeşitli bilgileri görmezlikten gelip, sadece bir tek değişkene ait bilgiye odaklanmasını istemez¹⁶⁵.

¹⁶⁴ Mishkin, “**International Experiences with Different Monetary Policy Regime**”, 1999, p. 599

¹⁶⁵ Frederich S. Mishkin & A. Miguel Savastano, “Monetary Policy Strategies for Latin America, **Journal of Development Economics**, Vol: 66, Issue 2, December 2001, p. 427

Merkez bankasının sorumluluk alanlarının genişletilmesi ya da daraltılmasıyla, şeffaflığın artması ya da azalması, merkez bankasının esnekliğini kısıtlayıcı ya da arttırıcı etki yapabilmektedir. Bu nedenle merkez bankasına esneklik tanıyan bir rejim, kamuoyu güveninin sarsılmasına yol açabilirken, daha sıkı bir rejimin uygulanması, reel ekonomide önemli bir istikrarsızlığı da beraberinde getirecektir¹⁶⁶.

2.4.3. Enflasyon Beklentilerinin Çapalanması

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerde göze çarpan bir diğer avantaj, enflasyon beklentilerinin düşmesi sonucu, fiyat istikrarının sağlanmasının kolaylaşmasıdır.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere bakıldığında, yapılan ampirik çalışmalar, bu ülkelerde beklenen enflasyonun % 1 – 2 puan daha hızlı düştüğünü göstermiştir¹⁶⁷.

Bu bağlamda, özel iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerinin istikrar kazanabilmesi amacıyla, para politikası uygulamalarını anlama, izleme ve tahminde bulunmalarına imkân verecek, açık, kesin ve şeffaf bir kurala ilişkin hesap verme yükümlülüğünü içeren bir taahhüdün merkez bankasınca verilmesi gerekir. Ülkelerin açıkladıkları enflasyon hedefleri, söz konusu stratejinin diğer bileşenleriyle beraber, tüm bu şartları sağlayan parasal bir çapa sağlamalıdır¹⁶⁸. Böylelikle enflasyon oranına ait açıklamalar, hükümetin herhangi bir müdahalesi olmaması halinde, beklentiler üzerinde oldukça olumlu etkiler meydana getirmektedir¹⁶⁹.

¹⁶⁶ Çakır Yıldız, **a.g.e.**, s. 139 – 140

¹⁶⁷ David R. Johnson, “The Effect of Inflation Targeting on the Behavior of Expected Inflation: Evidence From an 11 Country Panel”, **Journal of Monetary Economics**, Vol: 149, Issue 8, 2002, p. 1537

¹⁶⁸ Frederic S. Mishkin & Adam Posen, **a.g.e.**, p. 13

¹⁶⁹ Alex Cukierman, “Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe”, **Paper Presented at the Conference on European Monetary Policy**, November 30 and December 1, 1995, Frankfurt Germany; p. 17

2.4.4. Enformasyonel Avantaj ve İleriye Yönelik Bir Yaklaşımın Benimsenmesi

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, uygulamada tek bir değişkene ait bilgiden faydalanılarak değil, enflasyon üzerinde etkisi muhtemel değişkenlere ait bilgilerden yararlanılarak, para politikalarındaki karar ve uygulamaları yönlendirdiğinden dolayı, diğer stratejilere nazaran daha iyi bir enformasyona sahiptir. Bu yönüyle enflasyon hedeflemesi stratejisi, paranın dolanım hızından kaynaklanan ani şoklara ilişkin risklere imkân vermeme gibi bir avantaja sahiptir¹⁷⁰.

Bu, enflasyon hedeflemesinin geleneksel uygulamalardan öte, uyum politikalarını göz ardı etmemesi anlamına gelmektedir. Çünkü yalnızca enflasyonu düşürmeye yönelme, üretimde yüksek dalgalanmalara yol açacağından dolayı ekonominin geneli için tehlikeli olabilmektedir. Bu durumla mücadelenin en iyi yolu, enflasyon hedefiyle birlikte, uygun üretim hedefi veya diğer başka hedeflerin de belirlenmesidir. Böylece enflasyon eğilimlerinin kaynağı olan yüksek üretim için enflasyon değişiminin artmasının engelleneceği vurgulanmaktadır¹⁷¹.

Enflasyon hedeflemesi, gelecek dönemlere ait tahminlere göre yürütülmektedir. Böylece enflasyon hedefi açıklandıktan sonra uygulanan politikalar neticesinde, enflasyon oranının yavaş yavaş hedeflenen orana doğru yakınsayacağı umulur¹⁷².

Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi stratejisi ileriye yönelik bir yaklaşım olarak karşımıza çıkar. Uygulama sırasında ele alınan enflasyon öngörülerini, enflasyonun hedeflenen düzeyden yüksek olacağını gösteriyorsa, sıkı para politikası,

¹⁷⁰ Frederic S. Mishkin & Miguel Savastano, **a.g.e.**, March 2000, p. 32

¹⁷¹ John H. Green, "Inflation Targeting: Theory and Policy Implications", **IMF Staff Papers**, Vol: 43, No: 4, 1996/65, p. 794

¹⁷² Almila Karasoy & Mesut Saygılı & Cihan Yalçın, **a.g.e.**, s. 13

enflasyonun hedeflenen düzeyden düşük olacağını göstermekte ise, gevşetici para politikası uygulanır¹⁷³.

Esasen bu özellik, enflasyonun mevcut değerinden bir sapmaya yol açabilecek herhangi bir şoku önleme taahhüdü içermesinden kaynaklanır. Buna ek olarak, enflasyon hedeflemesinin ileriye dönük özelliği, bir veya iki yıl sonrası enflasyonda, meydana gelebilecek tahmin edilebilir şokların etkisini elemine etmek amacını da taşımaktadır. Bu özellik sebebiyle, her türlü durumda, enflasyon bir nokta tahmininden ziyade, en azından bir hedef aralığı ya da güven aralığı türünden tanımlanmalıdır¹⁷⁴.

Son olarak anlaşılabileceği üzere, hedeflenen enflasyon oranına ulaşmada en uygun zaman diliminin seçimi büyük önem arz etmektedir. Burada karşımıza iki problem çıkmaktadır: İlki enflasyon hedeflemesi için uygun zaman aralığının ne olacağıdır. İktisadi şoklar, politika ile politika etkisi arasındaki bir zaman aralığında oluşur. Politika yapıcılar, bundan dolayı enflasyon hedefini belirlemede hangi zaman aralığının daha uygun olacağına en iyi bir biçimde karar vermek zorundadırlar. İkinci sorun da, enflasyon hedefini gerçekleştirmeye başlamak için en iyi zamanın ne olacağıdır¹⁷⁵. Başlangıç olarak seçilen tarih ile birlikte, merkez bankasının da sorumluluğu kesinleşmiş ve sınırları belirlenmiş olacaktır. Uygun zamanlama yapılmadığı takdirde, merkez bankası ya rahat davranacak veya bankadan hesap sorulabilmesi zorlaşacaktır.

2.5. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN ÖNEMLİ DEZAVANTAJLARI

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, gelişmekte olan ülkelerde uygulama sırasında karşılaşılan zorluklarına bağlı olarak çeşitli eleştirilerle karşı karşıya

¹⁷³ Timothy Lane & Mart Griffiths & Alessandro Prati, "Can Inflation Targets Help Make Monetary Policy Credible?", **Finance Development**, Vol: 32, Issue 4, 1995, p. 21

¹⁷⁴ Çakır Yıldız, **a.g.e.** , s. 140

¹⁷⁵ Frederic S. Mishkin & Adam S. Posen, **a.g.e.** , p. 8

kalmıştır. Bu eleştirilerin bazıları da uygulamadan öte, diğer nominal çapa politikalarını savunan bazı iktisatçılardan gelmiştir. Bu eleştirisel yaklaşımlar, haliyle enflasyon hedeflemesi stratejisinin önemli dezavantajları olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu dezavantajları ayrı başlıklar halinde belirtmeden genel itibariyle değinmeye çalışacağız.

Parasal gelir hedeflemesini savunan bazı iktisatçılara göre, politika uygulamalarında esas alınacak hedef değişken, parasal büyüklükler veya enflasyon endeksi değil, parasal harcama büyüklüklerinin düzeyi veya artış oranı olmalıdır. Çünkü ödeme sistemleri teknolojisi ve finansal piyasalardaki tahmin edilemeyecek büyük değişimler nedeniyle, parasal büyüklüklerin kullanılması, reel iktisadi faaliyetlerde yol açacağı büyük dalgalanmalar nedeniyle, enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsenmesi çok sağlıklı olmayacaktır¹⁷⁶.

Galbraith'a göre ise, enflasyon düşük düzeylere geldikten sonra hedeflemeye geçildiğinden dolayı, hedef açıklandıktan sonra enflasyonla mücadele sona ermektedir. Böyle bir durumun ise işsizliğe ve onun sonuçlarına yol açacağını söylemektedir¹⁷⁷.

Diğer bir olumsuzluk, beklentiler açısından söz konusudur. Para politikalarında etkilerin gecikmeler ile ortaya çıkmasından ötürü, enflasyon hedeflemesine başlanması ile birlikte fiyatlar genel seviyesi hemen aşağıya düşmemektedir. Bu nedenle, hedeflemenin yapıldığı zaman aralığında, enflasyonu arttırıcı parasal bir genişleme olmasa bile sırf beklentiler nedeniyle enflasyonda bir artış meydana gelebilmektedir. Böyle bir durumla karşılaşmamak için politika yapıcılar, meydana gelebilecek bir artışı da dikkate almak zorundadırlar¹⁷⁸.

¹⁷⁶ Bennett T. McCallum & Edward Nelson, "Nominal Income Targeting in an Open – Economy Optimizing Model", **Journal of Monetary Economics**, Vol: 43, 1999, p. 553

¹⁷⁷ James K. Galbraith, "The Inflation Obsession, Flying in the Face of the Facts", **Foreign Affairs**, Vol: 78, Issue 1, 1999, p. 155

¹⁷⁸ Frederic S. Mishkin, "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", 1999, p. 599.

Gelişen piyasa ülkelerinde enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasındaki zorlukları veya / ve meydana çıkarabileceği dezavantajları beş ana başlıkta ifade etmek mümkündür¹⁷⁹;

- i) Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde enflasyon oldukça yüksek seviyelerden aşağıya indirildiğinde, enflasyonu tam tahmin etmek zor olacak ve tahmin hatalarından dolayı hedef tam tutturulamayacaktır.
- ii) Fiyat endekslerinde, hükümet kontrolünde olan fiyatların yer alması, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde merkez bankası tarafından fiyatların kontrolünü zora sokmaktadır. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi, hükümet kontrolünde olan fiyatlardaki değişikliklerin zamanlaması ve büyüklüğü konusunda maliye ve para politikası arasında yüksek dereceli bir koordinasyon sağlanmasını ve bu fiyatların endeksten çıkarılmasını gerekli hale getirmektedir.
- iii) Enflasyon hedeflemesi, maliye politikasının disipline edilmesinde ya da fiskal baskınlıktan korunmada, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde yetersiz kalabilmektedir.
- iv) Ortaya çıkabilecek ani bir kriz karşısında, gelişmekte olan ülkelerde, meydana gelebilecek belirsizliklerde diğer bir problemidir. Böyle bir durumla karşılaşılması halinde de, enflasyon yükselme eğilimine girecektir.
- v) Gelişmekte olan piyasa ülkelerinin çoğunda, firmaların hane halklarının ve bankaların bîlânçoları önemli ölçüde dolarize olmuştur. Uzun vadeli borçların da çoğu haliyle döviz bazlıdır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, döviz kurlarında esnekliği getirdiğinden, bu tip ülkelerde döviz kurlarındaki oynaklıkların neden olabileceği olumsuzluklar da önemli ölçüde hesaba katılmalıdır.

¹⁷⁹ Frederic S. Mishkin, “**Inflation Targeting in Emerging – Market Countries**”, p. 106.

2.6. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN UYGULANDIĞI BAZI ÜLKE DENEYİMLERİ

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin bu rejime geçerken söz konusu ön koşulları ne ölçüde sağlayabildiklerine bakıldığında; bu ülkelerin hiçbirinin enflasyon hedeflemesi rejiminin teorik olarak öngördüğü tüm koşulları tam anlamıyla aynı anda sağlayabildiği görülmemiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş aşamasında önemli olan, bu koşulların tümünün tam olarak sağlanmasından çok, bu koşullarda ulaşılan seviyede, enflasyon hedeflemesi rejiminin işlenmesini engelleyemeyecek ölçüde ilerleme sağlanmış olmasıdır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi ilk defa 1989 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanmış ve zaman içinde giderek artan sayıda ülke tarafından para politikası stratejisi olarak benimsenmiştir. Bu rejimi uygulayan ülke sayısındaki artışta; enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelere enflasyon oranının düşmesi, fiyat istikrarını sağlama yolunda önemli başarılar elde edilmesi, büyümenin olumlu yönde etkilenmesi, ekonominin şoklara karşı dayanıklılığın artması ve bu rejimi terk etmeyi gerektirecek hiçbir olumsuz sonuçla karşılaşılması etkili olmuştur. 2006 yılı itibariyle enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin sayısı Türkiye ile birlikte, yirmiüçtür¹⁸⁰; bu yirmiüç ülke içinde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimi; katı kurallardan ziyade her ülkenin kendine özgü tarihsel, kültürel, iktisadi ve siyasi koşullarına göre şekillenebileceği esnek bir yapı sunmaktadır¹⁸⁰.

2.6.1. Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Uygulaması

Enflasyon hedeflemesi stratejisi 1990'dan başlayarak günümüze kadar birçok gelişmiş ülkede uygulanmaktadır. Parasal büyüklük hedeflemelerinin fiyat istikrarını sağlamadaki yetersizlikleri, sabit kur rejiminde yaşanan başarısızlıklar, genelde

¹⁸⁰ T.C.M.B. , “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı”, 2006, Ankara, s.11

enflasyon hedeflemesi rejimine geçişin ana nedenleri olmuştur. İlk önce Yeni Zelanda tarafından uygulanan enflasyon hedeflemesi daha sonra Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İspanya tarafından da uygulanılmaya başlanmıştır. Bu ülkelerin uygulamalarının hepsinin incelenmesinden ziyade gelişmiş ülkelerdeki uygulamanın anlaşılabilmesi için, seçilmiş ülke deneyimlerinin ana hatlarıyla incelenmesi tezin içeriği açısından daha uygun olacaktır.

2.6.1.1. Yeni Zelanda

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, iktisadi literatüre yapmış olduğu katkılardan ziyade, Yeni Zelanda'daki etkili bir politika çevresi arayışının ürünü olarak ortaya çıkmış ve gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkeye buradan yayılmıştır¹⁸¹. 1985 yılında dalgalı kura geçen Yeni Zelanda, para politikası olarak, parasal büyüklük hedeflemesi uygulamaya başlanmıştır. Ancak finansal piyasalarda yaşanan liberizasyon, sadece bir tek parasal büyüklüğü hedeflemeyi zor ve yetersiz kılmıştır. Bu nedenle Yeni Zelanda Merkez Bankası (RBNZ) listeleme yaklaşım getirerek, önemli iktisadi göstergeleri takip etme yoluna gitmiştir. Fakat bu uygulamada başarılı olamamış 1986–87 yıllarında büyüme oranlarında azalışlar meydana gelmiştir. 1988–89 yıllarında ise enflasyon oranlarında bir miktar düşüş yaşanmış olsa da, hedeflerin ve OECD ortalamalarının üzerinde kalınmıştır. Bu dönemde, hükümet merkez bankası yasasında değişikliklerle başlayan iktisadi reformlar uygulamaya koymuştur. Şubat 1990'da yürürlüğe giren kanun ile RBNZ'nin bağımsızlığı artırılmış ve yine aynı kanun RBNZ'nin temel görevinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirtilmiştir¹⁸². Ancak söz konusu kanun fiyat istikrarının temel görevi olduğunu söylemekle birlikte, fiyat istikrarının tanımını yapmamaktadır. Fiyat istikrarı tanımı, merkez bankası başkanı ile maliye bakanı

¹⁸¹ Murray Sherwin, "Inflation Targeting-The New Zealand Experience", **Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy**, (Proceedings of a Conference Held By The Bank Of Canada) Canada, The Bank Of Canada Publication, 1997, p.261

¹⁸² Bülent Usta, "Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği", (Çevrimiçi) 12.09.2006 [http:// www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) , Uzmanlık Tezleri, 2003, s.23

arasında imzalanan “Politika Hedefleri Anlaşması” çerçevesinde açıklık kazanmaktadır¹⁸³.

Politika hedefleri anlaşması, banka kanununun merkez bankasına yüklediği fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi ve sürdürülmesi sorumluluğunun operasyonel hale getirilme mekanizmasıdır. Bu anlaşma, Yeni Zelanda para politikası rejiminin temel bir ögesidir ve parlamentoda görüşülmesi itibariyle de bir kamu dokümanı özelliği taşımaktadır. Anlaşma merkez bankası başkanının atanması ya da aynı göreve tekrar atanmasından önce imzalanır ve başkanın görev süresi ile sınırlıdır. Gerekli görüldüğü takdirde, maliye bakanı ile başkanın ortak kararı doğrultusunda değiştirilebilir veya yerine başka bir anlaşma yapılabilir¹⁸⁴.

RBNZ hedeflerin ilanında, enflasyon oranı ve aralık hedefini esas almıştır. Enflasyon hedefinin açıklanmasında esas alınacak endeks genel tüketici fiyatları endeksidir. Bununla beraber, merkez bankası uygulamada, geçici şoklar nedeniyle fiyatlar genel düzeyinde ortaya çıkabilecek bir defaya mahsus artışların etkisini gidermek için, çekirdek enflasyondaki gelişmelere daha çok dikkat etmektedir¹⁸⁵.

Yeni Zelanda, uygulamasında şeffaflık ve hesap verebilirlik prosedürünü ise şu şekilde düzenlemiştir; merkez bankası kanununa göre, bankanın en azından her altı ayda bir geçmiş altı ayın değerlendirmelerini ve gelecek altı ayın projeksiyonlarını içeren politika açıklamalarını yayınlaması gerekmektedir. Şeffaflığa ilişkin başlıca kısıtlama ise, enflasyona ilişkin verilerin aylık olarak değil, çeyrekler itibariyle sunulmasıdır¹⁸⁶.

¹⁸³ David Mayes and Bryan Chapple, “Defining in Inflation Targeting”, **Targeting Inflation** (A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organized by The the bank of England.) , Ed. by Andrew E. Haldane, England, Bank of England Publications, 1995, p.226

¹⁸⁴ RBNZ, The Evolution of Policy Targets Agreements, (Çevrimiçi)10.09.2006
<http://www.rbnz.govt.nz>, p.2

¹⁸⁵ Ben S.Bernanke, Thomas Laubach, Et al. , **a.g.e.** , p.93

¹⁸⁶ Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, et al, **a.g.e.** ,p.99

2.6.1.2.İngiltere

İngiltere 1973'ten beri örtülü olarak, 1976'dan sonra da açık bir şekilde parasal hedefleme stratejisini uygulamıştır. Parasal büyüklüklerle, parasal gelir arasındaki ilişkinin ortadan kalkması İngiltere'de de parasal hedeflemenin terk edilmesine yol açmıştır. 1987 yılından itibaren de informal bir biçimde döviz kurunu çapa olarak kullanmaya başlamış, başarısız sonuçlar elde edilen bu dönemi, Ekim 1990'da Avrupa Döviz Kuru hedeflemesinin uygulanması izlenmiştir¹⁸⁷.

1999 yılına gelindiğinde İngiltere'de büyüme yavaşlamış, işsizlik oranı artmış ve devalüasyon yapılması yönünde baskılar oluşmaya başlamıştır. Bu dönemde döviz kuru mekanizmasından (ERM) çıkmış ve sterlin %10 oranında devalüe edilmiştir. Buna karşın, İngiliz hükümeti ERM'den çıkmasına rağmen, fiyat istikrarı sağlama konusundaki kararlılığını ve bu istikrarı sağlamanın en önemli hedefi olduğunu Ekim 1992'de enflasyon hedeflemesi politikasına geçişle birlikte piyasalara duyurmuştur. İngiltere'de ki enflasyon hedeflemesi politikasının özelliklerinden bir tanesi RPIX'İN (perakende fiyat endeksinden, ipotek faiz maliyetlerinin çıkarılması) hedef fiyat endeksi olarak seçilmesidir. Enflasyon hedefi 1997 yılının mayıs ayına kadar %1-4 aralığı, bu tarihten sonra ise yüzde 2,5± 1 puan olarak belirlenmiştir. Bu endeks diğer ülkelerin kullandığı fiyat endekslerinin aksine petrol ve gıda ürünleri fiyatlarını içermektedir. İngiltere örneğinin bir diğer farklı özelliği ise enflasyon hedeflemesi politikasını İngiltere Merkez Bankası yürütürken, RPIX bazındaki enflasyonu başka bir kurumun, Ulusal İstatistik Ofisi'nin hesaplamasıdır. Bu özelliklerinin yanı sıra İngiliz Merkez Bankası enflasyon hedeflemesini çok katı bir şekilde uygulamamış, reel ekonomideki değişmelere tepki verebilen esnek bir yapı oluşturmuştur. İngiltere Merkez bankası enflasyon hedeflemesinde resmi faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanmıştır. Kurlar gibi kısa dönemde enflasyonu etkileyebilen araçların yerine faizlerin tercih edilmesi Merkez

¹⁸⁷ Alex Bowen, "Inflation Targetry in the United Kingdom", **Targeting Inflation**, , (A Conference of Central Banks on the Use of Targets Organized by the Bank of England) , Ed. by Andrew G. Haldene, England, Bank of England Publications, 1995, p.60

Bankası'nın kısa vadeli değil de orta vadeli bir enflasyon hedefi oluşturmak istemesinden kaynaklanmıştır¹⁸⁸.

Ekim 1992'de, Maliye Bakanının merkez bankasından enflasyon hedefine ulaşma sürecine ilişkin kendi bağımsız değerlendirmesini yapmasına yönelik talebiyle, banka Şubat 1993'ten itibaren şeffaflık ve hesap verebilirliğe ilişkin düzenlemeler kapsamında aylık enflasyon raporu yayınlamaya başlamıştır. Bu raporda, enflasyona ilişkin orta ve uzun vadeli olasılıkları değerlendirmek için gerekli olan, geniş bir iktisadi veri seti tartışılmakta ve bankanın gelecek iki yıldaki enflasyon tahminine yer verilmektedir. Böylece ilgililer, farklı enflasyon tahmin modellerini karşılaştırma olanağına sahip olabilmektedirler. Şeffaflığı sağlamak amacıyla kullanılan diğer bir araç ise, Nisan 1994'ten itibaren, Maliye Bakanı ile Merkez Bankası Başkanı arasındaki aylık olağan görüşmelerin iki hafta gecikme ile yayınlanmasıdır¹⁸⁹.

Hesap verebilirliğin sağlanması için ayrıca, tolerans sınırlarının aşılması durumunda, Para Politikası Komitesi'nin, maliye bakanına sapmanın nedenlerini, ne tür önlemler alınacağını ve ne kadar sürede hedefe döneceğini açıklayan bir açık mektup yazmasına ilişkin bir düzenleme de yapılmıştır¹⁹⁰. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulamada temel taşı olan bağımsız merkez bankacılığı prensibine İngiltere ancak Mayıs 1997'de işçi partisinin iktidara gelmesiyle kavuşabilmiştir. Bu tarihten sonra enflasyon hedefinin ne olacağını ve ne kadar sürede bu hedefe ulaşılması gerektiğini hükümet belirlemeye devam etmiş, ancak bu hedefe ulaşmada hangi araçların ne ölçüde ve ne zaman kullanılacağına Merkez Bankası karar vermeye başlamıştır böylece hükümet, Merkez Bankasına özerklik tanırken kısa dönemli politik etkilerin enflasyonu hedefinden saptırmasını önlemeyi amaçlamıştır. Merkez Bankası'na bağımsızlık tanıdıktan sonra para politikasının değerlendirildiği –yukarıda sözü edilen- bir Para Politikası Komitesi oluşturulmuştur. Bu komite

¹⁸⁸ Almila Karasoy, M. Saygılı, C. Yalçın, **a.g.e.** , s.28

¹⁸⁹ Alex Bowen, **a.g.e.** , p.63–64

¹⁹⁰ Andrew G. Haldane, “Ghostbusting: The UK Experience of Inflation Targeting”, **High Level Seminar on Implementing Inflation Targets Held by IMF Institute**, March 20–21, 2000, p.3

Guvernör başkanlığında dokuz üyeden oluşmaktadır. Komite’de Guvernör dışında, dördü banka içinden (üç ekonomist ve bir başkan yardımcısı) olmak üzere, diğer dört kişi Hazine temsilcisi, iki akademisyen ve özel sektörden bir ekonomistten oluşmuştur. İngiltere’de enflasyon hedeflenmesinde olası bir başarısızlık durumunda Guvernör herhangi bir yaptırıma maruz kalmamakta ancak halka ve hükümete hesap vermek zorunda kalmaktadır¹⁹¹.

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması Yeni Zelanda ve İngiltere örneklerinde görüldüğü üzere bazı ortak özellikler içermektedir. Bu temel ve ortak özellikler beş ana noktada kendini göstermiştir;

i) Enflasyon hedeflemesi programını uygulamaya geçiren tüm gelişmiş ülkelerin başlangıç enflasyonu düşük seviyelerdedir (%10’dan daha düşük).

ii) Bu ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejimi, sabit kur rejiminin başarısızlığa uğramasından sonra uygulanmaya başlamıştır. Ancak, programı uygulayan tüm gelişmiş ülkelerde enflasyon hedefi, kur hedeflemesi dahil tüm politikalardan önceliklidir.

iii) Bağımsız merkez bankacılığı ve para politikasının maliye politikasına baskınlığı tüm ülkelerin ortak özelliğidir.

iv) Enflasyon hedeflemesi rejimi bu ülkelerde para politikasının kredibilitesini sağlamak görevini üstlenmiştir. Bazı ülkelerde ise hükümet ve merkez bankaları, hedefi birlikte açıklayarak sorumluluğu paylaşmışlardır.

v) Enflasyon ileriye yönelik (forward looking) hedeflenerek, enflasyon üzerinde oluşabilecek muhtemel dışsal şoklar elimine edilmeye çalışılmıştır¹⁹².

Masson ve diğerlerinin belirledikleri bu özellikler, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmiş ülkelerin sağlam ve derin bir finansal yapıya sahip olmaları ve bu

¹⁹¹ Almila Karasoy, M. Saygılı, C. Yalçın, **a.g.e.** , s.31

¹⁹² Paul R. Masson, M. A. Savastona, S. Sharma, **a.g.e.** , p.10

Ülkelerin merkez bankalarının temel operasyon aracının kısa dönemli faiz oranları olması gerektiği de eklenebilir¹⁹³.

2.6.2. Gelişmekte Olan lkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Uygulanması

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi -gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında- çok kolay olamamaktadır. Bir ülkenin merkez bankasının parasal strateji olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyebilmesi için en azından teorik çerçevede anlatılan minimum koşulları sağlaması uygulamanın performansını arttırmaktadır. lke uygulamalarındaki farklılıklar ise her koşulun her ülkede aynı seviyede sağlanamamış olmasından kaynaklanmaktadır. Bu durum ülke merkez bankalarını çeşitli sorunlarla karşı karşıya bırakmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi söz konusu bu ülkelerin özellikle şu sorunları zmesiyle imkan bulabilmektedir¹⁹⁴;

- i) Mali-finansal baskınlığın etkileri
- ii) Düşük kredibiliteye bağlı olarak kredibilitenin inşa edilmesi
- iii) şoklara karşı dayanıklılığın tesis edilmesi
- iv) Dezenflasyondan sürecinin yerini fiyat istikrarına doğru bırakmaya başlaması

Gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yapının zayıf ve kırılgan olması bu ülkeler için makro iktisadi açıdan istikrarsızlık anlamına gelmektedir. Bu bağlamda, zayıf ve kırılgan kurumsal yapının varlığında taahhütler, istikrarsız makro iktisadi

¹⁹³ Bülent Usta, **a.g.e.** , s.28

¹⁹⁴ Arminio Frago, I.Goldfajn and A. Minella, "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", **NBER Working Paper** no. 10019, October 2003, p.8

ortamın özellikle dış şoklara karşı dayanıklı olmaması nedeniyle sürekli yenilenmekte, bu nedenle de kamuoyu ve iktisadi ajanlar tarafından güvenilirlik tam tesis edilememektedir. Böylece şokların etkilerinin politika yapım sürecindeki zayıflıklardan mı yoksa dış etmenlerden mi kaynaklandığını belirlemek zorlaşmaktadır¹⁹⁵.

Öte yandan gelişmemiş finansal sistem, yurtdışı sermaye piyasalarında borçlanmanın sınırlı olması ve ülke içindeki sermaye miktarının yetersizliği hükümetin borçlanma imkânlarını sınırlamaktadır. Bu durumda senyoraj ve diğer finansal baskı sistemleri ile gelir oluşturma kaçınılmaz hale gelmektedir. Böylece hükümetler büyük miktarda tahvil ve bono ihraç ederek ve bu kâğıtların bir bölümünün bankalar tarafından tutulmasını zorunlu kılarak faizler üzerinde suni bir baskı oluşturmaktadırlar. Senyoraj, basit olarak paranın üretim maliyeti ile üzerinde yazılı değer arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Çağdaş ekonomi literatüründe ise para otoritelerinin para oluşturmada elde ettikleri kazanç olarak tanımlanabilir. Senyoraj günümüzde özellikle de az gelişmiş ülkeler için en önemli ve zorunlu gelir kaynaklarından birisi haline gelmiştir. Kamunun, finansal sistemin yetersizliğinden ileri gelen borçlanma gereği maliye politikalarını baskın hale getirerek, merkez bankalarının operasyonel bağımsızlığını sınırlamaktadır¹⁹⁶. Böylece enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması için en önemli şart olan bağımsız merkez bankacılığı olgusu sekteye uğramaktadır.

Ancak enflasyon hedeflemesi stratejisinin gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaya başlanmasıyla enflasyon oranları ve değişkenliğinde ciddi azalmalar görülmüştür. Böylece, enflasyon oranlarındaki ve değişkenliğindeki azalmaya bağlı olarak, bazı çalışmalarda kredibilite inşa edildikçe, bekleyişlerinin azaldığı ve para politikasının kredibilitesinin arttığı gözlemlenmektedir.¹⁹⁷ Para politikasının

¹⁹⁵ Ashoko Mody, "What s the Emerging Market?" **IMF Working Paper**, no:177, September 2004, p.6

¹⁹⁶ Bülent Usta, **a.g.e.**, s.29–30

¹⁹⁷ V. Corbo, O. Landerretche and K. Schmidt-Hebbel, "Assessing Inflation Targeting After a Decade of World Experience", **International Journal of Finance and Economics**, Vol.6, Issue 4, October 2001, p.365

kredibilitesinde artışlar, aynı zamanda faiz oranlarının ve faiz oranlarındaki oynaklığın düşmesiyle desteklenilmektedir. Faiz oranlarındaki bu düşüş enflasyon hedeflenmesine geçişli değil oluşan süreç içinde kredibilitenin sağlanmasına bağlı olarak meydana gelmektedir¹⁹⁸.

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon üzerinde etkili olan bir diğer unsur da, dışa bağımlılığın göreceli olarak gelişmiş ülke ekonomilerinden daha yüksek olmasından dolayı, döviz kurlarıdır.

Bu nedenle gelişmekte olan ülke ekonomileri döviz kurlarındaki değişmelere karşı gelişmiş ülkelere nazaran daha kırılgandır. Çünkü döviz kuru, gelişmekte olan ülkelerin geçmiş politik deneyimleri bakımından hem iktisadi ajanların bekleyişleri hem de politika yapım ve karar alma sürecinde rol oynayan temel makro iktisadi değişkenlerden biridir. Bu bağlamda gelişmekte olan ülke ekonomilerinde politika uygulamalarında politika yapıcılar, döviz kurunun davranışlarını çok yakından takip etmektedir¹⁹⁹.

Döviz kurlarında yaşanan değer kayıpları krize yol açtığında, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finansal piyasalardan borç bulamamasına neden olmakta yani uluslararası fonların arz esnekliği katılaşmaktadır. Zira iç ve dış iktisadi dengenin sürdürülebilirliğine ait kaygılardan dolayı uluslararası kredi derecelendirme kurumları gelişmekte olan bu tip ülkelerin kredi değerliliği notlarını düşürmektedir. Bu bağlamda, gelişmiş ülke ekonomilerinden farklı olarak döviz kurlarında yaşanan değer kayıpları gelişmekte olan ülkelerde genişlemeci etkilerden öte resesyonist etkilere yol açmaktadır. Böylece döviz kuru ve finansal istikrar lehine fiyat istikrarı feda edilmekte bu durum da faiz oranlarında istikrarsızlıklara neden olarak,

¹⁹⁸ T.G. Petursson, "The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance" **Central Bank of Iceland Marking Paper** No:23, July 2003, p.26

¹⁹⁹ Corinne Ho and R. Mc. Cauley, "Living with Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economics", **BIS Working Papers**, no:130, February 2003, p.36

gelişmekte olan ülke ekonomilerinde finansal sözleşmelerin kısa vadeli olmasına yol açmaktadır²⁰⁰.

Gelişmekte olan ülkelerden, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan seçilmiş ülke deneyimlerinin incelenmesi; sonraki bölümde incelenecek olan Türkiye uygulamasının daha kolay anlatılmasına imkân tanıyacaktır.

2.6.2.1.İsrail

İsrail, 1985 yılında uygulamaya başladığı istikrar programı çerçevesinde sabit kur rejimini benimsemiştir. Ancak, 1991 yılında güdümlü dalgalı kur politikasına geçilmiş ve bu dönemden sonra kurla birlikte hareket eden enflasyon hedefi kamuoyuna duyurulmuştur. Aslında, enflasyon hedefinin belirlenmesi fiyatın önemli bir belirleyicisi olan kurun, hedeflenen düzeyde tutulmasını sağlamaya yönelik olmuştur. Enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikasına geçilmesi, kurun nominal çapa olarak kullanılmasını engellemiştir. 1991 yılından itibaren kur hedefi, belirlenen enflasyon hedefi ile İsrail'in ticaret yaptığı ülkelerdeki beklenen enflasyona bağlı olarak belirlenmeye başlanmıştır. Bu politika çerçevesinde, reel kurda zımnen hedeflenmiş oluyordu. Daha sonra, reel kurların nominal değişkenlere bağlı olarak belirlenmesi ve talep ve arzdaki değişimlerin dikkate alınmaması gerçekçi bir politika olarak nitelendirilmemiştir. Bu nedenle, arz ve talepteki şokların sisteme dâhil etmek üzere hedeflenen değişkenlerin bir değer değil de belirlenen aralıklarda dalgalanması öngörülmüştür²⁰¹.

İsrail'de uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel özellikleri aşağıdaki gibi özetlenebilir;

İsrail'de ilk olarak enflasyon hedefi Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı tarafından açıklanmış, 1995'ten itibaren de enflasyon hedefinin

²⁰⁰ Guillermo A. Calvo and C. M. Reinhart, "Fixing for Your Life", **NBER Working Paper**, No.3006, November 2000, p.18–28

²⁰¹ Almila Karasoy, C. Yalçın, M. Saygılı, **a.g.e.** , s.34

belirlenmesinde sadece Maliye Bakanı değil, Bakanlar Kurulunun tamamı rol almaya başlamıştır²⁰².

Diğer yandan, hedef TÜFE olarak belirlenmiş bunun yanı sıra enflasyon hedefi öncelikli olmak kaydıyla kur hedefi de belirlenmiştir. İlk yıl için band, %9 olarak ilan edilmiştir. Ancak İsrail, kurda meydana gelen kısa dönemli dalgalanmalara müdahale etmeme yolunu seçmiştir. Şeffaf bir politika sağlamak amacıyla İsrail Merkez Bankası enflasyon ve para politikasındaki gelişmeleri aylık raporlar halinde yayınlamaktadır. Enflasyon raporu Mart 1998’de yayınlanmaya başlamıştır. Bundan önce ise İsrail Merkez Bankası iktisadi göstergelerin son durumlarını inceleyen bir rapor yayınlamaktaydı²⁰³.

İsrail’de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş öncesine ait ayrıntıları incelemek ulaşılan performansın görülmesinde daha da netlik sağlayacaktır.

İsrail 1980–85 yılları arasında özellikle çok yüksek kamu harcamalarından dolayı hiperenflasyon yaşamaktaydı. 1985 yılında ana hedefin enflasyonun düşürülmesi olan heteredoks bir istikrar programı uygulamaya konuldu. Programda öncelik kamu harcamalarının azaltılmasına verilirken Şekelin (İsrail para birimi) değeri de ilk yıl için dolara sabitlendi. İkinci yıl için ise şekel G5 ülkelerinin paralarından oluşan bir sepete sabitlendi. Program enflasyon oranını iki yılda %450’den %20’lere düşürerek büyük bir başarı sağladı. Ancak, enflasyon oranı daha sonraki yıllarda da tek haneli rakamlara indirilemedi. 1991 yılına gelindiğinde enflasyon oranı %16--%20 arasında değişen bir seyir izlemiş ve bu nedenle sabit kur rejiminde Şekel değer kazanmıştır. Bunun yanı sıra İsrail birçok defa faiz oranlarında oluşan büyük dalgalanmalar pahasına sabit kuru sağlamak amacıyla piyasalara müdahalelerde bulunmak zorunda kalmıştır. Uluslararası piyasalarda rekabetçi gücünü yitirmeye başlayan İsrail 1989 yılında sabit kur rejimini terk ederek Şekli

²⁰² Avraham, Ben-Bassat, “The Inflation Target in Israel: Policy and Development”, **Targeting Inflation**. (A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organized By the Bank of England) Ed.byAdrew G. Haldane, England, Bank of England Publications, 1995, p.35

²⁰³ Usta, **a.g.e.** , s.32

önceden belirlenmiş bir bant ($\pm\%3$) içerisinde dalgalanmaya bırakmıştır. Mart 1990'da ise bu bandı genişletmesine rağmen ($\pm\%5$) spekülâtif atakları önleyememiştir. Nihayet 19 Aralık 1991 tarihinde enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya koymuş ve maliye bakanı ile merkez bankası başkanı beraberce 1992 yılsonu için $\%14-15$ olarak enflasyonu hedeflemesini açıklamışlardır. Genelde İsrail'de uygulanan enflasyon hedeflemesi programı başarı ile yürütülmüştür. Enflasyon hedeflerinde üst sınır sadece 1994 ve 1996 yıllarında aşılmıştır. İsrail, enflasyon hedefinin yanı sıra kur için bant hedefi de koymuştur. Enflasyon hedefine ulaşılabilmesi amacıyla uygulanacak kısa dönemli faiz oranlarının kur hedefi sırasında oluşacak faiz oranında daha yüksek olacağı açıktır. Ancak, İsrail kur hedefi bandını sürekli genişleterek önceliği enflasyon hedefine verdiğini açıkça duyurmuştur. İsrail hedefin aşıldığı dönemlerde sıkı para politikası uygulayarak tamamen enflasyonun düşürülmesine yönelik önlemler alınmıştır²⁰⁴.

2.6.2.2. Brezilya

Brezilya, 1994 yılından, Ocak 1999'a kadar uygulanan döviz kuru bazlı istikrar programı Real ile enflasyonu 1993 yılında yaşanan $\%2500$ seviyelerinden 1998'in Aralığında $\%2$ 'nin altına indirmeyi başarmıştır²⁰⁵.

Ağustos 1998'de Rusya'nın moratoryum (borç erteleme) ilan etmesiyle derinleşen finansal kargaşa, sermaye kaçışlarına yol açmış yetkililer ise bu duruma tedbir olarak, kısa vadeli faiz oranlarının yükseltileceğini ve fiskal rejimde güçlü bir sıkılaştırma politikası izleneceğini beyan etmişler ve IMF ile destek paketi görüşmelerine başlamak durumunda kalmışlardır. Hükümet başlangıçta fiskal paketin uygulanmasında başarı elde etmesine rağmen, piyasalardaki güven ortamının azlığı Ocak 1999'a kadar sürmüş, döviz rezervleri üzerinde oluşan baskı neticesinde,

²⁰⁴ Usta, **a.g.e.** , s.35

²⁰⁵ Frederic S. Mishkin and Miguel A.Savastona,"**Monetary Policy Strategies for Latin America**", 2000, p.51

kısa süreli ve kontrollü devalüasyon uygulamasından sonra, Merkez Bankası Real'i 15 Ocak 1999'da dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmıştır²⁰⁶.

Brezilya Başkanı'nın 21 Haziran 1999'da yayınladığı kararname ile enflasyon hedeflemesi formel olarak benimsenmiştir. Bu kararnameye göre, enflasyon hedefleri yaygın olan fiyat endeksindeki değişmeler bazında belirlenecek hedef ve tolerans aralıkları ise Maliye Bakanının önermesiyle Ulusal Para Konseyi tarafından kararlaştırılacaktır. 1999, 2000 ve 2001 yıllarına ait enflasyon hedefleri en geç 30 Haziran'dan iki yıl önce belirlenecek, hedefleri geliştirme yolunda uygulanacak politikaların sorumluluğu merkez bankasına verilecektir. Benimsenecek olan fiyat endeksi Maliye Bakanının önerisi ile Ulusal Para Konseyi tarafından seçilecek, her yılın Ocak-Aralık periyodunda gözlenen birikimli enflasyonun tolerans aralığı içinde kalması halinde hedeflere ulaşılmış olduğu kabul edilecektir. Hedeflerin sapması halinde merkez bankası başkanı, maliye bakanına sapmanın nedenlerini, enflasyonun tolerans aralığına döndürülmesi için benimsenecek önlemleri, ne kadar sürede hedeflere dönebileceğini açıklayan bir açık mektup gönderecektir. Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi politikasının performansını, para politikası uygulamalarının sonuçlarını ve enflasyon perspektifine ait bilgileri sunan enflasyon raporunu üç aylık bazda yayınlayacaktır. Hedeflere baz olarak çekirdek enflasyonun alınmasının daha iyi olacağı kabul edilmekle beraber, güvenilirlik probleminden dolayı genel tüketici fiyatları endeksi seçilmiştir. Brezilya halkının önceki uygulamalarda gördüğü endeks manipölasyonları bu tercihte en etkili neden olmuştur²⁰⁷.

Enflasyon tahminlerini öngören ilk enflasyon raporu, Temmuz 1999'da yayınlanmıştır. Bu durum, Brezilya'nın enflasyon hedeflemesi stratejisinin tüm koşullarını hayata geçirmedeki kararlılığını ortaya koymada elbette önemli bir ölçüttür²⁰⁸.

²⁰⁶ Joel Bogdanski, A. Antonio Tombini, S. Riberio da Costa Werlang, **a.g.e.**, p.1

²⁰⁷ **a.e.**, p.1-5

²⁰⁸ Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategies, for Latin American**", 2000, p.53

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke uygulamalarının ortaya koyduğu ve taşıdığı teorik özelliklerinin geçerliliği bağlamında değerlendirildiğinde, güvenilir bir para politikası stratejisinin taşınması gereken tüm özellikleri taşımaktadır. Stratejinin Türkiye ekonomisinde etkin bir para politikası olarak uygulanmaya başlanması sürecini incelemeye geçmeden önce son olarak Mishkin, Schmidt-Hebbel'in ülke deneyimlerinden yola çıkarak, enflasyon hedeflemesi stratejisine ait olarak ortaya koydukları ayırt edici özellikleri belirtmekte yarar vardır. Bu özellikleri beş başlık altında toplamışlardır²⁰⁹;

i) Tam olarak uygulanan bir enflasyon hedeflemesi stratejisi beş ana sütun üzerine inşa edilir; Bunlar, başkaca bir parasal çapanın bulunmaması, fiyat istikrarına ait kurumsal bir taahhüdün var olması, fiskal baskınlığın mevcut olmaması, şeffaflığın ve hesap verebilirliğin olması ve araç bağımsızlığıdır.

ii) Bir ülkenin enflasyon hedeflemesine geçiş süreci aşamalı ya da hızlı bir biçimde olabilmektedir. Ülkelerin birçoğu yukarıda sayılan beş ana koşulu tam olarak gerçekleştirmeden bu stratejiye geçmiştir.

iii) Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi aşamasında görülen enflasyon oranı, ılımlı derecede yüksek düzeylerle, çok düşük düzeyler arasında sıralanmaktadır. Örneğin İsrail %25, Brezilya ise %5 seviyelerinden bu stratejiyi uygulamaya başlamışlardır.

iv) Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde, seçilen fiyat endeksi, hedef aralığının genişliği, hedef horizonu, kaçınma şartları, hedef sapmalarının hesap verebilirliği, amaç bağımsızlığı ve politika uygulamalarındaki şeffaflık ve hesap verebilirliğe ait teknik düzenlemeler değişiklik gösterebilmektedir.

²⁰⁹ Frederic S. Mishkin and Klaus Schmidt-Hebbel, "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?" **NBER Working Paper Series**, No.8397, July 2001, p.2-4

v) Son olarak bu stratejiyi benimseyen ülkelerde enflasyonu düşürmede oldukça başarılı sonuçlar alınmıştır.

Tablo 2.2. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde TÜFE Artış Oranları

Ülkeler	85-90 Ort.	1991	1992	1993	1994	1995	1996	91-96 Ort.
Y.Zelanda	10.3	2.6	1.0	1.3	1.7	3.8	2.3	2.1
Kanada	4.4	5.6	1.5	1.8	0.2	2.2	1.6	2.1
İsrail	50.8	19.0	11.9	10.9	12.3	10.0	11.3	12.5
İngiltere	5.9	5.9	3.7	1.6	2.5	3.4	2.4	3.2
Avustral.	7.7	3.2	1.0	1.8	1.9	4.6	2.6	2.5
İsveç	6.4	9.3	2.3	4.6	2.2	2.5	0.5	3.5
Finlandiya	5.1	4.1	2.6	2.1	1.1	1.0	0.6	1.9
İspanya	6.8	5.9	5.9	4.6	4.7	4.7	3.6	4.9
Ülke ort. (Aritmetik)	12.2							4.2
Dünya ort(Aritmetik)	17.0	18.0	18.1	19.6	23.7	11.6	7.5	16.3
Gelişmiş Ülke Ort.(Aritmetik)	3.9	4.4	3.2	2.8	2.3	2.5	2.3	2.9
Gelişmekte Olan Ülke Ort.(Aritmetik)	44.3	42.1	45.3	50.9	65.1	26.8	15.9	40.1

Yukarıdaki tabloda, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke uygulamalarında enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı açıkça görülmektedir²¹⁰.

²¹⁰ Malatyalı, a.g.e. , s.18

III. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ'NE GEÇİŞ VE UYGULANMA SÜRECİ

1970'lerden 2000'lere kadar Türkiye ekonomisinde yaşanan yüksek ve kronikleşmiş enflasyon probleminde, gelişmekte olan ülkelere bakıldığında benzerlikler görülse de, en önemli etken olarak karşımıza politik istikrarsızlık sonucu uygulamada yetersiz kalan iktisadi programlar çıkmaktadır.

Her ne kadar son otuz yılda yapılan tüm seçimlerde partilerin ana hedefi yaşanan yüksek enflasyonu düşürmek olsa da, kendi politik geleceklerini koruma pahasına işbaşına geçen her hükümet, TCMB'yi bağımsız hareket etme kabiliyetinden mahrum bırakarak enflasyonla mücadelede etkinsizleştirmişlerdir. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş öncesi uygulanmakta olan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejilerinin sonuçlarını, politik ortamın karakteristik yapısından ayrı düşünmek imkansız olmaktadır.

3.1. TÜRKİYE EKONOMİSİ'NDE ENFLASYONUN SEYRİ

1970–1980 arası yıllar yüksek ve kronik enflasyon sürecinin temellerinin atıldığı dönem olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu dönemde, ithal ikameci sanayileşmeye bağlı olarak yürütülen politikalar bağlamında temel tüketim sanayi sektörleri yurt içinde üretim yapmışlardır.

Bu süreçte özellikle 1970'lerin ortalarında dünya ekonomisinde yaşanan stagflasyon ve petrol şokları, dış kredi imkânlarının daralmasına bağlı olarak ithal girdilere bağımlı olan sanayi sektörünün sorunlar yaşamasını ve doğal olarak küçülmesini ve dolayısıyla da ödemeler dengesinde sorunları beraberinde getirmiştir. 1972–1976 döneminde %18,4 olan enflasyon oranı 1977–1980 arası dönemde %50

seviyelerine yükselmiş ve bu yüksek enflasyon artan cari işlemler açığı ile birlikte ekonomiyi krize sürüklemiştir²¹¹.

İthal ikameci dönemde yaşanan olumsuz deneyimler, Türkiye Ekonomisi'nde yeni bir dönemin de başlangıcını beraberinde getirmiştir. Oluşan kriz ortamı ve artan dış destek ihtiyacı, ithal ikameci politikanın devam edemeyeceğini ortaya koymuştur. Bu nedenle 1980'li yıllarda TL'de yapılan yüksek devalüasyonun sağladığı destek ile ihracata dönük sanayileşme politikası yürürlüğe girmiştir. Aynı dönemde uygulanmaya başlanan istikrar programının yapı taşlarını ise yüksek vergi artışları ve IMF ile yapılan stand-by anlaşması teşkil etmiştir.

Bu dönemin en temel özelliği olarak, 24 Ocak 1980 kararları ile birlikte iktisat politikalarında köklü bir dönüşümü içermesi ve piyasa mekanizmasının tüm kurum ve kuralları ile işlemesine dönük reform ve düzenleme çalışmalarına bağlı olarak Türkiye ekonomisinin mal ve finans piyasaları ile dışa açılma sürecine girmesi olarak dikkat çekmektedir²¹².

Özelleştirme uygulamaları, kambiyo kontrollerinin kaldırılması, döviz alım-satımının ve ithalatın serbestleştirilmesi, İMKB'nin kuruluşu gibi gelişmeler bu dönemde yapılmış en önemli reformlardır. Bu reformların altında ise tasarrufların arttırılması, yabancı sermaye girişinin özendirilmesi ve finansal sektöre derinlik kazandırılması gibi amaçlar yatmaktadır. Ancak üretimin yeterince arttırılamaması ve popülist politikaların uygulanması bu amaçların başarısını etkileyen olumsuzluklar olmuştur.

Yine bu dönemde yüksek büyüme hızlarına erişilmiştir. 1983–1987 arasında yıllık ortalama büyüme hızı %6,5 olarak gerçekleşmiş ancak büyümede sağlanan bu performansa rağmen enflasyon oranlarının artma eğilimine girdiği gözlemlenmiştir. 24 Ocak 1980 kararlarından sonra %107 olan enflasyon oranı 1983'de %26'lara

²¹¹ Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, “**Türkiye Ekonomisi**”, Geliştirilmiş 6. basım, İstanbul, Remzi Kitapevi, 1994, s.180

²¹² **a.e.**, s.183.

kadar düşmesine rağmen, 1983–1987 döneminde yıllık ortalama enflasyon oranı %40,7 düzeyinde olmuştur.

Bunun yanı sıra 1980 sonrasında yoğun teşvikler ve ücretlerin bastırılması ve de 1980 öncesi atıl kalmış olan kapasitelerin kullanılması neticesinde büyüme ve ihracatta elde edilen performansta sürdürülememiştir²¹³.

Yine bu dönemde TCMB asli işlevlerini daha etkin bir biçimde kazanmaya başlamıştır. 1986 yılına kadar TCMB doğrudan yaptığı müdahalelerle kamu ve özel sektörün harcama ve portföy yapılarını kontrol altında tutarken, bu tarihten sonra TCMB kendi bünyesinde dolaylı para politikası araçlarının kullanımına yönelik teknik düzenlemelere girişmiştir. Tüm bu gelişmelere ek olarak 1986 Mart ayında Bankalararası Para Piyasası, Şubat 1987’de Açık Piyasa İşlemleri Bölümü, Ağustos 1988’de Döviz Efektif Piyasası, Nisan 1989’da Altın Piyasası kurulmuştur²¹⁴.

1989–2001 dönemi ise yüksek ve kronik enflasyon oranlarının hüküm sürdüğü, büyüme ve kriz dönemlerinin birbirini izlemesine bağlı olarak makroiktisadi istikrarsızlıkların hakim olduğu sürece denk gelmektedir. Bu dönemin en belirleyici özelliği, Türkiye ekonomisinin, dünya ekonomisinde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve finansal piyasaların uluslararasılaşması sürecine katılma çabalarıdır. Bu amaçla 1980’li yıllarda başlatılan finansal liberalizasyon sürecinin son aşaması olarak Ağustos 1989’da ödemeler dengesi sermaye hesabı üzerindeki kısıtlamalar kaldırılarak kambiyo rejimi tamamıyla serbestleştirilmiş ve Şubat 1990’da IMF ile yapılan anlaşma gereğince TL’nin konvertibilitesi ilan edilmiştir²¹⁵.

²¹³ Erinç Yeldan, “**Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**”, İstanbul, İletişim Yayınları, 2001, s.48

²¹⁴ Mehtap Kesriyeli, “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB Tartışma Tebliği**, No:97/4, Ankara, Mart 1997, s.14

²¹⁵ Şükrü Binay, Kürsat Kunter, “Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980–1997”, **TCMB Tartışma Tebliği**, No:9803, Aralık 1998, s.9

Bu dönem içerisinde birkaç on yılda bir tekrarlanan yeni tedbir paketlerinden biri olan 5 Nisan kararları, 1994 yılında yaşanan krizle birlikte devreye sokulmuştur. Kararlarla enflasyonu düşürmek ana hedef olmakla beraber, döviz piyasalarının dengeye kavuşturulması ve istikrarlı büyüme diğer hedefler olarak amaçlanmıştır. Kararlarda fiyat istikrarının ağırlıklı olarak yer almasının sebebi ise bu dönemde üç haneli rakamlara çıkan enflasyonun tamamen kontrolden çıkması yönündeki korkudur. Benzer durumda çeşitli ülke örneklerinde ortaya çıkan fiyat- ücret sarmalı sonucu enflasyon tekrar artmıştır. Ancak bu ülkelerde sendikaların güçlü yapısına karşılık, bu dönemde Türkiye’de sendikalı faaliyetlerin kısıtlı bir durumda olması yasal açıdan söz konusudur. Bu duruma emek piyasasının esnek yapısı da eklenince, Türkiye yüksek enflasyondan hiperenflasyona geçiş sürecini, bu dönemde yaşamamıştır²¹⁶.

1994’de yaşanan bu krizin hemen ardından kamu borçlanmasını azaltmayı ve ihracatı arttırmayı hedefleyen daraltıcı bir iktisadi program yürürlüğe konmuştur. İstikrar programının temel amacı kamu açıklarını azaltarak ihracatı arttırmak olmuştur. Bu programın finansmanını sağlamak amacıyla hükümet 1995 yılı içerisinde IMF ile bir stand-by anlaşması yapmıştır. Ancak Eylül 1995’de gerçekleşen erken genel seçimler nedeniyle anlaşma bozulmuştur. Genel olarak bakıldığında 1994 sonrası kalıcı bir istikrar programı uygulanamamıştır. Özellikle finans piyasalarında oluşan güvensizlik ortamında, büyüme kaynağı olarak yüksek faizli kısa vadeli yabancı para girişleri kalmıştır. Böylece 1995 yılından sonra sıcak para girişleri ancak çok yüksek reel faiz oranları ile sağlanabilmiştir.

Sonuç olarak, 1990’lı yılların temel özellikleri olarak politik istikrarsızlık, yapısal reformlarda aksama, yüksek reel faizler, hızla artan borç stoku, istikrarsız büyüme ve kırılgan bankacılık sistemi sayılabilir. Bu dönemde özellikle bütçe açıklarının kontrol altına alınamaması TCMB’ nin fiyat istikrarına odaklanmasını engellemiş, TCMB asıl olarak kurlarda, faiz oranlarında ve finansal piyasalardaki

²¹⁶ Kamil Yılmaz, Cevdet Akçay, Emre Alper, “Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri”, İstanbul, TÜSİAD, 2002, s.27

istikrarın korunarak borçlanmanın çevrilibirliği tehlikesini azaltmaya öncelik vermiştir. Yüksek faiz oranları ile yüksek ve dalgalı enflasyonun olduğu bu dönemlerde uygulanmaya çalışılan sıkı para politikaları ise etkisiz kalmış hatta enflasyonist baskıları da arttırmıştır. Bütçe açıklarının kontrol edilemediği ortamlarda merkez bankalarının sıkı para politikalarının enflasyon üzerinde etkisiz ve hatta enflasyonist olduğu teorik olarak ortaya konmuştur²¹⁷.

3.2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ'NE GEÇİŞ ÖNCESİ DÖNEMDE UYGULANAN NOMİNAL ÇAPA STRATEJİLERİ

Genel anlamda herhangi bir politika amacına yönelik olarak hedefleme yapan bir merkez bankasının, istediği enstrümanı seçme ve kullanabilme noktasında serbestliğe sahip olması gerekliliği oldukça açık bir husustur. Buna mukabil Türkiye ekonomisinde uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejileri, TCMB'nin enflasyonla mücadelede kendi araçlarını serbestçe belirleyebildiği bir politika uygulamasından öte var olan makro iktisadi dengeleri koruyabilme ve kriz dinamiğinin oluşmasını engellemek amacıyla kur istikrarı ve/veya finansal istikrarın amaçlandığı bir uygulama sürecini ifade etmektedir²¹⁸.

Bu bağlamda Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Türkiye ekonomisinde uygulanma sürecini incelemeye geçmeden önce, uygulanan diğer nominal çapa stratejilerinin sonuçlarını incelemek, enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye'deki uygulamasının performansının daha iyi anlaşılmasında yardımcı olacaktır.

²¹⁷ Usta, **a.g.e.** , s.48

²¹⁸ Mahmut Kalkan, A.N. Kırpıcı and A.T. Peker, "Leading Indicators of Intlation in Turkey", Macroeconomic Analyse of Turkey: Essays on Current Issues, (Ed. M. Üçer), Ankara, **TCMB**, 1998, s.18

3.2.1. Türkiye Ekonomisi'nde Parasal Hedefleme Stratejisi Deneyimi

TCMB 1985 yılı sonunda hazırlıklarını tamamladığı ilk parasal programı 1986 yılında uygulamaya koymuştur. Bu program, para piyasası, dış sektör ve mal piyasalarını temsil eden yedi değişkeni (reel faiz, reel efektif kur, para arzı (M2), yıllık kümülâtif ithalat, yıllık kümülâtif reel GSMH ve TÜFE) içeren bir vektör otoregresyon modeli ile hazırlanmıştır²¹⁹.

TCMB' nin bu deneyimi, daha önce ele alınan belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin büyüme oranının ara hedef seçilerek nihaî politika amacı olan fiyat istikrarına (enflasyon) yönelik olarak kullanıldığı klasik bir hedefleme biçiminden daha ziyade 1980'li yılların ortalarından itibaren finansal piyasaların oluşturulması ve TCMB'nin asli işlevlerini kazanmaya başlaması yönünde atılan adımların bir uzantısını ifade etmektedir²²⁰.

TCMB'nin 1986 yılı parasal programını kamuoyuna ilan etmeden uygulamış olması nedeniyle, bu programın tam bir parasal hedefleme stratejisi olarak değerlendirilmesi esas itibarıyla mümkün olamamaktadır.

1986–1989 dönemini kapsayan yıllarda, TCMB gerek para arzının kontrol edilmesi gerekse faiz politikalarının etkinliğinin artırılması amacıyla banka rezervlerinin kontrolüne önem vermiş ve kendi bünyesinde daha önce değinilen para politikası araçlarının etkin kullanımına yönelik kurumsal altyapı düzenlemelerini gerçekleştirmiştir. Bu dönemin ayırt edici özelliği TCMB' nin ilk defa, 1986 ve 1987 yıllarında kamuoyuna açıklamadan öngörülen enflasyon ve büyüme hızıyla tutarlı bir biçimde M2 para arzı artış hızını hedeflemesi ve M2 ile uyumlu rezerv para ve buna bağlı olarak bîlançonun net iç varlıklar (NİV) ve net dış varlıklar (NDV) kalemleri

²¹⁹ Ercan Kumcu, İnci Ötör ve Şükrü Saracoğlu, “1986 Yılı Para Programı”, **TCMB İktisadi Araştırmalar Bülteni**, Cilt 2, Sayı 2, Haziran 1987, s.24

²²⁰ Hasan Ersel and L. İskenderoğlu, “Monetary Programming in Turkey”, **CBRT Discussion Papers**, No.9006, December 1990, p.15

için de hedefler belirlemesidir. Ayrıca döviz tevdiat hesaplarını içeren M2Y parasal büyüklüğünün kontrolü içinde munzam karşılık uygulaması ve döviz pozisyonlarına ilişkin olarak likitide oranı sınırlamaları biçiminde önlemler alınmıştır²²¹.

TCMB, ilk parasal programını 1990 yılında kamuoyuna duyurmuştur. 1990 ve 1992 yıllarında uygulamaya konulan TCMB' nin parasal programlarında, özellikle 1980'lerin başında kullanılmış olan para talebi fonksiyonunun tahmininden yola çıkılarak reel GSMH büyümesini uzun dönem trendinde sürdürmek amacı terk edilmiştir. TCMB' nin parasal program uygulamalarını kamuoyuna sunarken üzerinde durdukları teze göre, TCMB iyimser bir şekilde değerlendirildiğinde ancak kendi bilânçosunu etkileyebilme yetkisine sahiptir. Kısaca orta vadede fiyatlar ve faiz oranlarını etkileyebilmesi mümkün olabilir. 1990 ve 1992 yıllarında uygulanan parasal hedefleme stratejilerinin esas amacı TCMB'nin asıl tercihini kendi bilânçosunu kontrol altına alma yönünde kullanmasıdır²²².

1990 yılı programında hedef olarak belirlenen temel büyüklüklerin, merkez bankası bilânçosu, toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlıklar ve merkez bankası parası olduğu ve bu büyüklüklere ilişkin artış oranlarının ise neler olacağı kamuoyuna ilan edilmiştir.²²³ Dönemin TCMB Başkanı Rüştü Saraçoğlu tarafından verilen brifing ile kamuoyuna açıklanan aşağıda Tablo 3.1'de görülen değerlerin haricinde, bu brifingle salt amacın 1990 yılı bilanço büyüklükleri için hedefleme olmadığı, gelecek beş yıllık dönemi de kapsayan bir planlama yapıldığı dikkati çekmektedir²²⁴.

²²¹ Kesriyeli, **a.g.e.** , s.12

²²² Aylin Özey, "TCMB Parasal Program Uygulamaları", **Hazine Dergisi**, Temmuz 1997, Sayı:7, Ankara, s.2.

²²³ **TCMB**, TCMB Parasal Program Hakkında R. Saraçoğlu'nun Sunduğu Brifing Metni, Ankara, 16 Ocak 1990, s.39. (Çevrimiçi) 18.08.2006 <http://www.tcmb.gov.tr>.

²²⁴ Özey, **a.g.e.** , s.4

Tablo 3.1. 1990 Yılı Parasal Hedefleri

	1988	1989	1990 (Program)
Bilanço	38	49	50–60
Büyüklüğü			
Trilyon TL	71	30	12–22
% Değişim			
Toplam İç			
Yükümlülükler	20	28,3	32,5–35,5
Trilyon TL	83,5	41,6	15–25
% Değişim			
Toplam İç			
Varlıklar	27	31	33–36
Trilyon TL	60	16	6–16
% Değişim			
Trilyon TL			
% Değişim	11,6	18,5	25–27,5
Trilyon TL	82	59	35–48

1990 yılı gerçekleştirmeleri değerlendirildiğinde, açıklanan programın hedeflere ulaşmada başarılı olduğu görülmektedir²²⁵.

1991 yılına ait MB'nin açıkladığı bir parasal hedeflemenin olmayışının en önemli nedeni Körfez Savaşının meydana getirdiği olumsuzluklar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu dönemde meydana gelen iktisadi ve siyasal çalkantıların (erken seçim kararı) önemli derecedeki olumsuz sonuçları piyasalarda derinden hissedilmiştir. Sonuç olarak TCMB tarafından 1991 yılına ait olarak parasal bir hedefleme stratejisi kamuoyuna ilan edilememiş ve böylece 1990'da başarıyla uygulanmış olan parasal program aksamıştır.

1992 yılı programı çerçevesinde de öncelikle bilançonun hedeflenen şekle kavuşup, para piyasaları ve makro iktisadi hedefler konusunda önemli bir uygulama aracı haline getirilmesinin amaçlandığını (Tablo 3.2.) gözlemlemekteyiz²²⁶.

²²⁵ Hurşit Güneş, “Enflasyonun Kontrolünde Alternatif Para Programı”, İstanbul, **İTO Yayınları**, 1992, s.37

²²⁶ Özey, **a.g.e.**, s.16

Tablo 3.2. 1992 Yılı Parasal Hedefleri

	1989	1990	1991	1991 (Program)
Bilanço	49	60,8	96,6	132–142
Büyükklüğü				
Trilyon TL	30	24,1	58,9	37–47
% Değişim				
Toplam İç				
Yükümlülükler	28,3	34,4	57,4	79–85
Trilyon TL	41,6	21,6	66,6	38–48
% Değişim				
Toplam İç				
Varlıklar	31	34,7	57,1	73–80
Trilyon TL	16	11,9	64,3	27–39
% Değişim				
Trilyon TL				
% Değişim	18,5	23,5	42,9	60–64
Trilyon TL	59	26,6	82,6	40–50

Söz konusu döneme ait olarak incelenen hedeflere bakıldığında, 1990 yılındaki parasal programın tam aksine, 1992 yılı parasal programının daha başlangıcından itibaren başarısız olduğu görülmektedir. Merkez Bankası parası artışı, hedeflenen programda %40–50 oranında belirlenmesine rağmen, son on yılın en yüksek artışına tekabül etmiş ve %100 olarak gerçekleşmiştir. Kuşkusuz bu sonuç dahi tek başına programın başarısızlığının bir göstergesidir²²⁷.

TCMB, 1993 yılında da istikrarlı bir yapı sergileyememiştir. 1993 yılında kamu finansman açıklarının denetim altına alınamamasının parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması nedeniyle bir parasal program açıklanamamıştır. Bunun yerine TCMB finansal piyasalardaki istikrarın korunmasını ön planda tutarak, kur ve faizlerin istikrarlı bir şekilde hareket etmesini amaçlamıştır. 1993 yılının sonlarına gelindiğinde hükümetin hem döviz kurunu baskı altında tutması hem de faiz oranlarının artışını engellemeye çalışması ve bu amaçla Hazine'nin yapmış olduğu

²²⁷ Deniz Gökçe, “İstikrar Politikası Bağlamında MB ve Para Politikası, Türkiye İçin Yeni Bir Orta Vadeli İstikrar Programına Doğru”, **TÜSİAD Yay.**, İstanbul, 1995, s.110

ihaleleri iptal etmesi nedeniyle derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi krizi kaçınılmaz kılmıştır²²⁸.

Bütçe açıklarının ve dış ticaret açığının büyümesi ve yüksek reel faizler dolayısıyla kamu borçlarının, özellikle iç borçların katlanarak artmasıyla kendini gösteren 1994 krizi sonucunda, TL'nin aşırı değer kaybıyla TÜFE 1994 yılının sonlarında %110,7'lere yükselmiştir. Bu krizin hemen ardından kamu borçlanmasını azaltmayı ve ihracatı arttırmayı hedefleyen daraltıcı bir iktisadi program yürürlüğe girmiş ve programın finansmanını sağlamak amacıyla 1995 yılı içinde IMF ile yeni bir stand-by anlaşması yapılmıştır. Ancak erken genel seçimler nedeniyle program uygulanamamıştır. 1997 ve 1998 yıllarında ortaya çıkan Asya ve Rusya krizleri iktisadi durumu daha da kötüleştirmiştir. 1998 sonrasında yurt içi talebin daralmaya devam etmesi, Rusya kaynaklı ihracat talebinin azalması, artan güvensizlik ortamı nedeniyle sıcak para giriş miktarlarının yüksek reel faiz oranlarına rağmen düşmesi ve siyasal ortamdaki belirsizlikler ülkeyi yeni bir finansal krize sürüklemiştir²²⁹.

1990'lı yıllarda izlenmiş olan parasal hedefleme stratejisinin genel manada sonuçlarına bakılacak olursa karşımıza şu kazanımlar çıkmaktadır;

Her şeyden önce tüm olumsuzluklara rağmen TCMB' nin "şeffaflık" konusunda izleyeceği parasal programları açıklayarak önemli bir adım attığı aşîkârdır. Bu yıllara ait önemli olan diğer bir husus da politik ortamın hedeflenen iktisadi amaçları sınırlayıcı özelliklere sahip olması ve bu durumun meydana getirdiği olumsuz etkileridir.

Doğal olarak bu dönemde TCMB' nin politik ortamın şartlarına bağlı olarak bağımsızlığının olmayışı hangi nominal çapa stratejisiyle olursa olsun başarısını imkansız kılmıştır. Bunların daha ötesinde, yapılan çalışmalarda TCMB' nin bu

²²⁸ Mehmet Günel, "Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları", **İMKB Yay**, İstanbul, 2001, s.63

²²⁹ Usta, **a.g.e.** , s.47-48

yıllarda kontrol ettiği parasal büyüklüklerin enflasyonla ilişkisinin zayıfladığı ve paranın dolaşım hızının da istikrarsız hale geldiği görülmüştür²³⁰.

Sonuç olarak Türkiye ekonomisi yapısı içinde parasal hedefleme stratejisinin ancak enflasyon hedeflemesi stratejisinin özel bir hali olarak kalacağı söylenebilir.

3.2.2. Türkiye Ekonomisi'nde Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi Deneyimi

Mevcut hükümet tarafından 9 Aralık 1999'da IMF'ye sunulan niyet mektubu 2000–2002 yılları arası enflasyonu düşürme politikasının temel belgesi niteliğini taşımakta ve uygulanacak politikaların çerçevesini belirlemektedir. Bu programa göre;

i) Kamu kesiminde sıkı maliye politikası ile faiz dışı fazlanın arttırılması, kamu kesimi bankacılık kesimi, sosyal güvenlik ve tarım kesiminde yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması

ii) Enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası izlenmesi ve

iii) İlk iki politikanın enflasyon ve reel faizleri düşürmedeki katkısını desteklemek ve iktisadi birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak amacıyla enflasyonun düşürülmesine odaklanmış bir kur ve para politikası uygulanması öngörülmüştür²³¹.

TCMB, 2000–2002 yıllarını kapsayan döviz kuru hedeflemesi stratejisiyle, temelde finansal piyasalardaki belirsizliği azaltarak güven ortamını tesis etmeyi ve para ve döviz kurları ile ilgili öngörülebilirliği sağlayarak, enflasyonla ilgili beklentileri yönlendirmeyi amaçlamıştır.

²³⁰ Subidey Togan, E. Başçı ve M. Yülek, “Türkiye’de Paranın Dolaşım Hızı Fonksiyonu”, III. İzmir İktisat Kongresi Mali Yapı ve Mali Piyasalar, Cilt 4, Ankara, **DPT Yay.**, 1993, s.59

²³¹ Hazine Müsteşarlığı, “**Enflasyonla Mücadele Programı Politika Metinleri**”, Cilt I, Ankara, Ocak 2000, s.2

Programa göre 1 ABD Doları + 0,77 Euro'dan oluşan kur sepetinin bir yıllık dönem boyunca günlük olarak ilan edilmesi öngörülmüştür. Hedeflenen enflasyona uygun olarak dövizin düşük oranda değer kaybetmesine dayalı para politikasına aktif rol vermiş ve böylece enflasyonist beklentiler için nominal bir çapa sağlanmıştır. Program süresince, döviz kuru politikası iki farklı dönemde, iki farklı kur rejimi altında işleyecektir. 2000 Ocak–2001 Haziran dönemini kapsayan ilk 18 aylık süreçte, “enflasyon hedefine yönelik kur sepeti”, ikinci dönemde ise “kademeli olarak genişleyen band” çerçevesinde bir kur politikası yürütülmesi söz konusudur. TCMB ilk 12 ayda %20 TEFE yılsonu artış hedefi ile uyumlu bir politika izleyecektir. Böylece MB, 2000 yılında yıllık bazda döviz kuru sepetinin artış oranının (devalüasyon oranının) yüzde 20 olacağını açıkça beyan etmiştir. Programın ikinci 18 aylık dönemini kapsayan, Temmuz 2001-Aralık 2002 döneminde ise “band” uygulamasına geçilecektir. Söz konusu aralığın toplam genişliği aşamalı olarak arttırılmaktadır. Buna göre, 1 Temmuz 2001'den 31 Aralık 2001'e kadar kademeli olarak yüzde 7,5'e, 30 Haziran 2002'ye kadar yüzde 15'e ve 31 Aralık 2002'ye kadar yüzde 22,5'e yükselecektir. “Band” uygulamasında kurun “band”ın içindeki hareketlerine MB'nin müdahalesi olmayacaktır²³².

Stratejinin önemli bir özelliği, döviz kurunun nominal çapa olarak kullanımının yerli paranın değerlendirilmesi suretiyle dış ticaret dengesinde meydana getireceği olumsuz etkileri önlemek amacıyla, en başta bir çıkış stratejisine yer verilmesidir. Kur taahhüdünden çıkışın önceden belirlenmesinin banka-finans kesiminin denetim ve gözetim sürecinin yeniden yapılandırılması ve bilânçolarının daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasına da imkân vereceği düşünülmüştür. Ancak kur taahhüdünden sağlıklı bir çıkış olabilmesi, kendi içinde bir riske de zemin hazırlamaktadır. Zira strateji, enflasyon yeteri kadar süratle düşürülmezse ve önceden belirlenmiş kur seyri ile enflasyon arasında anlamlı bir fark olduğu derecede, iktisadi ajanların banda geçiş ile birlikte önemli oranda bir devalüasyon oluşacağı

²³² Çakır Yıldız, **a.g.e.**, ss.186-187.

beklentisiyle hareket ederek banda geçiş öncesinde TL'ye yönelik bir spekülâtif atakta bulunmaları riskini taşımaktadır²³³.

IMF ile yapılan antlaşma çerçevesinde uygulamaya konulan bu program açıklandığı dönemde genel olarak destek bulmasına rağmen, bazı çevrelerinde makul sayılabilecek nedenleriyle eleştirilere maruz kalmıştır. Her şeyden önce Brezilya, Meksika gibi ülkelerde benzer biçimde uygulanan bu program söz konusu ülkeleri krizlere sürüklemiş, diğer yandan Türkiye'nin IMF ile daha önce uygulamaya koyduğu programların başarısızlıklarla sonuçlanması programa olan güvenilirliği azaltmıştır. Ayrıca mevcut bankacılık sisteminin taşıdığı riskli yapı programın uygulanmasında risk teşkil etmiştir.

Bu olumsuz şartlar altında da olsa yeni bir programın uygulanmaya başlanmasıyla, üretimde bir canlılık gözlemlenmiş, iç talepler ve borsa yükselirken faizlerde de makul seviyelerde düşmeler yaşanmıştır. Ancak TL'nin artarak değer kazanması, düşen faiz oranları ile birlikte iç talebi patlatmış ve bu durum cari işlemler açığını arttırarak Türkiye'yi yeni bir krize doğru sürüklenmeye başlamıştır²³⁴.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal kriz öncesinde yaşanan önemli bir gelişme, özel yabancı fon girişlerindeki hızlı artıştır ve bunun çoğunluğu borçlanma şeklinde olmaktadır. Türkiye'ye de 2000 yılındaki hızlı dış kaynak girişinin hemen tümü borçlanma şeklinde olmuştur. Yabancı para girişi, Türkiye'de olduğu gibi sterilize edilmemişse, parasal genişlemeye, talep artışına, enflasyonun yükselmesine, yerli paranın reel değer kazanmasına ve ithalat talebinde tırmanışa neden olmaktadır. Yabancı kaynak girişinin (dış borçlanmanın) sürdürülmesi, uygulanan programın sürdürülebilirliğine bağlıdır. Ancak bu konuda şüpheler ortaya çıktığında, artık kriz

²³³ Yılmaz Akyüz, Korkut Boratav, "Türkiye ve Finansal Krizin Oluşumu", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:197, Ağustos 2002, s.26

²³⁴ Usta, **a.g.e.** , s.49-50

ortamına girilmiş demektir. Bu ortamda herhangi bir kıvılcım, krizi başlatabilecektir²³⁵.

Sonuç olarak, devlet iç borçlanma senetleri faizlerindeki yükseliş portföyünde yüksek miktarda DİBS bulunduran Demirbank'ın likitide sıkışıklığı yaşamasına neden olmuş, Bankalararası piyasada bu bankanın kredilerinin kesilmesi sonucunda 22 Kasım'da bir likitide krizi yaşanmış ve söz konusu banka fona devredilmiştir²³⁶.

Türkiye, bu şartlarda 2000 Kasım ayında döviz yönelen spekülasyon saldırı sonucu yaşadığı krizi, faizlerin yükselmesi, önemli ölçüde döviz rezervi kayıpları ve önemlisi 7,5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiş ve döviz kuru çizgisini yüksek bir maliyetle savunabilmiştir. Ancak daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücü önemli ölçüde azalmıştır. Bu yaşanan krizden tam üç ay sonra 19 Şubat 2001'de Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki bir tartışma ikinci bir spekülasyon saldırıyı başlatmıştır. MB döviz rezervleri birkaç gün içinde 5,36 milyar dolar kaybetmiş ve bu defaki spekülasyon saldırıya yabancıların yanı sıra yerlilerde katılmıştır. Döviz yapılan bu spekülasyon saldırıya dayanma gücü kalmayınca 21 Şubat gecesi kur dalgalanmaya bırakılmış böylece 9 Aralık 1999'da başlayan enflasyonu düşürme programının da sonu gelmiştir²³⁷.

Anlaşılabileceği üzere parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejilerinin Türkiye'deki uygulamalarının, meydana getirdiği sonuçları itibarıyla başarısız olduğunu söylemek çok zor değildir.

3.3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ'NE GEÇİŞ ve UYGULANMA ÖLÇÜTLERİ AÇISINDAN PERFORMANSI

Türkiye'de döviz krizi öncesi (2001 Şubat), TCMB' nin bir para politikası oluşturması gerekmiyordu, para miktarı yani para tabanı ve bu bağlamda faiz oranları

²³⁵ Ercan Uygur, "Krizden Krize Türkiye; 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", **TEK Tartışma Metni**, No:2001/1, Nisan 2001, s.11

²³⁶ Nazım Ekinci, "Kriz Üzerine", **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı: 180, Mart 2001, s.9

²³⁷ Uygur, **a.g.e.**, s.15-16

yurtdışından gelen paraya bağlı olarak değişmekteydi. Şubat krizinden sonra ise tam tersi bir durum yaşanmış ve TCMB’ nin çok dikkatli bir para politikası belirleyip uygulaması, para miktarının ve kısa vadeli faizlerin mevcut gelişmelere göre belirlenmesi zorunlu hale gelmiştir. Döviz çapası uygulamasından sonra kriz yaşayan Brezilya, Meksika ve Tayland gibi ülkelerde enflasyonu indirme politikası olarak “enflasyon çapası-hedeflemesi” modeli uygulanmıştır. Bu modelin Türkiye’de de uygulanabileceği ifade edilmiştir. Faizi bir yana bırakırsak, enflasyonu düşürebilmek için üç çapa vardır; para miktarı (parasal hedefleme), döviz kuru hedeflemesi ve enflasyonun direkt olarak kendisinin hedeflenmesi. Türkiye 1990’ların başında parasal hedeflemeyi denemiş ve birçok ülke gibi başarılı olamamıştır. Döviz kuru çapasını 1994 istikrar programı ile birlikte denemiş yine başarısız olmuştur. 2000 yılı başlarından itibaren denenen son döviz çapası uygulaması da krizle sona ermiştir. Doğal olarak enflasyon hedeflemesinden başka bir çapa seçeneği kalmamıştır²³⁸.

Esasen Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisinin, MB’nin 09 Aralık 1999’da IMF’ye sunduğu niyet mektubunun Para ve Kur Politikaları kısmında ilk defa dile getirildiği söylenebilir. Programda 2000, 2001 ve 2002 yılları için enflasyon oranları %25, %12 ve %7 seviyelerinde öngörülmüştür. Buna göre, 17. stand-by antlaşması çerçevesinde 2000–2002 yılları arasındaki ilk 18 aylık dönemde, döviz kurlarının çapa olarak seçildiği belirtilmiş, programın diğer 18 aylık döneminde ise kurların genişleyen bir band çerçevesinde dalgalanmaya bırakılacağı planlanmıştır. Buna göre program süresince döviz kurunun çapa olma özelliği esnekleştirilerek aşamalı olarak doğrudan enflasyon hedeflemesine geçilmesi kararlaştırılmıştır²³⁹. Böylece Merkez Bankası enflasyonu kontrol altına alma yönündeki nihai hedefine doğrudan odaklanabileceği politikaya doğru yumuşak bir geçiş süreci planlamıştır.

²³⁸ Uygur, a.g.e., s.23.

²³⁹ Özcan Karahan, “Türkiye’de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulanmasına İlişkin Oluşan Riskler ve Bu Risklerin Yönetim Politikaları”, (Çevrimiçi) 20.04.2006 <http://www.e-sosder.com>, Güz 2005, C.4, s.36.

Ancak gerek Şubat 2001 krizinin olumsuzluklarının devam etmesi ve gerekse ABD’de meydana gelen 11 Eylül saldırılarının meydana getirdiği olumsuzluklar 17. stand-by anlaşmasının uygulanmasını zora sokmuştur. Sonuçta 18 Ocak 2002’de IMF’ye yeni bir niyet mektubu sunulmuş ve 2002–2004 yılları arasında uygulanacak iktisadi program detaylı olarak anlatılmıştır. Bu yeni düzenlemeye göre 2002–2003 ve 2004 yıllarındaki enflasyon oranları, %35, %20 ve %12 olarak belirlenmiştir. 18. stand-by antlaşmasında, 17. de olduğu gibi öngörülmesine rağmen enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilemediği gözlenmektedir. Bunun yerine, Merkez Bankası 2002–2004 yılları arasında açıkladığı para programlarında uyguladığı politikaları “örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi” olarak tanımlamıştır²⁴⁰.

Örtük enflasyon hedeflemesi, en basit tanımıyla enflasyon hedeflemesi rejimine yakınsama stratejisidir. Örtük enflasyon hedeflemesi altında bir enflasyon hedefi belirlenmekte ve para politikası “gelecek dönem enflasyonu”na odaklanmaktadır. Temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin kurumsallaşma, teknik kapasite, şeffaflık, hesap verebilirlik gibi unsurlarına kademeli bir yaklaşım söz konusudur. Türkiye’de başarılı bir biçimde uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi, TCMB’ nin enflasyon hedeflemesi rejimine tam geçişi için deneyim kazanmasını sağlamış, toplumun enflasyon hedeflemesi rejimini öğrenmesine ve bu rejimin güvenilirliğine büyük bir katkıda bulunmuştur²⁴¹.

Bu çerçevede TCMB 2001 yılı Ağustos ayından itibaren resmi web sitesinden aylık enflasyon hedeflerini, mali kesimler nezdinde yaptığı beklenti anketi sonuçlarına göre ilan etmeye başlamış ve 2006 Ocak ayından itibaren de resmi para politikası stratejisini açık enflasyon hedeflemesi olarak belirtmiştir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı, bu stratejinin uygulanma ölçütlerinin mükemmel bir biçimde sağlanmasıyla ilgili değildir.

²⁴⁰ Uygur, **a.g.e.** , s.37.

²⁴¹ TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, s.17

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ön koşullarının uygulamada tam olarak sağlandığı ülke sayısı çok azdır. Burada önemli olan husus, bu şartların uygulamayı aksatmayacak bir biçimde asgari olarak sağlanmış olması ve aralarındaki uyumun gerçekleştirilmiş olmasıdır. Bu temel ölçütlerin Türkiye ekseninde uygulanma süreçleri aşağıda anlatılmaya çalışılacaktır.

3.3.1. Bağımsız Merkez Bankacılığı Ekseninde Şeffaflık Hesap Verebilirlik ve Güvenilirlik

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

Burada önemli olan diğer bir nokta ise, fiyat istikrarının ulusal ekonomilerde kendiliğinden gelişen doğal bir sürecin sonunda oluşmadığıdır. Çeşitli dışsal şoklar bir kenara bırakıldığında fiyat istikrarını tehdit eden başlıca iki unsur mevcuttur; Birincisi, siyasi karar alıcıların ekonomiyi hızlandırmak amacıyla koşulları oluşmadan kapasitesinin üzerinde çalışmaya zorlaması, ikincisi; hükümetlerin kamu maliyesi açığı vermeye ve bunu merkez bankası kaynakları ile finanse etmeye zaaflarının olmasıdır. Bunun doğal sonucu kısa vadede büyüme ve istihdam artışı olsa da, uzun vadede yüksek enflasyon, düşük ve oynak büyümeyle, işsizliktir. Bu bağlamda, fiyat istikrarının sağlanması ancak uzun vadeli, istikrarlı ve kararlı politika uygulamaları sonucu elde edilebilmektedir²⁴².

Doğası gereği siyasi otoriteler kısa vadeli düşünmekte ve iktisadi programlarını bu ekseninde yapmakta ve ayrıca çeşitli dış unsurlardan daha kolay etkilenebilmektedir. Fiyat istikrarının sağlanması ise uzun vadeli bir müdahaleyi gerektirdiğinden, bu durum bir paradoks teşkil etmekte ve kurumlar arası çatışmaya

²⁴² Süreyya Serdengeçti, “Merkez Bankası Bağımsızlığı Konulu Konuşma”, Muğla, 24.02.2005, s.2–3,(çevrimiçi) 18.08.2006, <http://www.tcmb.gov.tr>.

varan olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Bu durum ise iktisadi birimlerde doğal olarak bir güvensizlik ve belirsizlik oluşturmakta ve ekonominin geneli olumsuz sonuçlara maruz kalmaktadır. İşte tam bu noktada merkez bankalarının bağımsızlığının gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

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

Güvenilirliğin süreklilik kazanması ise ancak merkez bankasının uyguladığı iletişim politikalarında ve açıklamalarında topluma karşı şeffaf, dürüst ve tutarlı bir çizgi izlemesi daha net bir ifadeyle, bir merkez bankasının topluma yapacağını söylediklerini yapmasıyla mümkündür. Merkez bankalarının kurumsal tasarımın gelişimi çerçevesinde, ön plana çıkan diğer bir unsur, araç bağımsızlığıdır. Merkez bankaları, hedeflerini gerçekleştirmeye yönelik para politikası araçlarını seçme ve uygulama kurallarını düzenleme anlamında bağımsız bir biçimde hareket etmektedirler. Bu konuda yapılan araştırmalar araç bağımsızlığının bizzat merkez bankaları tarafından bağımsız merkez bankacılığının en önemli unsuru olarak görüldüğü sonucunu vermektedir²⁴³.

2001 yılında 1211 sayılı TCMB Kanunu'nda yapılan değişiklikle TCMB araç bağımsızlığını kazanmıştır. Bu bağlamda TCMB kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirlemektedir. Aynı zamanda enflasyonun en temel sebeplerinden birisi haline gelmiş olan TCMB' nin kamuya kredi vermesine de 2001 yılı Kasım ayından itibaren son verilmiştir²⁴⁴.

²⁴³ Süreyya Serdengeçti, “Merkez Bankası Bağımsızlığı Konulu Konuşma”, s.7

²⁴⁴ TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı, s.18

25 Nisan 2001’de kabul edilen “TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile bu konuda önemli gelişmeler sağlanmıştır. En önemli değişiklik olarak karşımıza TCMB’ nin amacının net bir biçimde belirtilmiş olması çıkmaktadır. 1211 sayılı TCMB kanununun dördüncü maddesi, “Bankanın temel amacı fiyat istikrarı sağlamaktır...” şeklinde değiştirilmiştir. Aynı kanunla TCMB’ nin yetkilerine ilişkin olarak da değişiklik yapılmış ve Bankaya net bir biçimde araç bağımsızlığı verilmiştir.İlgili kanunda “Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler... Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur... Banka, bu kanun ile kendine verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır...”denmiştir²⁴⁵.

Bağımsızlık ve güvenilirlik ile iletişim politikaları arasındaki ilişki bize kurumsal bir bakış açısı sunmaktadır. Bu yaklaşımın tüm boyutları birbiri ile yakından ilişkili olup, her biri diğerinin tamamlayıcısıdır. Bu bağlamda 2001 yılı Türkiye ekonomisi için olduğu kadar TCMB içinde bir dönüm noktasıdır.

Hesap verebilirlik çerçevesinde, Merkez Bankasının faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikaları hakkında her yıl Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kurulu, yılda iki defa da Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu, bizzat Merkez Bankası Başkanı tarafından bilgilendirilmektedir. Bir diğer önemli hesap verme aracı ise, MB’nin belirlenen enflasyon hedeflerine ilan edilen sürelerde ulaşamaması veya ulaşamama olasılığının ortaya çıkması durumunda, bunun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirme ve kamuoyuna açıklama yükümlülüğünün bulunmasıdır. 2002 yılında MB’sı bünyesinde İletişim Genel Müdürlüğünün kurulması ile MB’sı iletişim stratejisinin enflasyon hedeflemesi rejiminin de gerektirdiği gibi kurumsal bir yapıya kavuşturulması yönünde önemli gelişmeler sağlanmıştır. Tüm bunların yanı sıra, MB’sı yaptığı yayınlar ile para politikasına ve iktisadi gelişmelere dair bilgiler

²⁴⁵ TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, **No:4651 Madde 1**

kamuoyuna aktarılmaktadır. Yılda dört defa düzenlenen bir basın toplantısının ardından yayımlanan Enflasyon Raporu ile enflasyona ilişkin gelişmeler ve enflasyon gelişmelerine ilişkin görüşler kamuoyu ile paylaşılmakta, yılda iki defa yayınlanan Finansal İstikrar Raporu ile de finansal istikrara ilişkin bankanın değerlendirmeleri kamuoyu ile paylaşılmaktadır²⁴⁶.

TCMB kanunlarında yapılan değişiklikler ve MB'sının yapmış olduğu özverili çalışmalar neticesinde enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk koşulu olan “Bağımsız Merkez Bankacılığı” hususunda Türkiye'nin oldukça önemli gelişmeler sağladığı açıktır. Bu bağlamda şeffaflık ve iletişim prosedürleri çerçevesinde TCMB'nin güvenilirliğinin, bağımsızlığı ile orantılı olarak artış sağladığı rahatça söylenebilir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşullarından birisi de, iktisadi sistemde MB'nin fiyat istikrarının dışında daha başka hedefler tayin etmemesi yani başka bir nominal değişkene ait kesin bir hedef taahhüdünün bulunmamasıdır. Ancak hedeflenen enflasyon oranına ulaşmak için bu hedefle uyumlu, başka araçlarda hedeflenebilmektedir. Burada önemli olan iktisadi yapı içerisinde ulaşılması hedeflenen amaçlar arasında bir çatışma olması durumunda fiyat istikrarına öncelik verilmesidir.

TCMB bu ön koşul konusunda da önemli ölçüde çıkarılan kanunla desteklenmektedir. İlgili kanunla “Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Banka, fiyat istikrarı ile çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler”²⁴⁷ denmiştir. Nitekim MB'sı bu konudaki kararlılığını 2001–2005 yılları arasında uygulamada da net bir biçimde göstermiştir. TCMB bu dönemde örtük enflasyon

²⁴⁶ Durmuş Yılmaz, “Merkez Bankaları ve İletişim: Türkiye Deneyimi Konulu Konuşma”, Ankara, 25 Aralık 2006 (çevrimiçi) 22.03.2007 [http:// www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).

²⁴⁷ TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, **No:4651 Mad. 4.**

hedeflemesi uygulamasına rağmen, hedefe yakınsamada bazı parasal büyüklükleri fiyat istikrarı hedefi ile çatışmadan başarılı bir biçimde kullanmıştır.

Tüm bunlar fiyat istikrarının tek ve nihaî hedef olma koşulunun da, hem yapılan kanun değişikliği hem de uygulamadaki başarıyla açıkça sağlandığını göstermektedir.

3.3.2. Gelişmiş Mali Piyasalar Ekseninde Güçlü Bir Finansal Sistemin Varlığı

Bir ekonomide, özellikle bankacılık sektörü ve genelde mali sistem zayıfsa, para politikaları verimli olamaz. Çünkü bu şartlar altında sistem sorun yaşama eğilimindedir ve fiyat istikrarına odaklanması mümkün değildir. Böyle bir ekonomide özellikle mali piyasalar geri kalmışsa, söz konusu ülkenin enflasyon hedeflemesi rejimini yürütebilmesi oldukça zorlaşır. Bu durum ayrıca Merkez bankasının açık piyasa işlemlerini sağlıklı bir biçimde gerçekleştirebilmesini de sınırlamaktadır. Ayrıca, gelişmemiş mali piyasalar denge faiz oranı hakkında sağlıklı enformasyon vermediği gibi, kamu açıklarının finansmanına da kâfi gelmemektedir. Türkiye’deki mali sistemin varlığı bu çerçevede incelenmelidir²⁴⁸.

Türkiye’de finansal sistem içerisinde bankacılık sektörünün payının büyüklüğü güçlü finansal sistemin karşısındaki en büyük engel olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye’de bankacılık sektörünün toplam finansal sistem içerisindeki payı yaklaşık olarak %75’dir. Diğer yandan, Türk finansal sisteminde kamu bankalarının toplam bankacılık kesimi içerisindeki payı yeterince azaltılamamıştır. Kamu bankaları aktiflerinin toplam sektör aktifleri içindeki payı %32’dir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde yaşanan finansal krizlerle birlikte, birçok özel banka ve

²⁴⁸ Bayram Çolakoğlu, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:4, 2002, s.20

finansal kuruluşların TMSF’ye devri ile birlikte kamu bankalarının toplam bankacılık sektöründeki payı da artmıştır²⁴⁹.

Ancak tüm bu olumsuz şartlar altında dahi, geniş tanımlı para stoku (M2Y)/GSYİH oranı olarak tanımlanan değere bakıldığında önemli gelişmeler sağlandığı açıkça görülmektedir. Geniş tabanlı para stoku, dar tanımlı para stokuna, vadeli mevduatlar, mevduat sertifikaları, resmi mevduat, bankaların elindeki tahvil ve bonolar, repo işlemleri vb. büyüklüklerin eklenmesi ile bulunur. Bu bağlamda, bu oranın düşük çıkması mali sistemin zayıflığına işaret eder. Türkiye’nin 2005 yılı geniş tanımlı para stoku/GSYİH oranı %62,2 olarak bulunur. 1980–95 yılları arasında bu oranın %26,50 olduğu dikkate alınırsa, son on yılda Türkiye’de finansal sistemin kayda değer gelişmeler gösterdiği çok açıktır.

Gelişmekte olan ülke olması bağlamında bu oranın önceki yıllara kıyasla yüksek olması Türkiye açısından stratejinin uygulanmasında bir avantaj teşkil etmektedir. Ancak söz konusu oranın gelişmiş ülke seviyelerine çıkartılması mali sistemin güçlenmesinin bir göstergesi olması nedeniyle önem arz etmektedir. Bu konuda yapılacak en önemli iyileştirme bankacılık sektörünün kırılgan olan yapısından tam manasıyla kurtarılmasıdır.

Türkiye’de finansal sistemi güçlendirmek, istikrarını sağlamak ve böylece finansal sistemdeki kırılganlıkları azaltmak amacıyla bazı yenilikler yapılmıştır. Bu yeniliklerin en önemlilerden bir tanesi, kamuoyunda “İstanbul Yaklaşımı” olarak da bilinen ve 2002 Ocak ayında yürürlüğe giren “4743 sayılı Mali Sektöre Olan Borçların Yeniden Yapılandırılması ve Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun”dur. Bu kanunla mali sistem kurumlarının alacaklarının yeniden yapılandırılması, varlık yönetim şirketi kurulması, bankaların sermaye ihtiyaçlarının belirlenebilmesi için yapılacak denetimlerin usulleri, vergi istisna ve teşvikleri, kamu bankalarının operasyonel yeniden yapılanmalarının tamamlanması ve BDDK’nın

²⁴⁹ Tahir Büyükakın, Cemil Eraslan, “Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:2, 2004, s.31

hesap verebilirliğine ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Böylece bankaların, özel finans kurumlarının ve diğer mali kurumların alacaklarının finansal yeniden yapılandırma anlaşması çerçevesinde yeni ödeme planına bağlanmasına imkân tanınmıştır²⁵⁰.

Ancak bu ve buna benzer olarak, finansal sistemin organizasyonuna yönelik çıkarılan kanunların devamı ve uygulamadaki aksaklıkların giderilmesi büyük önem arz etmektedir.

Bu noktada fiyat istikrarının sağlanması açısından para politikasının yanı sıra maliye politikaları ve yapısal reformlarda büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ile iktisadi programa ilişkin yapısal reformların hayata geçirilmesi uzun vadeli istikrar açısından önemini korumaktadır²⁵¹.

Yapısal reformların gerçekleştirilmesi rekabet ve yatırım ortamını iyileştirmesi sayesinde verimlilik artışını desteklemekte ve enflasyonun düşüş sürecine önemli ölçüde katkı sağlamaktadır. Yapısal reform sürecinin beklentiler üzerinde de önemli ölçüde belirleyici etkisi vardır. MB'sı bu alandaki gelişmelerin kesintisiz bir biçimde sürmesinin enflasyondaki düşüşün kalıcılığı açısından taşıdığı önemin açıkça farkındadır²⁵².

Merkez Bankası bu bağlamda, 16 Kasım 2005 tarihli Zorunlu Karşılık ve Umumi Disponibilite Hakkında Tebliğlere ilişkin Basın Duyurusu'nda da belirttiği üzere, bankaların likitide yönetimlerini etkinleştirmelerine katkı sağlamak amacıyla, zorunlu karşılık ve umumi disponibilite uygulamasında da yeni düzenlemeler yapmıştır²⁵³.

²⁵⁰ Büyükakın, Eraslan, **a.g.e.**, s.32

²⁵¹ **Para Politikası Toplantı Özeti**, Sayı:2007-28, 23 Temmuz 2007, s.5

²⁵² Durmuş Yılmaz, "İktisadi Görünüm",Bursa Ticaret ve Sanayi Odasında Yapılan Konuşma, 11 Ocak 2007, Bursa, s.6,(çevrimiçi) 22.03.2007 <http://www.tcmb.gov.tr>.

²⁵³ TCMB, "**Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**", Sayı:2005-56, 5 Aralık 2005, Ankara, s.25-26

i) Öncelikle, disponibilite uygulamasına son verilerek bankaların MB nezdinde DİBS tutma zorunluluğu kaldırılmış, bankalara kaynaklarını daha esnek kullanma olanağı sağlanarak, AB müktesebatına uyum konusunda da önemli bir adım atılmıştır.

ii) Daha önce yarısı serbest mevduatlarda 2 haftalık ortalama, yarısı da bloke hesapta tutulan YTL zorunlu karşılıkların 2005 yılı sonundan itibaren tamamının serbest mevduatlarda 2 haftalık ortalama olarak tesis edilmesine karar verilmiştir. Böylelikle, likitidenin geçici olarak sıkıştığı dönemlerde bankaların zorunlu karşılıkları daha esnek kullanmaları sağlanarak, faiz oranlarındaki dalgalanmaların azaltılmasına imkân tanınmıştır.

iii) Ayrıca, zorunlu karşılıkların zamanında tesis edilmemesi ya da eksik tesis edilmesi halinde uygulanacak yaptırımlar değiştirilmiştir. Buna göre, zorunlu karşılık yükümlülüklerinin eksik yerine getirildiği hallerde, cezai faizin bir defada nakden tahsil edilmesi yerine eksik tesis edilen kısmın YTL bazında 2 katı, dövizde ise 3 katı kadar faizsiz mevduat bulundurma zorunluluğu getirilmiştir. Böylelikle bu durumun bankaların mali bünyeleri üzerindeki olası olumsuz etkilerin azaltılması amaçlanmıştır.

Sonuç olarak bu konuda, yapılan ve yapılmakta olan reformlarla ve çıkartılan bir dizi kanunla, bankacılık sektörünün 2001 öncesi kırılgan yapısından oldukça uzaklaştığı ve sağlama doğru bir yapıya ulaştığı, finansal piyasaların oldukça iyileştiği söylenebilir. Bu yapılan düzenlemeler sayesinde finansal piyasalar gelişimlerini güçlenerek sürdürmektedirler.

3.3.3. Mali Baskınlığın Düşük Olması Gerekliği

Mali baskınlıkla kastedilen kamu kesimi borç ve açıklarının ve bunların finansman yöntemlerinin monetizasyona yol açmayacak durumda olması ve finansal

piyasaların devlet borçlarını çevirebilecek derecede derinliğe sahip olması gerekliliğidir²⁵⁴.

2001 yılından bu yana uygulanan sıkı para ve maliye politikaları ile yapısal reform süreci ve buna bağlı olarak uygulanan iktisadi politikalara artan güven bir yandan finansal derinleşmeye, dolayısıyla bankacılık sistemi toplam bilânçosunun hızla büyümesine yol açarken, diğer yandan iç borç stokunun artışını yavaşlatmıştır. Böylelikle, borç stokunun, milli gelire oranının sürekli düşmesi sağlanmıştır. (2001’de %16,2, 2002’de %14,3, 2003’de %11,2, 2004’de %7, 2005’de %2) Bu gelişme, aynı zamanda kamu borç stokunun bankacılık sistemi toplam bilânçosu içindeki payının azalmasını sağlamaktadır.

Hazine’nin borç çevirme oranının önceki yıllara göre daha düşük olması ekonomideki mali baskınlığın daha da azalmasına yol açacaktır. Bu nedenle, bir yandan bankacılık sistemi reel sektör ve tüketici kredilerinin hızla artmaya devam etmesi, diğer yandan da kredi piyasasında rekabetin artması ve vadelerin uzaması beklenen bir gelişmedir²⁵⁵.

Bu ön koşulla ilgili oldukça önemli bir husus MB’nin mali baskınlığı düşürme yolunda kanununda yapılan değişikliktir. TCMB’nin bu kanunla kamu sektörüne avans vermesi veya kredi açması yasaklanmıştır. İlgili kanunda “Banka, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz... her ne şekilde olursa olsun kefil olamaz ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremez”²⁵⁶ denmiştir.

Söz konusu bu mevcut durumla birlikte, Türkiye’de mali baskınlığın daha açık değerlendirilmesi amacıyla borçlanma ve GSMH ilişkilerine bakmak gerekmektedir.

²⁵⁴ P.R. Masson, M.A. Savastona and Sunil Sharma, **a.g.e.** , p.8

²⁵⁵ TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**, s.27

²⁵⁶ TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, **No:4651 Mad.56**.

Mali disiplinin sağlanması çabalarının devam etmesi, Avrupa Birliği'ne giriş sürecinde gerçekleştirilecek sosyal güvenlik, vergi ve mali hizmetler reformlarının mali sektörün derinleşerek, reel faiz oranlarının düşmesine katkıda bulunacağı göz önünde bulundurulduğunda, borçlanma oranlarının giderek daha da düşeceği tahmin edilmektedir²⁵⁷.

Borçlanma ve GSMH ilişkileri çerçevesinde değerlendirilen mali baskınlık ölçütünü Masstricht Kriterleri bakımından da incelemek yerinde olacaktır. Bu kriterlere göre bir ülkenin toplam borç stokunun GSMH'ya oranı %60, kamu kesimi açıklarının GSYİH oranı da %3'den büyük olmamalıdır. Söz konusu değişkenler arasındaki ilişki aşağıdaki tablo 3.3. de gözlemlenebilir;

Tablo 3.3. Masstricht Kriterleri Bağlamında Mali Baskınlık²⁵⁸

	Bütçe Açığı/GSMH	TBS/GSMH
2001	%16.2	%90
2002	%14.3	%78
2003	%11.2	%70
2004	%7.1	%65
2005	%2.0	%59
2006	%0.7	%55

Kaynak: TCMB, Hazine Müsteşarlığı

Tablodaki veriler incelendiğinde, örtülü enflasyon hedeflemesine geçilen 2001 yılından itibaren mevcut göstergelerde olumlu yönde ciddi gelişmeler

²⁵⁷ Eser Tutar, "Enflasyon Hedeflemesinin Ön Koşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi", **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Ağustos 2005, s.30-31

²⁵⁸ AB'ye giriş sürecinde iktisadi kriterlerde GSYİH kullanılmakta, yukarıda ise GSMH rakamları kullanılmaktadır. GSMH ile GSYİH arasındaki farkın genelde %1'den küçük olduğu hatırlanacak olursa bunun ihmal edilebilecek bir fark olduğunu söyleyebiliriz. Ayrıca Türkiye'de yayınlanan istatistiklerde söz konusu ilişkilendirme GSMH ile borç türleri arasında yapılmaktadır. Ancak Türkiye, AB'ye adaylık sürecinde, iktisadi verilerini de gerekli standartlara adapte etmek zorundadır. (Eser Tutar, **a.g.e.**, s.24)

sağlanmıştır. Açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 Ocak ayına TCMB mali baskınlık bakımından sağlam bir giriş yapmıştır. Söz konusu alanda gelişmeler çıkarılan kanunlarla ve uygulamadaki iyileşmelerde artarak devam etmektedir. TBS/GSMH oranı 2007 yılının ilk çeyreğinde ise %43,9 olarak gerçekleşmiştir²⁵⁹.

3.3.4. Stratejik ve Operasyonel Özellikleri Bakımından Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Türkiye’deki Uygulanma Özellikleri ve Son Gelişmeler

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı, sadece bu stratejinin uygulanma ölçütlerinin sağlanmasıyla ilgili değildir. Uygulamada ülkeden ülkeye farklılık göstermekte olan kritik operasyonel araçların ülke şartlarına en uygun olacak bir biçimde seçilmesi önemli hale gelmektedir.

Türkiye’deki enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesi oluşturulurken, bu rejimi uygulayan ülkeler ayrıntılı bir biçimde incelenmiş ve bu gözlemlerden de yararlanılarak rejimin genel çerçevesi Türkiye’ye uygun bir biçimde oluşturulmuştur. Enflasyon hedefine ulaşılmasında para politikalarının yanı sıra diğer ekonomi politikaları da oldukça etkilidir. Bu kapsamda Hükümetin, uyguladığı politikaları enflasyon hedefi doğrultusunda para politikası ile uyumlaştırması enflasyonun düşürülmesinde büyük önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra uygulanan para politikası stratejisinin hükümet tarafından desteklenmesi, iktisadi birimlerin uygulanan para politikasına ve enflasyon hedefine duyduğu güveni arttırmaktadır. Tüm bunlar dikkate alınarak, 2001 yılında TCMB Kanunu’nda yapılan değişiklik ile rakamsal enflasyon hedefinin ne olacağının Hükümet ve TCMB’ nin birlikte belirlemesi kanunlaşmıştır. Bu kanun hükmü gereği, enflasyon hedeflemesi rejiminde hedefler MB’sı ve Hükümet ile birlikte belirlenmektedir²⁶⁰.

²⁵⁹ Durmuş Yılmaz, “Enflasyon Raporunun Tanıtımına İlişkin Basın Toplantısı”, TCMB, 27.07.2007, Ankara, s.15 (çevrimiçi) 02.08.2007 <http://www.tcmb.gov.tr>.

²⁶⁰ TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı”, s.20

Toplum tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için “TÜFE Enflasyonu” hedeflenmektedir. Bunun yanı sıra para politikasının kontrolünde olmayan unsurları dışlayarak enflasyonun altında yatan gerçek nedenleri görebilmek amacıyla, çekirdek enflasyon görevi gören ve 2005 yılında hesaplanmaya başlanan “özel kapsamlı enflasyon göstergeleri” de TCMB tarafından takip edilmektedir. Bu doğrultuda, hedeflenen değişken 2003 temel yılı Tüketici Fiyat Endeksi’nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yılsonu enflasyon oranıdır²⁶¹.

Hedefler “nokta hedef” olarak seçilmiştir. Bunun sebebi bu tür nokta hedeflerinin kolay anlaşılabilir olması; dolayısıyla iletişim açısından avantajlı ve bekleyişleri yönlendirmede daha etkili olmasıdır. Nokta hedef yapan ülkelerin tümünde olduğu gibi, Türkiye’de de nokta hedefin etrafında bir “belirsizlik aralığı” belirlenmiştir. Bu doğrultuda hedeflenen değişken 2003 temel yılı Tüketici Fiyat Endeksi’nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yılsonu enflasyon oranıdır. 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçildiği göz önüne alındığında, üç yıllık hedef patikasının açıklanmasının, enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığını ve diğer makroiktisadi projeksiyonlarla uyumunu arttıracak aşıkârdır²⁶².

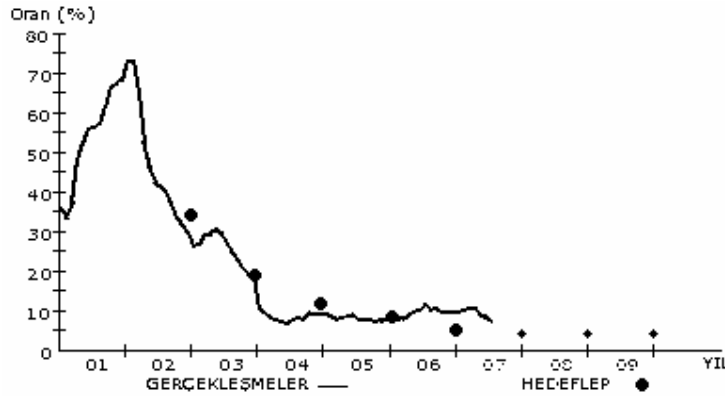
Enflasyon oranı, Tüketici Fiyat Endeksi gibi kapsamlı bir endeksle ölçüldüğünden, para politikasının denetimi dışındaki unsurlardan kaynaklanan oynaklıklar gösterebilmektedir. Petrol fiyatlarındaki gelişmeler, uluslararası likitide koşulları ile küresel risk algılamasındaki değişimler, dolaylı vergi ve kamu fiyat ayarlamaları, işlenmiş gıda fiyatlarındaki öngörülme hareketler gibi unsurlar, enflasyonda zaman zaman dalgalanmalar meydana getirebilmektedir. Bütün bu unsurlara ekonomideki veri ve model belirsizliği de eklenince, nokta hedef söz konusu olduğunda enflasyon gerçekleşmesinin hedefle bire bir aynı olması olasılığı son derece düşük olmaktadır. İşte bu nedenle, Merkez Bankası’nın enflasyonun

²⁶¹ TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, s.20.

²⁶² a.e. , s.21, TCMB **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**, s.4-5

belirlenen nokta hedeflerden en ufak sapma dahi göstermeyeceği taahhüdünü vermesi mümkün değildir. Bu bağlamda şu husus unutulmamalıdır; tüm iktisadi programlar çerçevesinde her kurum kendi üzerine düşen görevi yapmalı ve bunların arkasında da siyasi irade güçlü bir biçimde durmalıdır. Başarının en önemli sebeplerinden birisi budur. Yine ortaya hedefler konulması ve hedefler konusunda da samimi olarak gerçekçi uygulamaları yerine getirmek oldukça önemlidir. Ortaya bir hedef konup da eğer yapılan uygulamalar hedefle ilgisiz ise, bir yandan göstermelik kâğıt üzerinde iktisadi programlar ortaya konup, bir yandan farklı uygulamalar yapılıyor ise güven sağlamak mümkün değildir²⁶³. Türkiye’de de bu çerçevede enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulaması sürecinde hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları aşağıdaki Tablo ve Grafikte sunulmaktadır.

Grafik 3.1. Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları



Tablo 3.4. Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Hedef	35	20	12	8	5	4	4	4
Gerçekleşme	29.7	18.4	9.3	7.7	9.6	-	-	-

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr>. Erişim: 15.03.2007

²⁶³ Ali Babacan, “TCMB Enflasyon Hedeflemesi” Konulu Konferans Konuşması, 19.01.2006, İstanbul, s.5. , TCMB, a.g.e. , s.5–6

Enflasyon hedeflerinden sapma görülmesi bu rejimi uygulayan ülkelerde karşılaşılan bir durum olsa da, açık enflasyon hedefine başlanılan 2006 yılında hedeften ± 2 puan bandından daha fazla bir sapma olması, TCMB'yi hesap verebilirlik ilkesinin gereği olarak açıklama yapmaya mecbur tutmuştur. (Enflasyonun yükselmesine neden olan temel unsurlar, YTL'nin uluslararası likidite koşullarına bağlı olarak değer kaybetmesinin fiyatlar üzerindeki gecikmeli etkileri ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı artış eğilimidir.) Bu husus 1211 sayılı TCMB kanununda da açıkça ortaya konulmaktadır. “Başkan (Guvernör) tarafından, Banka faaliyetleri ile uygulanacak olan para politikası hakkında her yıl Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kuruluna rapor sunulur. Banka faaliyetlerine ilişkin olarak yılda iki defa TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu bilgilendirilir. Banka, para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporlar hazırlar ve kamuoyuna duyurur... Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşılamaması ya da ulaşılmama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar.”²⁶⁴.

Bu bağlamda belirlenen hedef tutturulabilir ve tutturulamaz ancak “hedef” para politikasının üzerine oturtulduğu temeldir. Konulan hedeflerin değiştirilmemesi esas olmasına rağmen, hedeflerde değişiklik, sadece ve sadece doğal afet, savaş gibi olağanüstü gelişmelere ve para politikasının denetimi dışındaki unsurlara (petrol fiyatları, uluslararası gelişmeler, kamudaki fiyat ayarlamaları vb) bağlı olarak hedeflerden sapmaların aşırı ve uzun süreli olacağının belirlenmesi halinde mümkündür. Bu tür olağandışı durumlar haricinde, hedefin değiştirilmesi Merkez Bankası'nın iktisadi birimlerle yaptığı kontratın tek başına feshedilmesi anlamına gelmektedir. Bu, hedefin değişmesi durumunda para politikasının üzerine oturtulduğu temelin yıkılması anlamına gelir. Nitekim Merkez Bankası'nın güvenilirliğinin test edildiği tek ölçüt artık enflasyon hedefidir ²⁶⁵. TCMB'de hedefi

²⁶⁴ Durmuş Yılmaz, “İktisadi Görünüm”, s.3, **4651 Sayılı Kanun, Mad:42**.

²⁶⁵ TCMB, “**Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**”, s.22; Ercan Kumcu, “Enflasyon Hedefini Değiştirmeye Kalkışmak Daha Kötü Olur”, **Hürriyet**, 25 Mayıs 2006, s.9.

değiştirmek yerine iletişim politikasının pekiştirici bir unsuru olarak kauoyuna hesap vermeyi tercih etmiştir.

Bundan dolayı TCMB, etkin, dürüst, tutarlı ve şeffaf bir iletişim politikası uygulamayı ilke edinmiştir. TCMB’ nin para politikası ile ilgili temel iletişim aracı üç ayda bir yayımlanan “Enflasyon Raporu”dur. Bu raporda enflasyon ve genel makroiktisadi gelişmeler, enflasyon öngörülleri ve öngörüllerdeki olası değişikliklerin nedenleri ile gelecekteki politika uygulamalarına ilişkin sinyaller yer almaktadır. Para Politikası Kurulu (PPK) toplantı özetleri de önemli bir diğer iletişim aracı konumundadır. Bu bağlamda Para Politikası Raporları 2005 yılı sonu itibariyle yayınlanmaktadır. Bugüne kadar benzer bir işlevi olan Enflasyon ve Görünüm Raporu, yerini ikili bir raporlama sistemine bırakmaktadır; i) Para Politikası Kurulunun hemen ardından faiz kararı ile birlikte gerekçesini özetleyen kısa metin yayınlanmakta, ii) PPK’ nın değerlendirmelerini ve enflasyonun görünümüne yönelik duruşunu özetleyen metin ise toplantı sonrası beş iş günü içinde yayınlanmaktadır²⁶⁶.

3.4. TÜRKİYE’DE HEDEFLENEN ENFLASYON’DAN SAPMALAR İLE KISA VADELİ FAİZ ORANLARI İLİŞKİSİ

Para politikası, Merkez Bankasının faiz oranlarına, döviz kuruna ve para arzına yönelik kararları yoluyla toplam talebi ve dolayısıyla da enflasyonu etkilemesini ifade eder. Türkiye’de faiz oranlarına yönelik kararlar Para Politikası Kurulu (PPK) tarafından aylık olarak belirlenmektedir.

Merkez bankaları genellikle, fiyat istikrarını sağlamada faiz oranlarını temel araç olarak kullanır. Şekil 3.1’de gösterilen aktarım mekanizması, faiz oranlarına dair alınan kararların çeşitli kanallarla enflasyonu nasıl etkilediğini göstermektedir. Buna göre Merkez Bankasının belirlediği faiz oranları bankaların ve diğer finans kuruluşlarının kendi müşterileri için belirledikleri faiz oranlarını, verdikleri kredi

²⁶⁶ TCMB, a.g.e. , s.22–23, TCMB “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, s.25–27

miktarını, hisse senedi ve bono fiyatları ile döviz kurunu ve bekleyişlerini etkilemektedir.



Şekil 3.1. Faiz Oranı Aktarım Şeması

Kaynak: TCMB, “Enflasyon Kitapçığı”, Ankara 2004, s.10.

Merkez Bankasının faiz oranında yaptığı değişiklik enflasyon üzerindeki etkisini dört kanaldan gösterir²⁶⁷;

i-Merkez bankasının faiz oranlarında yaptığı bir değişiklik, diğer banka ve finans kuruluşlarının uyguladıkları faizler üzerinde etkili olur.

ii-Piyasa faiz oranları aynı zamanda bankalardan alınan kredi miktarının ve hisse senedi, döviz gibi varlıkların fiyatlarının değişmesine yol açar.

iii-Faiz oranlarına ilişkin kararlar yurtiçi faiz oranları seviyesi ve uluslararası faiz oranları arasındaki göreceli ilişkiyi ve ülkeye gelen yabancı sermayeyi etkiler.

iv-Faiz oranlarına ilişkin kararlar aynı zamanda beklentileri, beklentiler de ileriye dönük kararları etkiler.

Bu bağlamda TCMB, temel politika enstrümanı olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarını alırken, gelecek dönem enflasyon oranındaki

²⁶⁷ TCMB, a.g.e. ,s.11.

gelişmeleri göz önünde bulundurmakta ve böylece de alınacak kararların ve beklentilerin hedeflenen enflasyon oranında şekillenmesini amaçlamaktadır.

TCMB faiz oranlarına ilişkin kararlarını alırken gelecekteki enflasyonu öngörebilmek için; enflasyon beklenti anketleri ve TCMB’ nin enflasyon tahminleri, kamu ve özel sektörün fiyatlama davranışları, döviz kurları ve ödemeler dengesi, ücretler, istihdam ve işgücü birim maliyetleri, toplam arz ve toplam talep, maliye politikası göstergeleri, parasal büyüklükler ve kredi büyüklükleri ve dış iktisadi gelişmeleri dikkate almaktadır²⁶⁸.

Bu bağlamda Merkez Bankası’nın karşılaşılan iktisadi krizlerde de kısa vadeli faiz oranları enstrümanını etkin bir biçimde kullandığını açıkça görmekteyiz;

Merkez Bankası Şubat 2001 krizi sonrası kamu bankaları ve TMSF bünyesindeki bankalardan likitide ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla 14 Milyar YTL tutarında Devler İç Borçlanma Senedi (DİBS) alması ve 2003–2005 döneminde yoğun döviz alımları sonucu oluşan likitide fazlasının 2006 yılında da devam etmesiyle, piyasada oluşan fazla likitideyi bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasasındaki YTL depo işlemleri ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı’ndaki repo işlemleri ile gecelik vadede çekmiş, böylece gecelik piyasa faiz oranları genellikle MB’nın borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşmuştur. Piyasadaki fazla likitide, temel senaryoda öngörüldüğü üzere makul seviyelerde olduğu sürece, MB’sı piyasadaki fazla likitideyi bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasası’ndaki YTL depo işlemleri ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı’ndaki repo işlemleri ile gecelik vadede çekmeye devam edecektir. Böylece gecelik piyasa faiz oranları, MB’nın borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşacak, dolayısıyla Merkez Bankası gecelik

²⁶⁸ TCMB, Para Politikası Uygulamaları Makroiktisadi Görünüm ve Bekleyişler, Ankara, Ocak 2003, s.10 (çevrimiçi) 10.08.2006 <http://www.tcmb.gov.tr>.

borçlanma faizi para politikası açısından temel faiz oranı olma niteliğini sürdürecektir²⁶⁹.

Her ne kadar MB'sı likitide yönetiminde kısa vadeli faiz oranlarını kullansa da bu noktada karşımıza iki önemli husus çıkmaktadır²⁷⁰;

İlk olarak Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin olarak aldığı kararlar, iktisadi aktivite ve enflasyon üzerindeki etkisini diğer ekonomilerde de olduğu gibi belli bir gecikme ile göstermektedir. Bu nedenle MB'sı faiz kararlarını alırken enflasyonun bugünkü seyrine değil, orta vadede izleyeceği seyre bakmakta enflasyonun orta vadedeki seyrinin hedeflerle uyumlu olmasını gözetmektedir. Ancak Türkiye gibi uzun süre yüksek ve kronik enflasyon yaşamış ülkelerde, orta vadeli bakış açısının yerleşmesi zaman almakta ve bu da enflasyonla mücadelenin önündeki en önemli engellerden birini oluşturmaktadır. Bu nedenle alınan faiz kararlarının doğru biçimde yorumlanabilmesi ve daha etkin olması bakımından orta vadeli bakış açısının ekonomideki tüm birimler tarafından anlaşılması ve benimsenmesi son derece önemlidir.

İkinci olarak, MB'sı enflasyonun orta vadedeki seyrini öngörebilmek için geniş bir veri setinden yararlanmakta, bu çerçevede orta vadeli bakış açısı ile yaptığı sayısal enflasyon tahminlerini ve buna uygun politika tepkisini üç ayda bir yayımladığı "Enflasyon Raporu" ile kamuoyuna duyurmaktadır. Ancak elde edilen her yeni veri ve gelişme bu öngörülerini ve enflasyon tahminlerini değiştirebilmektedir. Bu bağlamda yayımlanan tahminlerinde iktisadi ortamı oluşturan koşulların değişimine bağlı olarak değişebileceği unutulmamalıdır.

Bu konuda önemli olan bir diğer noktada, enflasyon hedeflemesi rejiminde Merkez Bankası'nın temel politika aracının kısa vadeli faiz oranları olduğu ne kadar açık olsa da, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde dışa bağımlılık, sermaye

²⁶⁹ TCMB, 2007 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara, 13.12.2006, s.11-12. (çevrimiçi) 20.01.2007

<http://www.tcmb.gov.tr>.

²⁷⁰ Durmuş Yılmaz, *İktisadi Görünüm*, s.4 -5

hareketlerinin serbest olması bağlamında döviz kurlarının da faiz oranları üzerindeki etkisi oldukça önemli olduğudur.

3.4.1. Koşulluluk Aracı Olma Ekseninde Taylor Kuralına Genel Bakış

Koşulluluk aracının, bir reaksiyon fonksiyonu olarak algılanabilmesi mümkündür. Bu reaksiyon fonksiyonu, politika yapıcılarına kısa vadede etkin ve geçerli bir araç olarak hizmet sunmalı ve hedeflenen enflasyon oranı doğrultusunda, hedeften bir sapma olduğu taktirde, bu sapmalara tepki vermeli ve politika tepki fonksiyonu parametrelerini içermelidir. Bu araç, ideal olarak herhangi bir politik araçtaki değişimleri/gelişimleri, enflasyondan sapmalarla ilişkilendiren basit, kolay anlaşılabilir ve etkili bir araç olmalıdır. Bu bağlamda Taylor Kuralı ve Mc Callum Kuralı bu araçlara örnek olarak verilebilir. Bu kurallar oldukça esnektir ve göreceli olarak tüm bilgiyi dikkate alarak politika yapıcılarına sunar²⁷¹.

Bu kuralların basit ve anlaşılır olması uygulamada birçok başarılı örnekler ortaya koymuştur. Bu kuralların ana noktası, anlaşıldığı üzere politika yapıcılarına ani manevra kabiliyeti sağlamalarıdır. Örneğin Taylor Kuralının, özellikle enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan Merkez Bankalarının, hedeflenen enflasyondan bir sapma söz konusu olduğunda temel politika aracı olan faiz oranlarını ne gibi bir şekilde değiştireceğine cevap vermesi bu kuralı birçok Merkez Bankasının uygulamasına yol açmıştır.

Taylor Kuralının temel mantığı, enflasyon ve üretim düzeyindeki değişimlere/sapmalara tepki olarak bir kısa dönem nominal faiz oranı seti oluşturmasıdır. Enflasyon oranının veya reel gelirin hedeflenen düzeyin üzerinde (altında) olduğu dönemlerde Merkez bankası para politikası aracı olarak faiz oranlarını arttırarak (azaltarak) enflasyon oranını ve büyümeyi uzun dönem dengesine yaklaştıracak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde gözlemlenmiştir.

²⁷¹ Mario I. Blejer, Alfredo M. Leone, Pau Rabanal and Gerd Schwartz, "Inflation Targeting in the Context of IMF-Supported Adjustment Programs", **IMF Working Paper**, March 2001, p.8–9

Eğer enflasyon oranı hedeflenen değerin veya üretim düzeyi hedeflenin altında ise, MB kısa dönem faizleri arttırarak toplam talebi kısabilir. Bu yolla enflasyon oranı veya reel üretim hedeflenen düzeylere çekilebilir.²⁷²

Netice olarak reaksiyon fonksiyonu, enflasyon ve üretimdeki çeşitli sebeplere bağlı olarak meydana gelen dalgalanmaları para politikası araçlarını kullanarak nasıl dengeye çekilebileceğini gösteren bir yapıya sahip olmalıdır.

Bhattarai; Almanya, Fransa, Japonya, İngiltere ve ABD için yapmış olduğu çalışmada bu ülkeler için Taylor kuralının varlığını yani faiz oranı kuralının işlediğini kanıtlamış ayrıca kurduğu model yardımıyla da öngöründe bulunabilmiştir²⁷³.

Kısa dönemli faiz oranlarının politika yapıcılarının karar verme sürecinde ne denli önemli olduğunu ve Türkiye’de de düşen enflasyon ve ciddi iktisadi iyileşmeler bağlamında bu kritik aracın ne kadar etkili bir biçimde kullanılmaya başlandığını önceki bölümlerde açıkça görmüş bulunmaktayız. Bu bağlamda,

Kesriyeli ve Yalçın, Taylor Kuralını Türkiye Ekonomisi’nde işlerliği açısından incelemiş, ancak incelenen dönemde (1998) Türkiye’nin yüksek ve kronik enflasyona sahip olmasından dolayı, faiz oranlarının fiyat istikrarını sağlama aracı olarak kullanılamayacağı sonucuna ulaşmışlardır²⁷⁴.

Akat 2001–2004 dönemi için yeni bir parasal kural önerisinde bulunmak amacıyla Taylor tipi Kuralı incelemiş ve nispeten daha anlamlı sonuçlara ulaşmıştır²⁷⁵.

²⁷² Çakır Yıldız, **a.g.e.**, s.157–158.

²⁷³ Keshab Bhattarai, “An Emprical Study of Interest Rate Determination Rules”, 2006, pp.1–26 (Çevrimiçi) 12.06.2006 <http://www.ecomod.org/files/papers/1431.pdf>

²⁷⁴ Mehtap Kesriyeli, Cihan Yalçın, “Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not”, (TCMB Araştırma Genel Müd. Tartışma Tebliği)No:9802, Ekim 1998,ss.1–5

²⁷⁵ A.Savaş Akat, “Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi”,s.1–19 (Çevrimiçi) 10.08.2006 Akad.bilgi.edu.tr/others/0404-kural.pdf

Yazgan ve Yılmazkuday gelişmekte olan ülke ekonomileri kapsamında, İsrail ve Türkiye’yi Taylor Kuralı uygulaması ekseninde, aylık verileri kullanarak genelleştirilmiş momentler metodu ile yaptıkları tahmin sonuçlarına göre karşılaştırmış ve her iki ülke içinde Taylor Kuralının Merkez Bankasının davranışlarını oldukça iyi açıkladığı sonucuna ulařmıřlardır²⁷⁶.

Faiz oranlarının MB’ler için bu denli önemli bir anahtar konumuna gelmesinde günümüz ekonomi aktörlerine soyut ifadelerden çok somut politikalar üretme olanağı sağlamış olmasının rolü hiç şüphesiz çok byktr²⁷⁷.

Bu bağlamda Taylor, toplam iktisadi faaliyetlerde meydana gelen dalgalanmaların derecelerini azaltmak i ve dış dengeyi sağlamak için üretim ve enflasyon açıklarına bakarak faiz oranlarının sistematik bir biçimde nasıl kararlaştırıldığını gösteren bir model kurmuřtur²⁷⁸.

Orijinali Taylor’a ait olan bu basit faiz oranı modeli üç eşitlikte gsterilebilir²⁷⁹;

İlk eşitlik mevcut üretim açığını ($Y_t - Y_t^*$) göstermek için kullanılır. Bu eşitlik t zamanında gerçekleşebilecek üretim ile t zamanında gerçekleşen üretim arasındaki farkı (retim açığı); para otoritesinin hedef faizinden bir önceki periyod da gerçekleşen faizdeki sapmanın ($i_{t-1} - i_{t-1}^*$) bir unsuru olarak ortaya koyar. Bu ilişkinin negatif olması umulur çünkü doğal olarak yüksek faiz oranlarının müşteri ve firmaların harcamalarını düşürmesi ve ekonomide de aşağıdaki gibi bir etki oluşturması beklenir;

$$Y_t - Y_t^* = -d (i_{t-1} - i_{t-1}^*) \quad d > 0 \quad (1)$$

²⁷⁶ M. Ege Yazgan, Hakan Yılmazkuday “Monetary Policy Rules in Practice: Evidence from Turkey and Israel” **Applied Financial Economics**, vol 17(1), 2007, p.1–8

²⁷⁷ Bhattacharai, **a.g.e.**, p.3

²⁷⁸ John B. Taylor “Discretion Versus Policy Rules in Practica”, 1993, p.1–23 (evrimii) 15.04.2006 <http://www.sciencedirect.com/science/article>.

²⁷⁹ Bhattacharai, **a.g.e.**, p.4–7

1 no'lu eşitlikte, Y_t gerçekleşen üretim seviyesini, Y_t^* üretim potansiyelini; i_t t periyodunda gerçekleşen faiz oranını; i_t^* ise para otoritesinin belirlediği (t döneminde) hedef faiz oranı düzeyini ifade eder.

2 no'lu eşitlik ise ekonomide fiyat seviyelerinin, iktisadi faaliyetlerin seviyesine nasıl tepki verdiğini toplam arz bağlamında göstermektedir. Bu eşitlik şu şekilde ifade edilmektedir;

$$\pi_t = \pi_t^* + c(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) \quad c > 0 \quad (2)$$

Bu eşitlikte π_t , gerçekleşen enflasyon oranını; π_t^* , hedeflenen enflasyon oranını göstermektedir. Eğer üretim, t periyodun da potansiyel üretimin üzerinde olursa emek piyasası ücretlerin artması için baskıda bulunabilir. Ücret oranlarındaki artışlarda daha yüksek fiyatlara ve dolayısıyla da daha yüksek enflasyona dönüşür (arz fazlası durumu).

Sonuç olarak 1. ve 2. eşitliklerin bileşiminden elde edilen Taylor'un basit faiz oranı kuralı, politika yapıcılarına üretim ve enflasyon oranlarının göreceli olarak hedeflenenden daha çok olması durumunda faiz oranlarının ne kadar arttığını gösterir;

$$i_t = i_t^* + a(\pi_t - \pi_t^*) + b(Y_t - Y_t^*) \quad a > ; \quad b > 0 \quad (3)$$

Bu eşitlikte i_t , t zamanındaki nominal faiz haddini; i_t^* hedef faiz oranını veya reel faiz oranını; $(Y_t - Y_t^*)$ t zamanındaki üretim açığını; $(\pi_t - \pi_t^*)$ ise enflasyon açığını ifade etmektedir.

Taylor orijinal çalışmasında b'nin büyüme tepki katsayısı olduğunu; a'nın ise Merkez Bankasının enflasyon tepki katsayısı olduğunu belirtmiş; i_t^* 'yi 2 olarak sabitleyip a ve b'ye de 0.5 değerlerini vermiştir.

Taylor Kuralı, enflasyonun hedeflenen değerinden %1 fazla olması veya üretim açığının potansiyel değerinin %1 üzerinde olması durumunda, reel faizlerin %1/2 oranında arttırılmasını öngörmektedir. Taylor Kuralının görüldüğü üzere ana

avantajı, ekonominin işleyişine yönelik karmaşık modellere karşı basit bir model önermesi ve bu önerilen modelinde politika yapıcılarına üzerine odaklandıkları anahtar araçları sunmasıdır²⁸⁰.

Taylor kuralına yöneltlen önemli bir eleştiri enflasyon hedeflemesi stratejisinde gelişmekte olan ülkelere uygulanabilirliği sorunudur. Bu sorun, Taylor kuralının kur oranlarını ihmal etmesinden ve kur oranlarının gelişmekte olan ülkelerde, uluslararası ticarete olan bağlılıktan dolayı özel bir öneme sahip olmasından kaynaklanır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi açısından bakıldığında, kur oranları ekonomiyi iki ana yoldan etkiler²⁸¹;

İlki ve en doğrudan olanı, kur oranlarının ithal malların fiyatlarını dolayısıyla da enflasyonu etkilemesidir. İkinci olarak, kur oranı dünya piyasalarındaki yerel malların rekabet gücünü, dolayısıyla da ekonomideki toplam talep seviyesini etkiler. Toplam talep de, enflasyonu etkiler.

Bu bağlamda Taylor kuralının bu eksikliğini (gelişmekte olan ülkelerde) gidermek için açık ekonomide politika kuralını tanımlamaya yönelik çalışmalardan C. Greiber ve B. Herz nominal döviz kurunu da dikkate alarak aşağıdaki modeli oluşturmuşlardır²⁸².

$$i_t = \alpha + \beta (\pi_t - \pi_t^*) + \gamma (Y_t - Y_t^*) + \delta (e_t - e_t^*) \quad (4)$$

(4) no'lu denklem, kısa dönem nominal faiz haddinin sırasıyla enflasyon, üretim ve nominal döviz kuru açıklarına bağlı olarak gerçekleştiği durumu göstermektedir. (gerçek değerlerin kendi hedef değerlerinden sapması)

²⁸⁰ L. Christopher Plantier and Dean Scrimgeour, "Estimating Taylor Rule for a New Zealand with a Time-Varying Neutral Real Rate", **Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series**, DP2002/06, May 2002, p.2-3

²⁸¹ Çakır Yıldız, **a.g.e.**, s.159

²⁸² T. Hakan Ongan, "Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği", **Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, Kırkbeşinci Seri, 2004, İstanbul, s.1-12

Gerçek değerlerden hedef değerlerin farkını ifade eden “açık” farklı şekillerde hesaplanılmaktadır. Konu ile ilgili modellerde üretim açığının ölçülmesinde bir standart söz konusu iken enflasyon açığı ve döviz kurundaki açık ele alınan dönemdeki serinin ortalaması şeklinde ifade edilebilmektedir.

3.4.2. Analizde Kullanılacak Verilerin Tanımlanması

Çalışmanın özelliği gereği başlangıç tarihi olarak, TCMB’nin enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş sürecinde hedeflenen enflasyon oranlarını beklenti anketi kapsamında resmi web sitesinde yayınlamaya başladığı tarih olan 2001 yılı Ağustos ayı seçilmiştir. Henüz 2007 yılı sonu enflasyon oranı belli olmadığından bitiş tarihi olarak da 2006 yılı sonu baz alınmıştır. Bu çerçevede analiz 2001-M8 ve 2006-M12 tarihleri arasını içeren veriler kapsamında yapılacaktır.

Çalışmada anlaşılacağı üzere aylık veriler kullanılacaktır, verilerin derlenmesinde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın resmi web sitesinde yer alan elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) ve International Financial Statistic (IFS) kaynaklı verilerden yararlanılmıştır.

IFS, nominal döviz kuru, tüketici fiyat endeksi ve faiz oranlarını Türkiye için 2000=100 temelinde hesapladığından dolayı baz yılı problemini önemli ölçüde azaltmıştır. GSYİH verilerinin derlenmesinde ise, TCMB’sinin yayınladığı aylık cari gayrisafi yurtiçi hâsıla verilerine yine aylık Tüfe’ler yardımıyla 2000=100 endeksleme işlemi yapılarak analize dâhil edilmiştir.

3.4.2.1. Potansiyel Üretim Açığının Tespiti

Çıktı açığının tespitinde değişik teknikler kullanılmaktadır. Kullanılan teknikler üç farklı temel kategoride ele alınabilmektedir²⁸³;

²⁸³ T. Hakan Ongan, **a.g.e.**, s.5

Birinci grupta gayrisafi yurtiçi hâsıla (GSYİH) verilerinden yararlanılarak potansiyel çıktı verilerine ulaşılmaktadır. Bu grupta yer alan uygulamalardan en yaygın olanları lineer zaman trendi ve Hodrick Prescott (HP) gibi filtreleme yöntemleridir.

İkinci grupta yer alan yaklaşımda ise iktisat teorisinden yararlanılmaktadır. Potansiyel çıktının ve dolayısıyla üretim açığının oluşturulmasında bu yaklaşımın en bilinen özelliklerinden birisi Cob- Douglas üretim fonksiyonudur.

Son grupta yer alan karma yaklaşımda ise genellikle ekonominin arz yönünü ve iş çevrimleri ile ilgili teoriler birlikte ele alınmaktadır. Yapısal vektör otoregrasyon modelleri Beveridge-Nelson yöntemi ve Cochrane yöntemi en çok kullanılan tekniklerdendir.

Bu çalışmada ise çıktı açığının belirlenilmesine yönelik olarak Hodrick Prescott filtreleme yöntemi kullanılacaktır.

HP filtresi; belirli bir serinin kısa dönem dalgalanmalarını artırarak doğrusal olmayan bir büyüme trendi oluşturma fonksiyonunu yerine getirmektedir. İki taraflı doğrusal bir filtre olan HP filtresi ana seri olan “y”nin içinden yumuşatılmış bir “s” trendini tahmin etme işlevini yerine getirmektedir. Bu süreçte bir taraftan “y”nin “s” etrafındaki varyansı minimize edilirken diğer taraftan aşırı büyüklükteki şokların etkilerini ortadan kaldırmaya yönelik bir ceza parametresi kısıt olarak kullanılmaktadır. HP filtresi aşağıdaki formülle ifade edilebilir²⁸⁴.

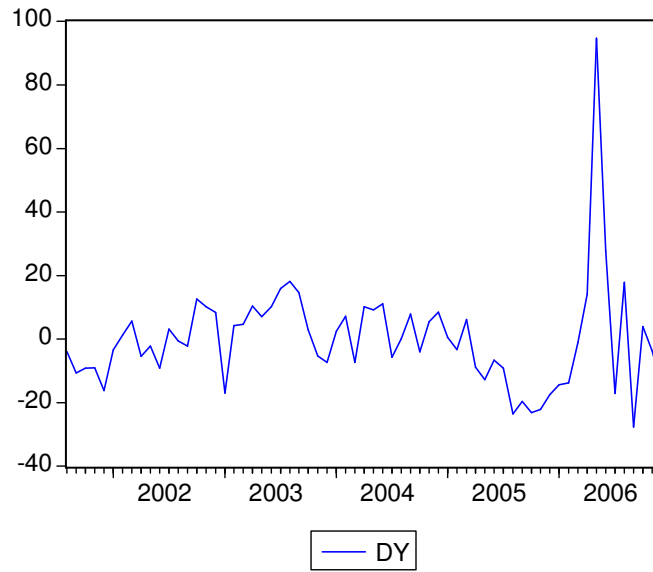
$$\sum_{t=1}^T (Y_t - S_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T+1} ((S_{t+1} - S_t) - (S_t - S_{t-1}))^2$$

Trendin aşırı ve kısa vadeli dalgalanmalardan arındırılmasını sağlayan ve ceza parametresi olarak tanımlanan “λ” ne kadar büyükse, trendde o kadar

²⁸⁴ T. Hakan Ongan, “Farklı Potansiyel Üretim ve Üretim Açığı Hesaplamaları ve Bir Uygulama”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, 2004, 54/2, s.37

“yumuşak” olur ve “ λ ” değeri sonsuza yaklaştıkça trend de doğrusal bir trende doğru yaklaşır.

HP trendi hesaplanırken “ λ ” değerinin ne olacağı ile ilgili kesin bir kural söz konusu değildir. Uygulanan yöntemde incelenen iktisadi seriler bağlı oldukları iktisadi kanunlar dikkate alınmadan bir istatistiksel analize tabi tutuldukları için, iktisadi dalgalanmalar trend de değil serinin çevrimsel bileşiminde sergilenir. Buna mukabil, Hodrick ve Prescott en uygun “ λ ” değerleri olarak yıllık veriler için $\lambda=100$, üç aylık veriler kullanılıyorsa $\lambda=1600$ ve aylık seriler içinde $\lambda=14400$ ’ü önermişlerdir.



Şekil 3.2. Üretim Açığı

Bu çalışmada GSYİH serisine, uzun dönem trendden ayırt edici olarak Eviews 5.0 paket programında sunulan HP filtresi uygulanmıştır. 2001-M8 ve 2006-M12 arası dönemini kapsayan mevsimsel düzeltmesi yapılmış GSYİH verilerine HP filtresinin uygulanması sonucu Türkiye için üretim açıkları (output gap) yukarıdaki (Şekil 3.2.) gibi şekillenmiştir.

3.4.2.2. Döviz Kuru, Faiz Oranları ve Fiyat Endeksi Seçimi

Önceki bölümlerde incelendiği üzere Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesi rejiminde temel aldığı endeks TÜFE'dir. Bu nedenle çalışma kapsamında da fiyatlar genel düzeyini ifade etmek üzere tüketici fiyat endeksi verileri kullanılacaktır. Döviz kuru olarak ise 1 ABD Dolarının YTL olarak karşılığını gösteren nominal döviz kuru değerleri kullanılmıştır. Nominal döviz kurlarındaki bir artış YTL' nin değer kaybını ifade edeceğinden negatif işaretli olması beklenir. Para politikası aracı olarak ise Merkez Bankasının gecelik borç verme faiz oranı ekseninde oluşan ağırlıklandırılmış mevduat faiz oranları kullanılmaktadır. Enflasyon beklentileri (hedefleri) olarak da MB'sının aylık olarak yayınladığı verilerden yararlanılacaktır.

Analizde, mevduat faiz oranları OF, üretim açığı DY, enflasyon açığı DP ve nominal döviz kuru açığı EDK olarak ifade edilecektir.

Ayrıca analizde kullanılacak verilerin regresyon parametreleri üzerinde bir istikrarsızlığa neden olup olmayacağı Cusum ve Cusum-Q testleri aracılığıyla incelenecektir.

3.4.3. Birim Kök Kavramı

Gözlenen veri setinden yararlanılarak serinin tahmin edilmesi stokastik bir süreçle gerçekleşmektedir. Böylelikle, geliştirilen bir zaman serisi modelinden yararlanılarak ulaşılan stokastik sürecin zamana bağlı olarak değişip değişmediğinin bilinmesi gerekmektedir. Eğer stokastik sürecin niteliği zaman boyunca aynı kalmayıp değişiklik gösteriyorsa; yani seri durağan değilse serinin geçmiş ve gelecek yapısını basit bir cebirsel modelle ifade etmek imkansızlaşmaktadır²⁸⁵. Bir zaman serisinin birim kök (unit root) taşıması o zaman serisinin durağan olmadığını göstermektedir. Granger ve Newbold, durağan olmayan zaman serileriyle çalışılması halinde değişkenler arasında sahte regresyon problemiyle karşılaşılabilceğini

²⁸⁵ Aziz Kutlar, **Uygulamalı Ekonometri**, 2.Baskı, İstanbul, 2005, Nobel Yay. Dağ., s.251-252

göstermişlerdir²⁸⁶. Bu nedenle zaman serilerinin kullanıldığı çalışmalara bu serilerin durağanlığı araştırılarak başlanılmaktadır. Bir zaman serisinin, ortalaması ve varyansı zaman içinde değişmiyor ve iki dönem arasındaki kovaryansı bu kovaryansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı ise bu zaman serisi durağandır. Durağan olmayan zaman serileriyle yapılan analizler ise sadece bu seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi varsa gerçek ilişkiyi yansıtabilmektedir²⁸⁷. Bu bağlamda durağan bir zaman serisinde , ard arda gelen iki gözlem değeri arasındaki fark, zamanın kendisinden kaynaklanmamakta, yalnızca zaman aralığından kaynaklanmaktadır. Durağan bir zaman serisinde bu ilişkinin doğal sonucu serinin ortalamasının zamanla değişmeyeceğidir.²⁸⁸

Ancak makroiktisadi zaman serilerinin genellikle veriyi ortaya çıkaran stokastik sürecin birim kökü ile karakterize edildiği, dolayısıyla durağan olmadıkları bilinmektedir. Regresyon, nedensellik ve koentegrasyon analizleri sonuçlarının güvenilir olması açısından ise verilerin durağan olması önemlidir²⁸⁹.

Bu çalışmada kullanılan serilerin durağanlık düzeylerine ait özellikleri, Genelleştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri ile gecikme uzunlukları da AIC (Akaike Information Criterion) kriterleri ile belirlenecektir.

3.4.4. Eşbütünleşme Analizi: Sınır Testi (Bounds Test) Yaklaşımı

Birim kök içeren seriler ile yapılan analizlerde sahte regresyon sorunuyla karşılaşıldığından bu soruna çözüm bulmak için çeşitli yöntemler önerilmiştir. Bunlardan biri serilerin farklarının alınıp regresyona sokulmasıdır. Ancak bu durumda da yeni bir sorunla karşılaşılmaktadır. Bu yöntem uzun dönem dengesi için

²⁸⁶ C.W.J. Granger, P.Newbold, “Spurious Regressions in Econometrics”, **Journal of Econometrics**, 2(2), p.111–120

²⁸⁷ Damador N. Gujurati, “**Temel Ekonometri**”, (Çev: Ü. Şenese, G.G. Şenese), Literatür yayınları, İstanbul, 1999, s.713–726

²⁸⁸ Kutlar, a.g.e., s.252

²⁸⁹ Tekin Akgeyik, Nilgün Çil Yavuz, “Türkiye’de Asgari Ücret, Milli Gelir ve İşsizlik İlişkisi (Ekonometrik Bir Analiz)”, **Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 49. seri, 2006, s.6

önemli olan bilgilerin kaybedilmesine yol açmaktadır. Çünkü değişkenlerin birinci farkları kullanıldığında, bu değişkenler arasındaki olması muhtemel uzun dönemli ilişkiyi görme olasılığı kalkmaktadır. Bu, eşbütünleşme (koentegrasyon) analizinin çıkış noktası olmuştur²⁹⁰.

Eşbütünleşme kavramı ekonomide uzun dönem denge ilişkisinin varlığının saptanmasında ve test edilmesinde kullanılmaktadır. Bu kavram örnek bir model üzerinde basit olarak açıklanacak olursa²⁹¹;

$$Y_t = \alpha + \beta X_t + u_t$$

$$u_t = Y_t - \alpha - \beta X_t \quad (5)$$

Modelde yer alan Y_t ve X_t serileri durağan olmadıkları zaman bu seriler ile yapılan analiz değişkenler arasında sahte regresyon sonucunu ortaya çıkarmakta ve bu durumda t ve F istatistiklerinin sonuçları güvenilirliğini yitirmektedir. Bu kavramla ilgili olarak dört önemli nokta karşımıza çıkmaktadır;

i) Koentegrasyon durağan olmayan değişkenlerin doğrusal kombinasyonu ile ilgilenmektedir.

ii) Bütün değişkenler aynı mertebeden entegre olmalıdır. Bu koşul aynı mertebeden entegre olan bütün değişkenlerin koentegre olacakları anlamına gelmemektedir.

iii) Koentegrasyonu gerçekleştiren vektör sayısı modelde yer alan değişkenlerin sayısının bir eksiği ($n-1$) ile belirlenmektedir. (5) no'lu denklemde Y_t ve X_t gibi iki değişken mevcut olduğu için en fazla bir tane Koentegrasyonu gerçekleştiren vektör bulunmaktadır.

²⁹⁰ E. Karagöl, E. Erbaykal, H. Murat Ertuğrul, "Türkiye'de İktisadi Büyüme ile Elektrik Tüketimi İlişkisi; Sınır Testi Yaklaşımı", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 8 (1), 2007, s.72–80

²⁹¹ Özlem Göktaş, "Teorik ve Uygulamalı Zaman Serileri Analizi", İstanbul, Beşir Kitapevi, 2005, s.113–115

iv) Literatürde koentegrasyon ile ilgili çalışmaların büyük bir kısmı değişkenlerin tek bir birim kök içerdiği varsayımına dayanmaktadır.

Koentegrasyon (eşbütünleşme) analizine yönelik en çok bilinen yaklaşımlar Engle ve Granger²⁹² ve Johansen-Juselieus²⁹³ tarafından geliştirilen analizlerdir.

Birbirlerine göre avantajlı yönleri olmasına rağmen, bu yöntemleri kullanarak koentegrasyon analizlerinin yapılabilmesi için, analize katılan tüm zaman serilerinin düzey seviyede durağan olmaları veya aynı derecede farkları alındığında durağanlaşmaları gerekmektedir. Bu bağlamda eğer ilgili çalışmada serilerden bir veya daha fazlası düzey halinde durağan yani $I(0)$ ise bu yöntemler ile seriler arasında eşbütünleşme ilişkisini araştırmak imkânsız hale gelmektedir.

Mah²⁹⁴ hata düzeltme modelinin (HDM); Johansen ve Johansen -Juselieus yöntemlerinde, sınırlı bir döneme dayalı verilerle yapılan çalışmalar için güvenilir olmadığını belirtmekte, Kremers vd.²⁹⁵ de sınırlı bir döneme ait zaman serisi verileri ile yapılan analizlerde birinci mertebeden durağan olan seriler arasında koentegrasyon ilişkisinin varlığından söz edilemeyeceğini söylemektedir.

Ancak Peseran-Shin ve Smith²⁹⁶ tarafından oldukça yeni sayılabilecek bir zamanda geliştirilen Sınır Testi (Bounds Test) yaklaşımı bu sorunu ortadan kaldırmaktadır. Diğer yandan Narayan ve Narayan'ın²⁹⁷ yapmış olduğu çalışmalar Sınır Testi yaklaşımının az sayıdaki gözlemle yapılan verilerle de sağlıklı sonuçlar verdiğini göstermiştir. Halıcıoğlu ise Peseran vd. tarafından geliştirilen yaklaşımın,

²⁹² Engle R.F. & Granger C.V.J. "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", **Econometrica**, Vol.55, p.251-276

²⁹³ Johansen S. & Juselius K., "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Application to the Demand for Money" **Oxford Bulletin of Economic and Statistics**, Vol.52, p.169-210

²⁹⁴ Mah, Jai S. "An Empirical Examination Of The Disaggregated Import Demand Of Korea -The Case Of Information Technology Products" **Journal of Asian Economics**, 2000, p.237-244

²⁹⁵ Kremers J.J.M., Ericsson M.L., Dolado J., "The Power of Cointegration Tests", **Oxford Bulletin of Economic and Statistics**, Vol.54, 1992, p.325-348

²⁹⁶ Peseran M. Hashem, Shin Youngcheol, Smith Richard J., "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Long Run Relationships", **Journal of Applied Econometrics**, Vol.16, p.289-326

²⁹⁷ Narayan S., Narayan P. K., "Determinants of Demand of Fiji's Exports: An Empirical Investigation", **The Developing Economics**, XVII-1, 2004, p.95-112

diğer koentegrasyon uygulamalarına göre bazı üstünlükleri olduğunu vurgulamaktadır. Bu üstünlüklerden bazıları, şu şekilde ifade edilebilir²⁹⁸;

i) İçsellik problemi ve uzun dönem katsayıları üzerindeki hipotezleri test edebilme yeteneği açısından Engle-Granger prosedüründen daha üstündür,

ii) Modelin kısa ve uzun dönem parametreleri eşanlı olarak tahmin edilebilmektedir,

Diğer taraftan Akgeyik ve Çil Yavuz eşbütünleşme analizi için Bounds testi yaklaşımının üç önemli avantajından söz etmekte ve bunları şöyle sıralamaktadırlar²⁹⁹;

i) Bounds testi, **değişkenlerin durağanlık özelliğini dikkate almaksızın** uygulanabilmektedir. Özellikle değişkenlerin durağanlık özellikleri hakkında kesin bilginin olmadığı durumlarda, bu yöntem uygulamalarda yaygın olarak kullanılan iki aşamalı Engle-Granger ve Johansen-Juselieus Koentegrasyon testlerine göre daha cazip hale gelmektedir.

ii) Monte-Carlo simülasyonları **küçük örnekler için** Bounds testinin iki aşamalı Engle-Granger ve Johansen-Juselieus testlerinden **daha iyi sonuç** verdiğini göstermiştir.

iii) Bounds testinin uygulaması otoregresif dağıtılmış gecikmeler (ARDL) modeline dayanmaktadır. Böylece değişkenlerin **endojenlik problemi dikkate alınmaktadır**.

Bu bağlamda, Türkiye’de sınırlı gözleme sahip olan enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanılması süreci değişkenlerinde aynı dereceden durağan olmamalarından hareketle, Taylor Kuralını meydana getiren

²⁹⁸ F. Halicioğlu, “ An ARDL Model of International Tourist Flows to Turkey”, **Global Business and Economic Review**, 2004 Anthology, p.614-624

²⁹⁹ Akgeyik, Çil Yavuz, **a.g.e.** , s.7.

değişkenlerin eşbütünleşme analizi; UECM'ye (Kısıtsız Hata Düzeltme Modeli) dayalı olan Peseran vd. lerinin geliştirdiği “Sınır Testi” yaklaşımı ile tahmin edilmesiyle, farklı bir model ve daha sağlam bir tahmin yöntemiyle değerlendirilmiş olacaktır.

3.4.4.1. Yapısal Ekonometrik Modelin Tespiti

Bu çalışmada Taylor'un kısa dönemli nominal faiz oranlarının, üretim açığı ve enflasyon açığı bağlamında belirlendiği tek denklemlili modeli kullanılacaktır. Bu denklemin Taylor'un kendisinin de geliştirmekte olan ülkelere tavsiye ettiği nominal döviz kurlarının da modele dahil edilmiş biçimi aşağıdaki gibidir;

$$OF = \alpha + \beta(P_t - P_t^*) + \gamma(Y_t - Y_t^*) + \delta(EDK_t - EDK_t^*)$$

$$OF = \alpha + \beta(DP) + \gamma(DY) + \delta(EDK) \quad (1)$$

Bounds testinde aralarında uzun dönem ilişkisi aranan değişkenler,

$$z_t = \mu + \gamma t + \sum_{i=1}^p \phi_i Z_{t-i} + \varepsilon_t \quad t = 1, 2, 3, \dots \quad (2)$$

vektöründe yer almakta ve $z_t = [Y_t, X_t]'$ şeklinde ifade edilmektedir. Burada Y_t bağımlı değişken, X_t ise açıklayıcı (bağımsız) değişkenler vektörü k -'dir. X_t ve Y_t serileri $I(0)$ veya $I(1)$ olabilir³⁰⁰.

Bu çalışmada $z_t = [OF, X_t]' = [OF, DP, DY, EDK]'$; μ sabit terim vektörü ve $\mu = [\mu_y, \mu_x]'$; t lineer trend, $\gamma = [\gamma_y, \gamma_x]'$ ve ϕ_i ise i -nin gecikmeli değerleri için VAR parametrelerinin matrisidir. Vektör hata terimleri (vector error terms);

$$\varepsilon_t = [\varepsilon_{yt}, \varepsilon_{xt}]' \sim N(0, \Omega), \quad \Omega \text{ ise pozitif olarak tanımlanmaktadır.}$$

Hata terimi (ε_t) varyans matrisi (Ω) ise aşağıdaki şekilde gösterilmektedir;

³⁰⁰ Peseran M.Hashem, Shin Youngcheol, Smith Richard J, **a.g.e.**, p.291–295

$$\Omega = \begin{vmatrix} \omega_{yy} & \omega_{yx} \\ \omega_{yx} & \omega_{xx} \end{vmatrix}$$

Burada verilen ε_{yt} , ε_{xt} 'nin şartlı terimleri bağlamında,

$$\varepsilon_{yt} = \omega_{yx} \omega_{xx}^{-1} \varepsilon_{xt} + u_t \quad (3)$$

şeklinde ifade edilebilir.

$u_t \approx N(0, \omega_{uu})$, $\omega_{uu} = \omega_{yy} - \omega_{yx} \omega_{xx}^{-1} \omega_{xy}$ ve u_t ε_{xt} 'den bağımsızdır.

(3) no'lu eşitlik kullanılarak Var (p), vektör hata düzeltme modeli formunda (VECM) aşağıdaki şekilde yazılır,

$$\Delta z_t = a_0 + a_1 t + \Pi z_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta z_{t-i} + \varepsilon_t \quad t = 1, 2, \dots \quad (4)$$

Bu eşitlikte fark operatörü $\Delta = 1-L$ ve L 'de gecikme operatörüdür. Γ ve Π ise sırasıyla, kısa dönem karakteristik matrisi ve uzun dönem çarpım matrisleridir ve aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$\Gamma_i = \begin{vmatrix} r_{yy} & r_{yx} \\ r_{xy} & r_{xx} \end{vmatrix} = - \sum_{j=i+1}^p \phi_j$$

$$\Pi = \begin{vmatrix} \pi_{yy} & \pi_{yx} \\ \pi_{xy} & \pi_{xx} \end{vmatrix} = -(I - \sum_{i=1}^p \phi_i)$$

Yukarıda I , 2×2 'lik birim matrisi ve ϕ_i 'de vektör otoregresyon parametrelerinin bir matrisidir. Bu matrisin (Π) köşegen elemanları soldan kısıtsızdır. Bu durum π_{xy} veya π_{yy} herhangi birinin $I(0)$ olmasına imkân sağlamaktadır.

Böylece bu teknik, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını test etmeye imkân vermektedir.

Eşbütünleşme analizi için, Sınır Testi uygulamasında Y_t bağımsız değişkeni ile diğer açıklayıcı (X_t) değişkenler arasındaki ilişki (2) eşitlikte verilen model

temelinde aşağıdaki gibi kısıtsız hata düzeltme (UECM) modeli çerçevesinde kurulmaktadır;

$$\Delta Y_t = c_0 + c_1 t + \pi_{yy} Y_{t-1} + \pi_{yx.x} X_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \psi_i' \Delta Z_{t-i} + \omega' \Delta X_t + u_t \quad (5)$$

($c_0 \neq 0$ ve $c_1 \neq 0$ 'dır. Bununla birlikte deterministik trend kısıtı $c_1 = -(\pi_{yy}, \pi_{yx.x})\gamma$ önemsizdir.)

(5) no'lu eşitlikte π_{yy} ve $\pi_{yx.x}$ uzun dönem çarpanlardır. c_0 otonom parametre ve t trend değişkenidir. Δ_{xt} ve Δ_{yt} gecikmeli değerleri kısa dönem dinamik yapıyı göstermek için kullanılır. u_t 'de otokorelasyonsuz hata terimidir. Otoresif dağıtılmış gecikmeler (ARDL) modeline dayanan denklem (5), sıradan en küçük kareler yöntemine göre tahmin edilmektedir. Sınır Testi yaklaşımı ile Y_t ve X_t arasında düzey ilişkisinin varlığının testi için, bu değişkenler arasında koentegrasyon ilişkisinin olmadığı temel hipotezi altında F-testi (Wald test) kullanılmaktadır. Temel ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibidir;

$$H_0; \pi_{yy} = 0, \pi_{yx.x} = 0'$$

$$H_1; \pi_{yy} \neq 0, \pi_{yx.x} \neq 0' \text{ veya } \pi_{yy} \neq 0, \pi_{yx.x} = 0' \text{ ya da } \pi_{yy} = 0, \pi_{yx.x} \neq 0'$$

Peseran vd. değişkenlerin $I(1)$ ve $I(0)$ oldukları varsayımı ile alt ve üst kritik değerleri hesaplamışlardır. 1000 örnek kullanarak hesaplanan bu kritik değerler stokastik bir simülasyonun 40000 defa tekrarına dayanmaktadır. Normal standart dağılımlı olmayan F- istatistiğinin değeri; i) ARDL modelinde otonom parametre ve/veya trend değişkeninin olup olmadığına ii) Bağımsız değişkenler vektöründeki (x_t) değişken sayısına ve iii) ARDL modelindeki değişkenlerin $I(0)$ veya $I(1)$ oluşlarına bağlıdır.³⁰¹ Ayrıca Peseran vd. F- istatistiğinden başka t- istatistiğinin de

³⁰¹ Nilgün Çil Yavuz, Burak Güriş, "An Aggregate Import Demand Function For Turkey: The Bounds Testing Approach", **METU Studies in Development**, 33(December), 2006, p.311-325

koentegrasyon analizinde kullanılabileceğini göstermişler ve F- istatistiğinde olduğu gibi benzer şekilde t- istatistiği içinde kritik değerler hesaplamışlardır³⁰².

Bu çalışmada kullanılan OF, DP, DY ve EDK değişkenleri arasında uzun dönem ilişkisinin varlığının Sınır (Bounds) Testi ile araştırılabilmesi için aşağıdaki Kısıtlanmamış Hata Düzeltme Modeli (UECM)'nin tahmin edilmesi gerekmektedir. Taylor'un (1) no'lu nominal döviz kurlarında modele dahil edilmiş koşulluluk aracı kuralı (5) no'lu denklem yardımıyla UECM modeline şu şekilde çevrilmektedir;

$$\Delta OF_t = a_0 + \sum_{i=1}^n a_{1i} \Delta OF_{t-i} + \sum_{i=0}^n a_{2i} \Delta DY_{t-i} + \sum_{i=0}^n a_{3i} \Delta DP_{t-i} + \sum_{i=0}^n a_{4i} \Delta EDK_{t-i} + a_5 OF_{t-1} + a_6 DY_{t-1} + a_7 DP_{t-1} + a_8 EDK_{t-1} + a_9 t_r + e_t \quad (6)$$

Burada **t** dönemi, ΔOF_t , ΔDY_t , ΔDP_t ve ΔEDK_t sırasıyla mevduat faiz oranı, üretim açığı, enflasyon açığı ve nominal döviz kuru açıklarına ait serilerin ilk farklarını, t_r trend terimini ve e_t serisel ilişkiye sahip olmayan hata terimini göstermektedir.

(1) nolu denklem (6) nolu denklemdeki şekilde UECM'ye dönüştürüldükten sonra, iki değişken arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığını temsil eden sıfır hipotezinin **F testi ve/veya t testi** yardımı ile sınanmasına geçilir. Bu süreçte kullanılan F ve t istatistiklerinin asimptotik dağılımı, incelenen seriler arasındaki bütünleşme derecesini hesaba katmadan eşbütünleşme ilişkisi olmadığını temsil eden sıfır hipotezi altında; sırası ile standart F ve t dağılımlarına uymamaktadır. Bu nedenle, Peseran vd., çeşitli anlamlılık seviyeleri için alt ve üst sınır değerlerinden oluşan kritik değerler seti türetmişlerdir. **Alt sınır değeri, değişkenlerin tamamının I(0) ; üst sınır değeri ise, değişkenlerin tamamının I(1) olduğunu varsaymaktadır.** Hesaplanan test istatistiği, üst sınır kritik değerinden büyükse; incelenen değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığını temsil eden sıfır hipotezi reddedilmektedir. Hesaplanan test istatistiği, alt sınır kritik değerinden küçükse; bu defa incelenen değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığını

³⁰² Peseran M.Hashem, Shin Youngcheol, Smith Richard J, **a.g.e.** ,303–304

temsil eden sıfır hipotezi kabul edilmektedir. Son olarak, hesaplanan test istatistiği, sınır kritik değerlerinin arasına düşerse; değişkenlerin karşılıklı bütünleşme derecelerinin göz önüne alınması gerekmektedir. Diğer bir deyişle, eşbütünleşme ile ilgili olarak bir karar verilememektedir. Burada önemle vurgulanması gereken husus, tablo kritik değerleri türetilirken, incelenen değişkenlerin Peseran vd. tarafından **I(0) - I(1) aralığında durağan olduklarının varsayılmasıdır**. İncelenen değişkenler arasında daha yüksek bir seviyede durağan olanın mevcut olması, Sınır Testi'ne başvurmaya engel olmasa da; bu durumda kritik değerlerin yeni duruma uygun şekilde yeniden türetilmesi gerekmektedir.³⁰³

Test aşağıdaki şekilde uygulanılmaktadır; (6) no'lu denklem, en küçük kareler yöntemiyle (EKK) önce **trendli ve trendsiz** olarak iki defa tahmin edilmektedir. Sıfır hipotezi, tüm sınamalarda incelenen seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmadığını ifade etmektedir. Sabitli-trendli modele ilişkin sınamalardan birincisi, (6) nolu regresyon denklemindeki trend terimine ait katsayı ile değişkenlerin gecikmeli seviye değerlerine ait katsayıların, **F testi** yardımı ile ($H_0 : a_5 = a_6 = a_7 = a_8 = a_9 = 0$) hipotezi altında eşanlı olarak sıfıra karşı test edilmesine dayanmaktadır. İkincisi, (6) nolu regresyon denklemindeki değişkenlerin gecikmeli seviye değerlerine ait katsayıların, yine **F testi** yardımı ile ($H_0 : a_5 = a_6 = a_7 = a_8 = 0$) hipotezi altında eşanlı olarak sıfıra karşı test edilmesine; ve nihayet üçüncüsü de, (6) nolu regresyon denklemindeki **a_5 katsayısının (gecikmeli bağımsız değişken katsayısının), t testi** yardımı ile ($H_0 : a_5 = 0$) hipotezi altında sıfıra karşı test edilmesine dayanmaktadır. Modelde sabit ve trend terimlerine yer verilmediyse; son iki sınama kullanılmaktadır. Modelde yalnızca sabit terime yer verildiyse; (6) nolu regresyon denklemindeki değişkenlerin gecikmeli seviye değerlerine ait katsayıların, **F testi** yardımı ile ($H_0 : a_5 = a_6 = a_7 = a_8$) hipotezi altında eşanlı olarak sıfıra karşı test edilmesi ve **a_5 katsayısının (gecikmeli bağımsız değişken katsayısının), t testi** yardımı ile ($H_0 : a_5 = 0$) hipotezi altında sıfıra karşı test edilmesi vasıtalarıyla test

³⁰³ Rahmi Yamak, Abdurrahman Korkmaz, “Türk Cari İşlemler Açığı Sürdürülebilir mi? Ekonometrik Bir yaklaşım”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 60, 2007, s.24

istatistikleri elde edilebilmektedir. **Uzun ve kısa dönem esneklikler** de, Sınır Testi yardımı ile hesaplanabilmektedir. Burada kullanılan modelin **doğrusal olması nedeniyle** uzun dönem esneklikler tahmin edilen UECM modelindeki gecikmeli değişken katsayılarının ortalamalar ile çarpımıyla bulunmakta; kısa dönem içinse, UECM'deki açıklayıcı değişkenlerin cari dönem katsayılarının yine ortalamalar ile çarpımından yararlanılmaktadır³⁰⁴.

3.4.4.2. Ampirik Bulgular

Bu alt bölümde (6) no'lu eşitliğe göre tahmin edilmiş Kısıtlanmamış Hata Düzeltme Modeli (UECM)'nin sonuçları sunulacaktır. International Financial Statistic (IFS) ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sistemi (EVDS)'nin (2000=100) endeksli verilerine göre 2001-M8 ve 2006-M12 arası zaman serisi verileri kullanılarak yapılan bu modellerin tahmininde ilk önce Birim Kök testlerinin sonuçlarına yer verilecektir. Bu bağlamda tablo 3.5'de Birim Kök testlerinin sonuçları yer almaktadır;

Tablo 3.5. ADF ve PP Birim Kök Testlerinin Sonuçları

<i>Değişkenler</i>	ADF Testi		PP Testi	
	Düzye Hali	Birinci Fark	Düzye Hali	Birinci Fark
	I(0)	I (1)	I (0)	I(1)
OF	-1.42	-3.63**	-0.82	-5.58***
DP	-6.58***	-4.70***	-6.57***	-29.34***
DY	-5.21***	-5.83***	-5.25***	-14.53***
EDK	-3.19*	-4.91***	-3.39*	-7.96***
Anlamlılık Düzeyleri	Kritik Değerler			
% 1	-4.10	-4.14	-4.10	-4.11
% 5	-3.48	-3.49	-3.48	-3.48
% 10	-3.16	-3.17	-3.16	-3.16

* %10 da, ** %5 de, *** %1 de anlamlılıkları gösterir.

³⁰⁴ D.N.Gujarati, **a.g.e.**, s.165-178 [$\beta \cdot (x_{ort} / y_{ort})$] 'dan yararlanılmaktadır.[Örn: DDP.(DP_{ort} / OF_{ort}) enflasyon açığına ait kısa dönem esnekliğin bulunmasında kullanılmakta, uzun dönem esneklik içinse DP(-1).(DP_{ort} / OF_{ort}) formülleri kullanılmaktadır.] , Ayrıca Bknz., Mustafa Sevüktekin, **Ekonometrik Model Kurma Teknikleri**, 1.Bs., İstanbul, 2000, Livane Yay., s.92.-103

Bu sonuçlardan anlaşılaçağı üzere (Tablo 3.5) nominal faiz oranları serisi hariç analize giren tüm seriler düzeyde durağan yani $I(0)$ 'dır. Nominal faiz oranları serisi ise ancak birinci farkı alındığında $I(1)$ 'de durağanlaşmıştır. **Seriler düzey veya birinci farkları alındığında durağanlaştığından dolayı kritik değerlerin yeniden türetilmesi gerekmemektedir.** Bundan sonraki aşama Taylor Kuralını oluşturan değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını araştırmak olacaktır. Birim Kök testleri, seriler arasında ortak bir bütünleşme derecesi olduğu yolunda sonuçlar türetmediği için; Engle-Granger ve Johansen gibi geleneksel eşbütünleşme testlerine başvurulamayacaktır. Ancak daha önce belirtildiği gibi, Peseran vd. tarafından geliştirilen Sınır Testi yaklaşımı, eşbütünleşme için serilerin birim kök içermesini şart koşmamaktadır. Alternatif Sınır Testi spesifikasyonları için gerekli optimal gecikme uzunlukları, Akaike (AIC) ve Schwartz (SCH) bilgi kriterleri yardımı ile tespit edilmiştir. Uygun gecikme sayısını (n) ve deterministik bir doğrusal trende ihtiyaç olup olmadığını belirlemek için (6) no'lu UECM modeli EKK yöntemiyle iki defa tahmin edilmektedir. İlk yapılan tahmin $n = 1,2,3,...,8$ gecikmeleri için modele doğrusal bir zaman trendi dahil edilerek, ikinci tahminde aynı gecikmeler için trendsiz olarak yapılmaktadır. Gözlem sayısı az olduğu için en çok $n = 8$ gecikme değeri kullanılabilmiştir. Bütün regresyon modelleri 2001M8-2006M12 arasını kapsamaktadır. Aşağıda tablo 3.6.'da sırasıyla Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Kriteri (SCH) ve Lagrange Çarpanı (LM) değerleri gösterilmektedir;

Tablo 3.6. UECM Modeline Ait Uygun Gecikme Sayısının Seçimi İçin İstatistikler

n	Trendli Model				Trendsiz Model			
	AIC	SCH	LM (1)	LM (8)	AIC	SCH	LM (1)	LM (8)
1	3.17	3.61	0.11	0.43	3.14	3.54	0.12	0.64
2	3.14	3.73	0.34	0.91	3.12	3.67	0.45	0.94
3	3.21	3.94	0.39	0.97	3.20	3.89	0.26	0.92
4	3.03	3.90	0.09	0.38	2.99	3.83	0.12	0.48
5	3.04	4.07	0.02	0.38	3.01	4.00	0.03	0.52
6	2.95	4.12	0.29	0.67	2.96	4.10	0.68	0.99
7	2.89	4.21	0.18	0.35	2.98	4.27	0.19	0.82
8	2.10	3.58	0.46	0.83	2.09	3.54	0.40	0.88

Not : n (6) no'lu modelin gecikme değerlerini göstermektedir. LM değerleri artıkların seri korelasyon testinden elde edilen LM istatistikleridir.

Tablo 3.6.'dan elde edilen bulgulara göre (AIC ve SCI değerleri bağlamında), hem **trendli** hemde **trendsiz** modeller için en uygun gecikme uzunluğu $n = 8$ 'dir. Yani gecikme sayısı "8" olan model seçilmelidir. Seçilen gecikme uzunluğuna ait LM testi sonuçlarında (1. ve 8. gecikmeler için) artıkların seri korelasyonlu olmadığını göstermektedir.

Tablo 3.7. UECM Modelinin Anlamlılığı İçin **F** ve **t** İstatistikleri

	<i>Trendli</i>			<i>Trendsiz</i>	
<i>k</i>	F_{IV}	F_V	t_V	F_{III}	t_{III}
3	9.10 (prob:0.00)	8.83 (prob:0.00)	-2.80 (prob:0.01)	11.65 (prob:0.00)	-3,18 (prob:0,00)

Not: k ; (6) numaralı modelde kullanılan bağımsız değişken sayısıdır. F_{IV} , (6) numaralı modeldeki gecikmeli düzey değişkenlerinin ve trend teriminin katsayılarının beraberce sıfır kısıtlaması testi (Wald testi) ile elde edilen F istatistiğidir. F_V , (6) numaralı modeldeki gecikmeli düzey değişkenlerin katsayılarının sıfır kısıtlaması ile (Wald testi ile) elde edilen F istatistiğidir. [Yani (6) numaralı modelde deterministik trendli olarak; F_{IV} ; $a_5 = a_6 = a_7 = a_8 = a_9 = 0$ kısıtlamaları ile elde edilen F istatistiğidir. F_V ise; $a_5 = a_6 = a_7 = a_8 = 0$ kısıtlamaları ile elde edilen F istatistiğidir]. F_{III} , (6) numaralı modeldeki trend terimi yokken gecikmeli düzey değişkenlerin katsayılarının sıfır kısıtlaması ile Wald testinden elde edilen F istatistiğidir. t_V ve t_{III} sırasıyla, (6) numaralı modelin EKK ile tahmininden elde edilen OF_{t-1} in katsayısının (a_5) doğrusal deterministik trendli ve trendsiz t değerleridir.

Tablo 3.7. 'de doğrusal trendli ve katsayılar kısıtlı, trendli ve katsayılar kısıtsız ve bir de trendsiz olarak üç farklı durumda; (6) numaralı denklemdeki uzun dönemli ilişkinin varlığını test etmek için yapılan tahminlerden elde edilen **F** ve **t** istatistiklerinin değerleri verilmektedir. F_{III} , (6) numaralı modelde trend terimi yokken gecikmeli düzey değişkenlerin katsayılarının sıfır kısıtlaması ile Wald testinden elde edilmektedir. F_{IV} ve F_V ise sırayla; (6) numaralı modelde deterministik trendli olarak; $a_5 = a_6 = a_7 = a_8 = a_9 = 0$ ve $a_5 = a_6 = a_7 = a_8 = 0$ kısıtlamalarının testinden elde edilmektedir. Tablo 3.7.'de sunulan elde edilmiş sonuçların yorumlanabilmesi için,

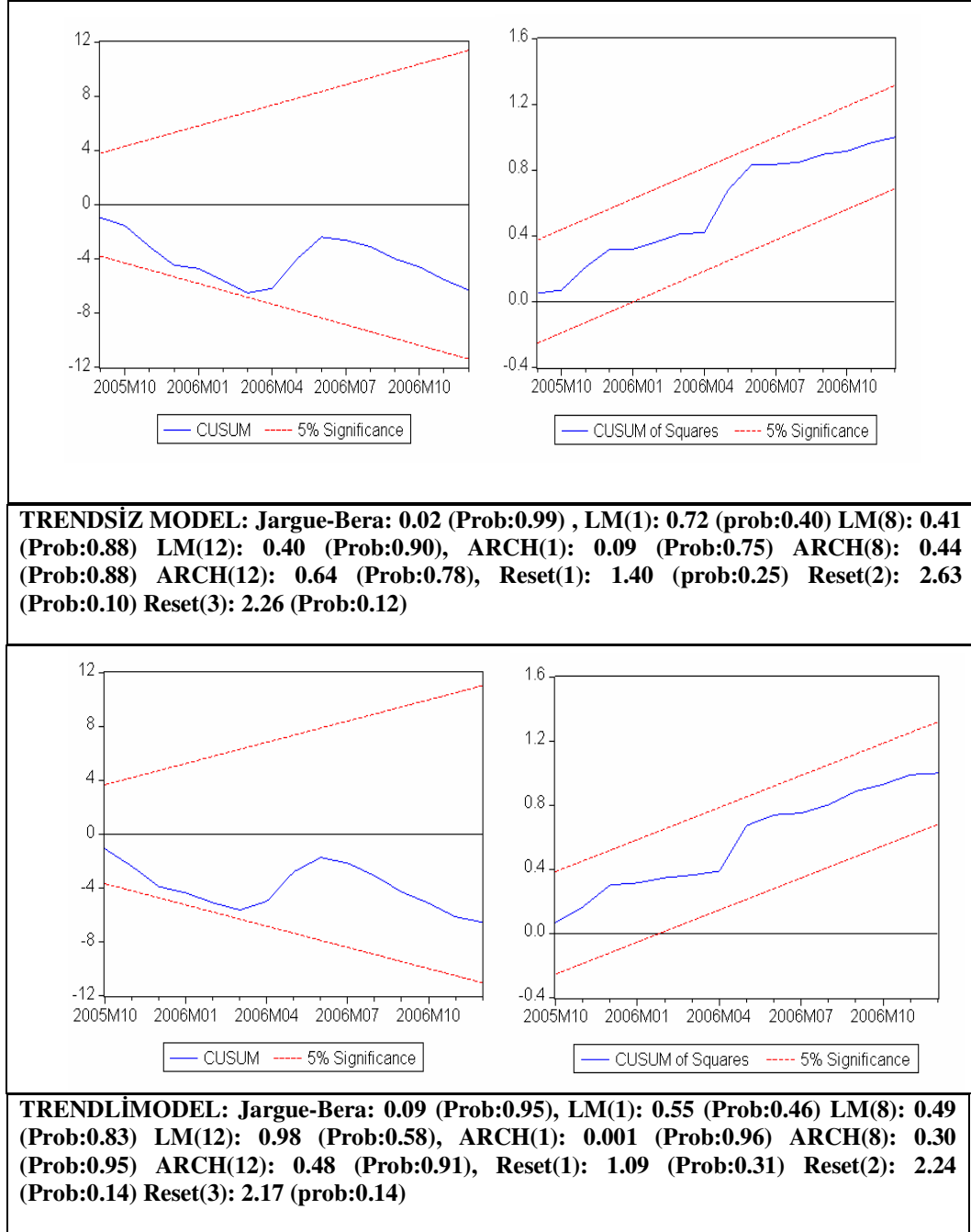
Peseran'ın çalışmasında sunduğu Tablo C1 ve C2'de tespit edilen kritik değer sınırlarıyla karşılaştırılması gerekmektedir³⁰⁵.

Tahmin edilen trendli ve trendsiz modeller için ilk olarak **F testlerini** değerlendirelim (Tablo C1'e göre); **k = 3** için **trendli modelde**; F_{IV} (9.10) istatistiği; (0.01) anlam düzeyinde (4.30-5.23) olan kritik sınır değerlerinin, F_V (8.83) istatistiği; (0.01) anlam düzeyinde (5.17-6.36) olan kritik sınır değerlerinin üstündedir. **Trendsiz model** için hesaplanan F_{III} (11.65) istatistiği de (0.01) anlam düzeyinde kritik sınır değerleri (4.29-5.61)'in oldukça üzerindedir. Bu sonuçlara göre; hem trendli hem de trendsiz modeller için, serilerin $I(0)$, $I(1)$ veya karşılıklı olarak eşbütünleşik olmalarına bakılmaksızın **uzun dönemli ilişkinin bulunmadığını ifade eden sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde rededilmektedir**. İkinci olarak Tablo 3.7.'de yer alan **t istatistiklerinin** değerlendirilmesi gerekmektedir. [t_V ve t_{III} (6) no'lu UECM modelinin EKK yardımıyla yapılan tahmininde bağımsız değişken (a_5) katsayısının t değerleridir.] “t” testi sonuçlarına göre **k = 3** için **trendli modelde**; (Tablo C2' ye göre) t_V (-2.80) istatistiği (0.05) anlam düzeyinde (-3.13,-3.84) olan kritik sınır değerinin altındadır. Bu sonuca göre **sıfır hipotezi bu model için rededilememektedir**. **Trendsiz model** için hesaplanan t_{III} (-3.18) istatistiği (0.05) anlamlılık düzeyinde (-2.57 , -3.46) olan kritik sınır değerlerinin arasına düşmekte ve eşbütünleşme olmadığını ifade eden **sıfır hipotezi kabul edilememektedir**.

Bu sonuçlar, Taylor Kuralını meydana getiren; üretim açığı, enflasyon açığı ve nominal döviz kuru açığının F ve t istatistikleri bağlamında eşbütünleşik olduklarını; yani bu değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin bulunduğunu göstermektedir.

³⁰⁵ Peseran M.Hashem, Shin Youngcheol, Smith Richard J, **a.g.e.** ,300–304

Tablo 3.8. Trendsiz ve Trendli Model Diagnostic Test Sonuçları



Tablo 3.8.'de ki, “8” gecikme altında tahmin edilen trendsiz ve trendli modellere ait diagnostic(teşhise yönelik) test sonuçları, açık bir biçimde modellerin

problemsiz olduğunu göstermektedir. Modellerin teşhisine yönelik olarak elde edilen bu sonuçları şu şekilde yorumlamak mümkündür; Jargue-Bera testi, hata terimlerinin normal dağıldığına; LM testi, modelde 1., 8. ve 12. dercelerden otokorelasyon olmadığına; ARCH-LM testi, modelde 1., 8. ve 12. dercelerden koşullu değişen varyans olmadığına; Ramsey-Reset testi, modelde spesifikasyon hatası olmadığına Cusum ve Cusum-Q testleride tahmin edilen modellerin parametrelerinin kararlı olduklarına işaret etmektedir.

Ancak, esnekliklerin hesabı için “ t ” testi istatistiği sonucunun (t_m) daha uygun olduğu Sabitli model tahmininden yararlanılacaktır. Ayrıca trendli modelde, **trende ait probality değeri de anlamsız olduğundan, trendsiz model tercih edilmektedir.** (6) numaralı UECM modelinin “8” gecikme için Trendsiz olarak EKK ile tahmin edilen sonuçları Tablo 3.9. ‘da sunulmaktadır;

Tablo 3.9. Türkiye İçin Taylor Kuralının UECM ile Tahmini (2001-M8/2006-M12)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.368.660	8.164.949	0.902475	0.3802
DOF(-1)	-0.079320	0.137813	-0.575563	0.5729
DOF(-2)	-0.506542	0.127932	-3.959.451	0.0011*
DOF(-3)	-0.423821	0.137478	-3.082.831	0.0071*
DOF(-4)	-0.205668	0.136247	-1.509.520	0.1507
DOF(-5)	-0.198029	0.120612	-1.641.866	0.1201
DOF(-6)	0.060383	0.129423	0.466553	0.6471
DOF(-7)	0.232888	0.125823	1.850.918	0.0827***
DOF(-8)	0.247994	0.126197	1.965.134	0.0670***
DDY	-0.028345	0.010325	-2.745.334	0.0144**
DDY(-1)	-0.169008	0.047073	-3.590.314	0.0024*
DDY(-2)	-0.173963	0.044981	-3.867.492	0.0014*
DDY(-3)	-0.155372	0.040646	-3.822.532	0.0015*
DDY(-4)	-0.171831	0.037114	-4.629.774	0.0003*
DDY(-5)	-0.152029	0.035108	-4.330.371	0.0005*
DDY(-6)	-0.151770	0.032909	-4.611.858	0.0003*
DDY(-7)	-0.145868	0.032770	-4.451.311	0.0004*
DDY(-8)	-0.084685	0.023982	-3.531.193	0.0028*
DDP	-0.007763	0.072616	-0.106905	0.9162
DDP(-1)	-1.733.609	0.336024	-5.159.183	0.0001*
DDP(-2)	-1.533.561	0.309884	-4.948.829	0.0001*
DDP(-3)	-1.341.195	0.280641	-4.779.040	0.0002*
DDP(-4)	-1.147.574	0.240897	-4.763.762	0.0002*
DDP(-5)	-0.739063	0.198198	-3.728.921	0.0018*
DDP(-6)	-0.493508	0.160597	-3.072.966	0.0073*
DDP(-7)	-0.323339	0.126596	-2.554.114	0.0212**
DDP(-8)	-0.056476	0.079377	-0.711489	0.4870
DEDK	2.331.730	3.898.807	5.980.625	0.0000*
DEDK(-1)	2.710.289	8.784.735	3.085.226	0.0071*
DEDK(-2)	3.517.370	8.557.976	4.110.049	0.0008*
DEDK(-3)	3.710.297	7.263.508	5.108.133	0.0001*
DEDK(-4)	3.742.976	6.583.199	5.685.650	0.0000*
DEDK(-5)	3.024.253	5.668.555	5.335.139	0.0001*
DEDK(-6)	2.097.959	5.434.958	3.860.120	0.0014*
DEDK(-7)	9.457.268	4.412.452	2.143.313	0.0478**
DEDK(-8)	7.119.452	3.401.142	2.093.253	0.0526***
OF(-1)	-0.164901	0.051814	-3.182.517	0.0058*
DY(-1)	0.144944	0.054955	2.637.499	0.0179**
DP(-1)	1.872.610	0.394937	4.741.536	0.0002*
EDK(-1)	-6.569.762	9.444.107	-0.695647	0.4966
R-squared	0.942492	Akaike info criterion		2.099.890
Adjusted R-squared	0.802315	Schwarz criterion		3.546.570
Sum squared resid	6.415.990	F-statistic		6.723.610
Durbin-Watson stat	2.307.367	Prob(F-statistic)		0.000085
% 1, **% 5, ***% 10 Anlam düzeylerini gösterir.				

Yukarıdaki Tablo 3.9'dan yararlanılarak hesaplanan esnekliklerin uzun dönemde taşıdıkları işaretler bakımından Taylor Kuralı ile uyumlu oldukları gözlemlenmektedir. (Tablo 3.10.)

Tablo 3.10. Trendsiz UECM Modeline Ait Esneklikler

DEĞİŞKENLER	ESNEKLİKLER	
	Kısa Dönem	Uzun Dönem
Üretim Açığı	-4.13.e-13 (Prob: 0.01)	1.52.e-12 (Pob:0,01)
Enflasyon Açığı	-0.00043 (Prob:0.108)	0.108 (Prob:0.00)
Nominal Döviz Kuru	0.69 (Prob:0.00)	-0.196 (Prob:0.49)

Özellikle konu ile ilgili daha önce yapılan çalışmalardan farklı olarak üretim açığı esnekliğinin taşıdığı işaretinin Taylor Kuralı ile uyumlu olmasının yanı sıra - küçük bir değer olmasına rağmen- istatistiksel bakımdan da anlamlı bulunmuştur. Diğer taraftan ilgili dönemde enflasyon açığında ki yüzde 10'luk bir artış nominal faiz oranlarında yüzde 1.08'lik istatistiksel olarak anlamlı bir artışa neden olmaktadır. Nominal döviz kuru esnekliği de incelenen dönemde taşıdığı işaret bakımından Taylor Kuralı ile uyumlu bulunmuştur.

SONUÇ

Bir ekonomide yürütülen farklı para politikaları çerçevesinde genel olarak başlıca dört amaç hedeflenmektedir. Bunlar; ekonomide tam istihdam seviyesine ulaşılması, etkin bir fiyat istikrarı, sürdürülebilir bir ekonomik büyüme ve ödemeler bilânçosu dengesinin sağlanabilmesidir.

Birçok iktisatçıya göre para politikasının nihai amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır. Fiyat istikrarı sağlandığı takdirde, diğer birçok amaç gibi, büyüme de kendiliğinden sağlanacaktır. Fiyatlar genel seviyesi anlamlı bir istikrara ulaştığında, büyüme, işgücü, sermaye, doğal kaynaklar gibi değişkenlerde de, kişi başına bir yıldan diğer yıla daha yüksek reel gelir sağlanacak şekilde artış kaydedilmiş olacaktır.

Bu doğrultuda, ekonomik yapının, enflasyonun meydana getirdiği olumsuz etkilerden kurtulması, ancak etkin para politikası kararlarının alınması ve bunların uygulanması ile mümkün olabileceği açıkça görülmektedir. Para politikalarının ana amacının fiyat istikrarının sağlanması ve böylece ekonominin istikrara kavuşması olduğu düşünülürse, etkin bir para politikasının önemi daha da iyi anlaşılır. Elbette burada nihai amaç yalnızca fiyat istikrarı değil ekonomik yapının tümünü ilgilendiren bir istikrardır.

Uygulanan para politikalarının, fiyat istikrarını sağlamada ön plana çıkmasıyla, istikrarın sağlanması noktasında görev Merkez Bankalarına verilmektedir. Bu durum Merkez Bankalarına büyük sorumluluklar yüklemektedir. Merkez Bankaları, para politikasının başarılı olabilmesi için, ekonomi politikalarında doğru tahmin ve zamanlama yapmalıdır.

Çünkü herhangi bir ekonomik problemin çözümü, diğer problemin çözümünden vazgeçmeyi veya belli bir oranda fedakârlık yapmayı zorunlu kılabilmektedir. Fiyat istikrarının sağlanması, paranın değerinin korunması, sürdürülebilir büyümenin gerçekleştirilmesi gibi hedefler nihai hedefleri teşkil

etmektedir. Ancak bu sayılan nihai hedeflere ulaşmak, ekonomik yapının karmaşıklığı ve aralarında birbirleriyle olan ters ilişkilerden dolayı biraz zordur. Bundan dolayı bu nihai hedeflere ulaşma yolunda Merkez Bankalarının bir ara hedef belirleme zorunluluğu ortaya çıkmaktadır.

Bu açıdan bakıldığında, ara hedef stratejisinin en doğru şekilde tespiti oldukça büyük önem kazanmaktadır. Çünkü ülke ekonomisinin amaçlarıyla çelişen ve nihai hedefle uyumsuz bir ara hedef stratejisi ülkeyi ekonomik istikrarsızlığa sürükleyecektir.

Ara hedef Merkez Bankasına nihai hedefe ulaşmada hızlı bilgi akışı sağlaması ve kolayca müdahale edilebilmesi gibi taşıdığı önemli özellikler sayesinde çok önemli kolaylıklar sağlamaktadır. Bu bağlamda ara hedeflerin nihai hedeflere ulaşmada, para politikası araçlarına göre daha etkin olduğu söylenebilir. Teorik olarak birçok ara hedefin varlığı söz konusu olabilmektedir. Mal fiyatları, para stoku, kısa ve uzun dönem faiz oranları arasındaki ilişki, döviz kuru, gayri safi milli hâsıla, enflasyon oranı vb. değerler ara hedef olarak alınabilmektedir.

Türkiye’de de bu bağlamda 1980’li yılların ortalarından itibaren giderek kronikleşen yüksek enflasyon oranlarıyla mücadele çerçevesinde 2000’li yıllara kadar çeşitli ara hedef (nominal çapa) stratejileri uygulanmıştır. Kronik enflasyon ortamında, para talebinin istikrarsız ve tahmininin zor olması, parasal göstergelerle enflasyon arasındaki ilişkinin zayıflığı, bankacılık sisteminin aşırı kırılgan yapısı, siyasi istikrarsızlık sonucu kararlı bir uygulama sürecinin olmaması vb. nedenlerle bu süreçte ara hedef olarak seçilen parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejilerinin uygulanmasında hedeflenen başarı düzeyi gerçekleştirilememiştir. Bu başarısız olan uygulamalarda özellikle ilgili dönemin ikinci yarısından itibaren yaşanan siyasi istikrarsızlık oldukça önemli paya sahiptir. Siyasi iktidarlar kamu finansmanını sağlamak amacıyla, TCMB’yi bağımsız olarak hareket etmekten yoksun bırakarak fiyat istikrarını sağlama yolunda etkinsizleştirmişlerdir.

Parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejilerinin uygulanılmasında ki bu başarısızlıklar Türkiye’yi enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulama yolunda önemli ölçüde teşvik etmiştir.

Yeni bir nominal çapa stratejisi olan enflasyon hedeflemesinin, ilk defa 1989’da Yeni Zelanda Merkez Bankası (RBNZ) uygulanması sonucu elde edilen başarı, diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerinde bu stratejiye olan ilgisini arttırmıştır. Enflasyonun doğrudan kendisinin hedeflendiği bu nominal çapa stratejisi, küreselleşme olgusu çerçevesinde hızla gelişen finansal piyasalardaki ilerlemeye, diğer nominal çapa stratejilerinin ayak uyduramaması ve bu durumun doğal sonucu olarak ülkelerin dışsal şoklara karşı savunmasız hale gelmesiyle bir anlamda kendisini zorla kabul ettirmiştir.

Enflasyon hedeflemesinin kendine has önkoşullarının zorlanmadan sağlandığı gelişmiş ülke uygulamalarında çok fazla sorunla karşılaşmadığı görülmüştür. Gelişmekte olan ülke uygulamalarında ise kamu borç stoklarındaki aşırı yükseklik, finansal piyasaların yeterince gelişmemiş olması, bağımsız Merkez Bankacılığının uygulamada olmayışı ve bunun doğal sonucu olarak para politikalarının uygulanmasında şeffaflık prosedürlerinin eksikliği bu stratejinin uygulanmasını zorlaştırdığı gözlemlenmiştir. Esasen, enflasyon hedeflemesi stratejisinde, stratejinin teorik olarak öngördüğü tüm koşulların aynı anda sağlandığı bir ülke uygulaması mevcut değildir. Bu noktada önemli olan, rejime başlamadan önce önkoşulların taşınması gereken ideal şartlara yakınsama ve önkoşullar arasındaki uyumun sağlanmış olmasıdır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye’de ki uygulaması süreci incelendiğinde ise, en önemli operasyonel şartlardan biri olan, Merkez Bankası’na para politikalarını belirleme ve uygulamada operasyonel bağımsızlık verilmesi, TCMB’ nin hesap verebilirliğini arttırmış ve uygulamada şeffaflığı sağlamıştır. 2001 yılında TCMB kanununda yapılan düzenlemeyle, bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu benimsenmiştir. Bu amaca ulaşmak için uygulanacak

operasyonel araçların belirlenmesi yetkisi ise yine aynı kanunla Merkez Bankası'na bırakılmıştır.

Devam eden süreçte, 2002 yılı Ocak ayında yürürlüğe giren kanunla bankaların mali sektöre olan borçlarının yeniden düzenlenmesi sağlanmış, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun hesap verebilirliği artırılmış ve kamu bankalarının böylece yeniden yapılandırılması sağlanmıştır. Bu ve bunlara benzer yapısal reformların devam etmesinin kırılğandan daha iyi seviyelere doğru ilerleyen bankacılık sektörünü güçlendireceği oldukça açıktır. Bankacılık sektörünün güçlenmesi gerekliliği, toplam finansal sistem içerisinde ki payının %50'lerden fazla olması dikkate alındığında, oldukça önemli bir hale gelmektedir.

Rekabet ve yatırım ortamlarını düzenleyen yapısal reformların süreklilik arz etmesi verimlilik ve enflasyon bekleyişleri üzerinde oldukça etkili olmakta ve bu durum fiyat istikrarına çok büyük katkılar sağlamaktadır. Bu bağlamda günümüzde çıkartılan kanunlar ve ciddi bir biçimde kararlılıkla uygulanan yapısal reformların devam etmesi neticesinde, Türkiye'deki bankacılık sisteminin 2001 yılı öncesi sergilediği oldukça kırılğan yapısından daha iyi bir durumda olduğu da enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması sürecinde açıkça gözlemlenmektedir.

Diğer yandan, bu süreçte yaşanan finansal derinleşmeyle birlikte bankacılık sektörünün toplam bilânçosu artmış, böylece iç borç stoklarında ciddi düşüşler yaşanmıştır. Borç stokunun mili gelire oranı 2001'de %16,2 seviyelerinde iken 2005'e gelindiğinde bu oran %2'lere kadar düşmüştür. Bu yaşanan düşüşte, yapılan diğer bir yenilik olan, Merkez Bankasının kamu finansmanı için borç vermesinin çıkartılan kanunla yasaklanması oldukça etkili olmuştur.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanması sürecinde yaşanan tüm bu olumlu gelişmeler şu şekilde özetlenebilmektedir; TCMB çıkartılan kanunlarla tam bağımsızlığını kazanmış bu bağlamda para politikası uygulamalarında şeffaflık sağlanmış, kamuoyuyla iletişim prosedürleri gelişmiş ve ayrıca stratejinin dört yıldır

örtük ve bir yıldan bu yana da açık olarak uygulanılması sonucunda fiyatlar genel seviyesinde net bir biçimde düşüşler yaşanmıştır.

Uygulama sürecinde, 2002 yılında %35 olarak hedeflenen enflasyon oranı,%29,7 olmuş ve takip eden yıllarda da aynı başarı devam ederek enflasyon oranları sürekli hedeflenen düzeylerden daha düşük gerçekleşerek, 2006 yılında tek haneli rakamlara kadar inmiştir (%7,7). 2006 yılında ise hedeflenen oran, para politikasının denetimi dışında yer alan uluslararası unsurlardan dolayı aşılmıştır. Bu durum TCMB'yi hesap verebilirlik ilkesinin bir gereği olarak açıklama yapmaya mecbur tutmuş ve prosedür gereği mevcut Hükümete konuyu anlatan ve alınması gereken tedbirleri içeren bir mektup yazılmıştır. Bu durum bağımsız Merkez Bankacılığı, şeffaflık ve hesap verebilirlik prosedürleri çerçevesinde tek başına değerlendirildiğinde bile, 1980'li yılların ortalarından bu yana alınan mesafeyi oldukça net bir biçimde ortaya koymada yeterlidir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, hedeflenen enflasyondan bir sapma olması durumunda TCMB'nin bu strateji kapsamında operasyonel araç olarak kullanmakta olduğu kısa vadeli faiz oranlarını nasıl belirleyeceği sorunu karşımıza çıkmaktadır. TCMB enflasyon hedeflemesi stratejisinde operasyonel araç olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmakta ve faiz oranlarına ait kararlar Para Politikası Kurulu tarafından alınmaktadır. Bir operasyonel araç olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanımı esasen bu stratejinin temelinde vardır. Kısa vadeli faiz oranlarının, Merkez Bankaları tarafından tercih edilmesinin nedeni, hedeflenen enflasyon oranından bir sapma olması durumunda Merkez Bankalarını hedeflenen düzeye tekrar yaklaştırmada ani manevra kabiliyeti sağlamasından dolayıdır.

Bu bağlamda yapılan tez çalışmasında, Türkiye'de hedeflenen enflasyon oranından bir sapma olması durumunda, kısa vadeli faiz oranlarının nasıl bir yol izleyeceği Taylor'un geliştirdiği kural çerçevesinde, hedeflemeye üstü örtük olarak geçilen 2001 yılından açık olarak hedeflemeye geçilen tarih olan 2006 yılını kapsayan dönem için aylık bazda incelenmiştir. Benzer çalışmalardan farklı olarak,

Taylor Kuralı'nı meydana getiren değişkenler arasında bir eşbütünsellik ilişkisinin mevcut olup olmadığı, daha sağlam bir tahmin yöntemi olan Pesaran vd.'nin geliştirdiği 'Sınır Testi' olarak isimlendirilen tahmin yöntemi kullanılarak değerlendirilmektedir.

İncelenen döneme ait veriler çok sınırlı olduğu ve analizde kullanılan serilerin aynı derceden durağan olmadıkları ön bilgisi altında; Engle ve Granger, Johansen ve Johansen ile Juselius'un yöntemleri gibi klasik eşbütünleşme analiz tekniklerinin kullanılması; Taylor Kuralını meydana getiren değişkenlere ait uzun dönemli etkilerin tespit edilmesinde çok güvenilir olmayan sonuçlar verebilirdi. Bu nedenle yapılan analizde kısıtlı dönemler için daha sağlıklı sonuçlar vermesi ve değişkenlerin durağanlık düzeylerini dikkate almamasından dolayı Pesaran vd. nin geliştirdiği "Sınır Testi" tekniği kullanılmıştır.

Uzun dönemde kısa vadeli faiz oranları ile Taylor Kuralında bağımsız değişken olarak kullanılan, enflasyon açığı, üretim açığı ve nominal döviz kuru açıkları arasında anlamlı bir eşbütünleşik ilişki bulunmuştur. Bu durum bize Taylor Kuralının temel özelliklerinden birisi olan nominal faiz hadlerinin, bu değişkene ait belirli bir hedef olmasa da, incelenen dönem için sanki bir kurala bağlıymış gibi hareket ettiğini göstermiştir.

Diğer taraftan ulaşılan bu sonuçlara göre, incelenen dönem için, nominal faiz oranları ile enflasyon oranları arasında istatistiki olarak oldukça anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır. Enflasyon açığının pozitif olmasından, nominal faizlerin toplam talebi kısma amacıyla artırılabilceği anlaşılmaktadır. Bu durum aynı zamanda ulaşılan sonuçların iktisat teorisiyle de uyumlu olduğunu göstermektedir.

Taylor kuralını oluşturan bir diğer değişken de üretim açıklarıdır. Üretim açıkları ile nominal faiz oranları arasındaki ilişki, yapılan analiz sonuçları bağlamında incelendiğinde ulaşılan sonucun istatistiki olarak anlamlı olduğu ve

katsayının taşıdığı işaretin pozitif olmasında iktisat teorisiyle uyumlu olduğu görülmüştür.

Gelişmekte olan ülkeler için John B. Taylor, dışa bağımlılık ve para ikamesi sorunlarından dolayı modele döviz kurlarının da eklenmesi gerektiğini söylemiştir. Bu çerçevede nominal döviz kurlarında modele dahil edilmiş ve beklenildiği üzere, iktisat teorisiyle uyumlu olarak işareti negatif olarak bulunmuştur. Bu durum, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan birçok gelişmekte olan ülkeyle karşılaştırıldığında, Türkiye ile aralarında anlamlı benzerlikler olduğunu göstermektedir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Apak Sudi, **Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelerde İktisadi İstikrar Uygulamaları**, İstanbul, Anahtar Yay., 1993
- Aren Sadun, **100 Soruda Para ve Para Politikası**, Gerçek Yay., 5.Baskı, İstanbul, 1995
- Aslan Hanifi, **Enflasyonist Finansman Politikası**, Bursa, 1997, Akbil
- Barro Robert J., **Macroeconomics**, 3. Bs., John Wiley-Sons, 1970
- Bernanke Ben S. & Laubach Thomas et. al., **“Inflation Targeting: Lessons from International Experience”**, New Jersey, Princeton University, 1999
- Büyükdenez Adnan, **“Türkiye’de Faiz Politikaları”**, Bilim Sanat Vakfı, Yayın No: 1, İstanbul, 1991
- Cukierman Alex, **Central Bank Strategy, Credibility and Indepence: Theory and Evidence**, 4 th. Ed., London, The MIT Pres, 1998
- Dawson Graham; **Inflation and Unemployment**, Worcester, Ed.by Edward Elgar, 1992
- Dornbusch Rudiger & Fischer Stanley, **Macroeconomics**, 5 th., McGraw Hill, 1990
- Dornbusch Rudiger, **Exchange Rates and Inflation**, MIT Press, 1991
- Fischer Stanley & R. Dornbusch & D. Begg, **Economics**, McGraw – Hill Book Company, 4 th., 1994
- Frisch Helmut, **Enflasyon Teorileri**, (Çev: Ertan Okay, Aslan Yiğidim), Ankara, Elif Matbaası, 1989
- Gökçe Deniz, **İstikrar Politikası Bağlamında MB ve Para Politikası, Türkiye İçin Yeni Bir Orta Vadeli İstikrar Programına Doğru**, TÜSİAD Yay., İstanbul, 1995
- Göktaş Özlem, **“Teorik ve Uygulamalı Zaman Serileri Analizi”**, İstanbul, Beşir Kitapevi, 2005

- Gujurati Damador N., “**Temel Ekonometri**”, (Çev: Ü. Şenesen, G.G. Şenesen),
Literatür yayınları, İstanbul, 1999
- Günal Mehmet, **Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları**, İMKB Yay., İstanbul, 2001
- Güneş Hurşit, **Enflasyonun Kontrolünde Alternatif Para Programı**, İstanbul, İTO Yayınları, 1992
- Kazgan Gülten; **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, 6. Bs., İstanbul, Remzi Kitapevi, 1993
- Kepenek Yakup, Yentürk Nurhan, **Türkiye Ekonomisi**, Geliştirilmiş 6. Basım, İstanbul, Remzi Kitapevi, 1994
- Kepkep Naci, **Enflasyon Kuramları Politikalar ve Avusturya Keynesciliği**, Cem Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 1991
- Keyder Nur, **Para Teori Politika Uygulama**, 4. Bs. İstanbul, Bizim Büro, 1993
- Kılıçbay Ahmet, **Türkiye Ekonomisinin Genişleyen Ufukları**, İstanbul, Dilek Ofset, 2002
- Kutlar Aziz, **Uygulamalı Ekonometri**, 2. Baskı, İstanbul, 2005, Nobel Yay.
- Oktar Suat, **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1996
- Öniş Ziya & Özmucur Süleyman, **Türkiye’de Enflasyon**, İTO Yayınları, No:1987-5, İstanbul, 1987
- Parasız İlker & Bildirici Melike, **Emek Ekonomisi**, Bursa, Ezgi Kitapevi, 2002
- Parasız İlker, **Enflasyon Kriz Ayarlamalar**, Bursa, Ezgi Kitapevi, 2001
- , **Modern Makro Ekonominin Temelleri**, 1. Bs., Bursa, Ezgi Kitapevi, 1997
- Parkin Michael & Powell Melario & Matthews Kurt, **Economics**, 3 rd., Addison-Welsey, 1997
- Paya Merih, **Makro İktisat**, 1. Bs., İstanbul, Filiz Kitapevi, 1997
- , **Para Teorisi ve Para Politikası**, 2. Bs., İstanbul, Filiz Kitapevi, 1998
- Savaş Vural, **Politik İktisat**, Beta Basım Yayım, 2. baskı, İstanbul, 1994

- Truman Edwin M., **Inflation Targeting**, Washington; Institute of International Economics, October 2003
- Tunca Zafer, **Rasyonel Beklentiler Teorisi ve Phillips Eğrisi**, İktisadın Dama Taşları, Eğitim Serisi-2, İstanbul, 2002
- Uluatam Özhan, **Makro İktisat**, Ankara, 8.Bs., Savaş Yayınları, 1995
- Ülgener Sabri F., **Milli Gelir İstihdam ve İktisadi Büyüme**, 7.Bs., İstanbul ,Der Yayınları, 1991
- Yeldan Erinc, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2001
- Yıldız Nuran Çakır, **İstikrar Programlarında Nominal Çapa Politikaları ve Türkiye Örneğinde Enflasyon Hedeflemesi**, 1.Bs, İstanbul, Azim Yayınları, Aralık 2006
- Yılmaz Kamil, Akçay Cevdet, Alper Emre, **Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri**, İstanbul, TÜSİAD, 2002

Makaleler

- Akat A.Savaş, “**Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi**”, 10.08.2006,(Çevrimiçi)<http://Akat.bilgi.edu.tr/others/0404-kural.pdf>, s.1-19
- Akgeyik Tekin, Çil Yavuz Nilgün, “Türkiye’de Asgari Ücret, Milli Gelir ve İşsizlik İlişkisi (Ekonometrik Bir Analiz)”, **Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 49. seri, 2006, s.1-16
- Akyüz Yılmaz, Boratav Korkut, “Türkiye ve Finansal Krizin Oluşumu”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:197, Ağustos 2002, ss.14-29
- Barnett Richard & Engineer M., “**When is Price Level Targeting a Good Idea**”, (Çevrimiçi), 21.01.2007<http://www.bank-banque-canada.ca/en/res/wp/2000/barnett-final.pdf>, p.89-111
- Baron Blake Le & Mc Culloch Rachel, “Floating, Fixed or Super Fixed? Dolarization Joins the Menu of Exchange-Rate Options”, **American Economic Review**, Vol: 90, No: 1, May 2000, pp. 32-37

- Barro Rober J. & Gordon David B.; “A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model”, **Journal of Political Economy**, Vol: 91, No: 4, 1983, p.587- 596
- Ben-Bassat Avraham, , “The Inflation Target in Israel: Policy and Development”, **Targeting Inflation**. (A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organized Bank of England), Ed.by Adrew G. Haldane, England, Bank of England Publications, 1995, p.15–48
- Berg Claes & Jonung Lars, “Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931 – 1937”, **Journal of Monetary Economics**, Vol: 43, No: 3, June 1999, p. 526 – 551
- Bernanke Ben S. & Miskhin Frederic S., “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 11, Issues–2, Spring 1997, p. 97–116
- Bernanke Ben S., “A Perspective on Inflation Targeting”, **BIS Review**, No: 15, March 2003, p.1-24
- Berument Hakan & Neyaptı Bilin, “T.C.M.B. Ne Kadar Bağımsız?”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 1999, Aralık, s.1–24
- Bhattarai Keshab, “An Emprical Study of Interest Rate Determination Rules”, (Çevrimiçi)12.06.2006, <http://www.ecomod.org/files/papers/1431.pdf>, p.1-26
- Blejer Mario I., Leone Alfredo M., Pau Rabanal and Schwartz Gerd, “Inflation Targeting in the Context of IMF-Supported Adjustment Programs”, **IMF Working Paper**, March 2001, p.1-25
- Blinder Alan S.; “Central Bank Credibility; Why Do We Care? How Do We Build It?” **NBER Working Papers**, No: 7161, June 1999, p.1421–1431
- Block Thorsten H.; “Economic Stagnation in Weimer Germany: A Structuralist Perspective”, **Structural Change and Economic Dynamics**, Vol: 13, No: 2, 2002, p.121–140
- Bogdanski Joel, Tombini Alexandre Antonio, Werlang Sergio Riberio da Costa,”Implementing Inflation Targeting in Brasil”, **High Level Seminar on Inflation Targets Held By IMF Institute**, March 20–21, 2000, p.1–19

- Bowen Alex, "Inflation Targetry in the United Kingdom", Targeting Inflation, Ed. by Andrew G. Haldene, England, **Bank of England Publications**, (A Conference of Central Banks on the Use of Targets Organized by the Bank of England), 1995 Company, 1990, p.59–74
- Borio Claudio & Lowe P., "Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Bank from the Widernees", **BIS Working Papers**, No: 157, July 2004, p.3-51
- Büyükkakın Tahir, Eraslan Cemil, "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:2, 2004, s.18–37
- Calvo Guillermo A. and Reinhart C. M., "Fixing for Your Life", **NBER Working Paper**, no.3006, November 2000, p.18–28
- Canavase Alfredo; "The Structuralist Explanation in the Theory of Inlation", **World Development**, Vol: 10, No: 7, 1982, p.513–532
- Carare Alina & Schaechter A. & Stone M. & Zelmer M., "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", **IMF Working Paper**, No: 102, June 2002 , p.1-40
- Chang Roberto & Velasco Andres, "Exchange-Rate Policy for Developing Countries", **American Economic Review**, Vol: 90, No: 2, May 2000, p.65–76
- Clifton Eric V., "Inflation Targeting: What is the Meaning of the Bootom of the Band?", **IMF Working Paper**, No: 8, December 1999, p.1–24
- Capie Forrest & Charles Goodhart and Norbert Schnadt, "The Development of Central Banking", **The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England**, Ed. By. Forrest Capie et al., Cambridge, Cambridge University Press, 1994, p.1-112
- Çil Yavuz Nilgün, Güriş Burak,"An Aggregate Import Demand Function For Turkey: The Bounds Testing Approach"**METU Studies in Development**, 33(December), 2006, p.311–325
- Corbo V., Landerretche O. and Schmidt-Hebbel K., "Assessing Inflation Targeting After a Decade of World Experience", **International Journal of Finance and Economics**, Vol.6 Issue 4,October 2001, p.343–368

- Cukierman Alex, “Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe”, **Paper Presented at the Conference on European Monetary Policy**, November 30 and December 1, 1995, Frankfurt Germany, p.1–20
- Çolakoğlu Bayram, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:4, 2002, s.17–31
- Çubukçu Tuğrul, “Enflasyon Teorisi ve Türkiye’de Enflasyon”, **Hacettepe Üniversitesi İİBF Yayınları**, No: 2, 1983, s.1–18
- Debelle Guy & Masson Paul & Savastona Miguel & Sharma Sunil, “Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy”, **IMF Economic Issue**, 15, 1998, p.1–31
- Debelle Guy, “Inflation Targeting in Practice”, **IMF Working Papers**, No: 97/35, March 1997, p.1–29
- Domaç İlker; “Nominal GNP: An Anchor for Monetary Policy in Turkey?”, **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt: 24, Sayı: 4, 1997, p. 467–488
- Dönek Ekrem, “Türkiye’de İç Borçlanma Araçlarının Yapısal Analizi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Temmuz, Sayı: 172, 2000, s.43–59
- Eijffinger Sylvester C.W. & Hoeberichts M., “Central Bank Accountability and Independence: Theory and Some Evidence”, **Deutsche Bundesbank Discussion Paper**, No: 6, November 2000, p.2–13
- Ekinci Nazım, “Kriz Üzerine”, **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı: 180, Mart 2001, s.1–21
- Engle R.F. & Granger C.V.J. “Cointegration and Error Correction: Represantion, Estimation and Testing”, **Econometrica**, Vol.55, p.251–276
- Erçel Gazi; “Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri”, **İktisat – İşletme ve Finans Dergisi**, 1996, Yıl: 11, Sayı: 129, s.1–17
- Eschenbach Felix & Schuknecht L., “The Fiscal Costs of Financial Stability Revisited”, **ECB Working Paper**, No: 191, November 2001, p.24–37
- Ferri Piero & Greenberg Edward & Day Richard H., “The Phillips Curve, Regime Switching and the NAIRU”, **Journal of Economic Behavior & Organization**, Vol: 46, No:1, 2001, p.23–37

- Fischer Stanley, "Central – Bank Independence Revisted", **The American Economic Review**, Vol: 85, No: 2, 1995, p.201–206
- , "Towards an Understanding of the Cost of Inflation", **Cornegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Vol: 15, 1981, p.1–30
- , "Mainting Price Stability", **Financel Development**, Vol: 33, No: 4, December, 1996, p.33–39
- , "Why Are Central Banks Pursuing Long Run Price Stability?" (Çevrimiçi) 27.05.2006, <http://www.kc.frb.org/Publicat/Sympos/1996/pdf/s96fisch.pdf>, p.1–34
- , "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", **Finance Development**, June 2001, p.1–42
- Frago Arminio, Goldfajn I. and Minella A., "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", **NBER Working Paper** no. 10019, October 2003, p.1-25
- Frisch Helmut, "Inflation Theory 1963-1975: A Second Generation Survey", **Journal of Economic Literature**, Vol: 15, No: 4, 1997, p.1289- 1307
- Galbraith James K., "The Inflation Obsession, Flying in the Face of the Facts", **Foreign Affairs**, Vol: 78, Issue 1, 1999, p. 152–157
- Geraats Petra M., "Centralbank Transparency", **The Economic Journal**, Vol: 112, Issue 483, November 2002, p.532-565
- Ghosh Atish & Philips Steven, "Warning: Inflation May Be Harnful of Your Growth", **IMF Stat Paper**, Vol: 45, No: 4, 1998, p.1–38
- Goodhart Charles A.I., "What Should Central Banks Do? What Should Their Macroeconomic Objectives and Operations?", **The Economic Journal**, Vol: 104, No: 427, November 1994, p.1424–1436
- C.W.J. Granger, P.Newbold, "Spurios Regressions in Econometrics", **Journal of Econometrics**, 2(2), p.111–120
- Green John H., "Inflation Targeting: Theory and Policy Implications", **IMF Staff Papers**, Vol: 43, No: 4, 1996/65, p.779- 796
- Haldane Andrew G., "Ghostbusting: The UK Experience of Inflation Targeting", **High Level Seminar an Imlementing Inflation Targets Held by IMF Institute**, March 20–21, 2000, p.1-22

-----., “Some Issues in Inflation Targeting”, **Bank of England Working Paper**, No: 74, 1998, London, p.3-32

F. Halıcıoğlu, “ An ARDL Model of International Tourist Flows to Turkey”, **Global Business and Economic Review**, 2004 Anthology, p.614-624

Ho Corinne and Mc. Cauley R., “Living with Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economics”, **BIS Working Papers** no:130, February 2003, p.26-43

Issing Otmar, “Inflation Targeting: A View from the ECB”, Inflation Targeting: Prospects and Problems, **Fed of St. Louis Review**, Vol: 86, No: 4, July – August 2004, p.169–179

İçöz Coşkun, “Yüksek Enflasyon Hakkında”, **İktisat-İşletme ve Finans**, No: 165, Temmuz 1999, s.41–54

Johansen S. & Juselius K., “Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Application to the Demand for Money” **Oxford Bulletin of Economic and Statistics**, Vol.52, p.169-210

Johnson David R., “The Effect of Inflation Targeting on the Behavior of Expected Inflation: Evidence From an 11 Country Panel”, **Journal of Monetary Economics**, Vol: 149, Issue 8, 2002, p.1522-1538

Johnson Karen & Small David & Tryon Ralph, “Monetary Policy and Price Stability”, Board of Governors of the Federal Reserve System, **International Finance Discussion Papers**, No: 641, July 1999, p.2–14

Karagöl E., Erbaykal E., Ertuğrul H. Murat, “Türkiye’de İktisadi Büyüme ile Elektrik Tüketimi İlişkisi; Sınır Testi Yaklaşımı”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 8 (1), 2007, s.72-80.

Karahan Özcan, “Türkiye’de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulanmasına İlişkin Oluşan Riskler ve Bu Risklerin Yönetim Politikaları”, (Çevrimiçi) 20.04.2006 <http://www.e-sosder.com>, Güz 2005, C.4, s.34–47

Kenneth Kuttner N. , “The Roles of Policy Rules in Inflation Targeting”, **FED of St. Louis Review**, Vol: 86, No: 4, July – August 2004, p.89–111

- King Robert G.; “Will the New Keynesian Macroeconomics Resurrect the IS-LM Model?” **Journal of Economic Perspective**, Vol: 7, No: 1, 1993, p.67–82
- Kremers J.J.M., Ericsson M.L., Dolada J.,”The Power of Cointegration Tests”,
Oxford Bulletin of Economic and Statistics, Vol.54,1992, p.325-348
- Lane Timothy & Griffiths Mart & Prati Alessandro, “Can Inflation Targets Help Make Monetary Policy Credible?”, **Finance Development**, Vol: 32, Issue 4, 1995, p.1–25
- Lilico Andrew, “Price Level Targeting – The Next Objective for Monetary Policy?”,
Economic Affairs, Vol: 20, Issue 2, June, p.49–52
- Mah, Jai S.”An Empirical Examination Of The Disaggregated Import Demand Of Korea –The Case Of Information Technology Products”**Journal of Asian Economics**,2000, p.237–244
- Mankiw Gregory; “Recent Developments in Macroeconomics: A Very Quick Refresher Course”, **Journal of Money Credit and Banking**, Vol: 20, No: 3, 1998, Part 2, p.435–449
- Masson Paul R., Miguel A.Savastona, Sunil Sharma,”The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”, **IMF Working Paper** No:130,October,1997, p.1-53
- Mayes David and Chapple Bryan, “Defining in Inflation Targeting”, Targeting Inflation, Ed. by Andrew E. Haldane, England, **Bank of England Publications**, (A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organized by The the bank of England.),1995,p.226–245
- Mccallum Bennett T. & Nelson Edward, “Nominal Income Targeting in on Open – Economy Optimizing Model”, **Journal of Monetary Economics**, Vol: 43, 1999, p.553–578
- Meyer Laurence; “Inflation Targets and Inflation Targeting” **North American Journal of Economics and Finance**, Vol: 13, No: 2, 2002, p.147–162
- Mishkin Frederic S. & Posen Adam, “Inflation Targeting: Lessons from Four Countries”, **Economic Policy Review**, (Federal Reserve Bank of New York), Vol: 3, Issue 3, August 1997, p.9–110

- Mishkin Frederic S. and Schmidt Klaus -Hebbel, "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?" **NBER Working Paper Series**, No.8397, July 2001, p.1–46
- Mishkin Frederic S., "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", **Sveriges Riskbank Working Paper Series**, No: 57, July 1998, p.1-46
- "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers", *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, (A Symposium Sponsored By the Federal Reserve Bank Of Kansas City)**The Federal Reserve Bank of Kansas City Publication**, 1997, p.55–96
- , "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol: 9, No: 4, 1995, p.1–25
- , "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", **Journal of Monetary Economics**, Vol: 43, Issue 2, 1999, p.579-605
- , "Issues Inflation Targeting", (Çevrimiçi)
<http://www.bank-bangue-canada.ca/en/res/wp/2000/Mishkin.pdf>,
 12.01.2007
-, "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries", **American Economic Review**, Vol: 90, No: 2, May 2000, p. 105–109
- Mishkin Frederic S. & Savastano Miguel, "Monetary Policy Strategies for Latin America", **Journal of Development Economics**, Vol: 66, Issue 2, December 2001, p.415–444
- Mishkin Frederic S. & Savastano Miquel A., "Monetary Policy Strategies for Latin America", **NBER Working Paper Series**, No: 7617, March 2000, p.1-65
- Mody Ashoko, "What s the Emerging Market?" **IMF Working Paper**
 no:177, September 2004, p.1–21
- Narayan S. ,Narayan P. K. , "Determinants of Demand of Fiji's Exports: An Empirical Investigation" , *The Developing Economics*, XVII–1, 2004, p.95–112
- Murcia Ruge Francisco, "Government Expenditure and Dynamics of High Inflation" *Journal of Development Economics*, Vol: 58, No.2, 1999, p. 333-358

- Obstfeld Maurice & Rogoff Kenneth, “The Mirage of Fixed Exchange Rates”,
NBER Working Paper Series, No: 5191, July 95, p.1–35
- Oktar Suat, “T.C.Merkez Bankası Ne Ölçüde Bağımsız?”, **Banka ve İktisadi Yorumlar Dergisi**, Mayıs, 1997, Sayı: 5, s.1- 15
- Oliviera Julio; “On Structural Inflation and Latin – American ‘Strueturalism’”,
Oxford Economic Papers, Vol: 16, No: 13, p.308–330
- Ongan T. Hakan, “Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği”,
Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, Kırkbeşinci Seri, 2004, s.1–12.
-, “Farklı Potansiyel Üretim ve Üretim Açığı Hesaplamaları ve Bir Uygulama”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, 2004, 54/2, s.33-47
- Orphanides Athanasios & Wieland Volker, “Inflation Zone Targeting”, **European Economic Review**, Vol: 44, No: 7, 2000, p.1345–1398
- Özey Aylin, “TCMB Parasal Program Uygulamaları”, **Hazine Dergisi**, Temmuz 1997, Sayı:7, Ankara, s.1–25
- Parry Robert T., “Düşük Enflasyon ve MB’nin Bağımsızlığı”, (Çev: Suat Oktar),
Marmara Üniversitesi Uluslararası İktisadi İlişkiler Arş. ve Uyg. Mrkz.
İktisat Araştırmaları Dergisi, Cilt: 2, Sayı: 3, Haziran 1996, ss.65–78
- Patinkin Don; “İsrail’s Stabilization Program of 1985, Or Some Simple Truths of Monetary Theory”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 7, Spring, 1993, p.103–128
- Persson Torsten & Tabellini Guido; “Designing Institutions for Monetary Stability”,
Monetary and Fiscal Policy, (Vol: 1), 2nd Ed., London, The MIT Pres, 1995, p. 279–310
- Peseran M.Hashem, Shin Youngcheol, Smith Richard J.,”Bounds Testing Approaches to the Analysis of Long Run Relationships”, **Journal of Applied Econometrics**, Vol.16, p.289-326
- Petursson T.G., “The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance” **Central Bank of Iceland Marking Paper** no:23, July 2003, p.12-26
- Plantier L. Christopher and Scrimgeour Dean, “Estimating Taylor Rule for a New Zealand with a Time-Varying Neutral Real Rate”, **Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series**, DP2002/06, May 2002, p.1–21

- Roger Scott, “Core Inflation: Concepts, Uses and Measurement”, **Reserve Bank of New Zealand Discussion**, No: 9, July 1998, p.1–30
- Sayilgan Şevket, “Türkiye’de Enflasyon ve Para Politikası İlişkisi”, **Banka ve İktisadi Yorumlar Dergisi**, 1997, Yıl: 34, Sayı: 5, s.29–45
- Schaechter A. & Stone M. R., “Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries”, **IMF Occasional Paper**, No: 202, 2000, p.1-35
- Schinasi Garry J., “Defining Financial Stability”, **IMF Working Paper**, No. 187, October 2004, p.1-19
- Schmid Peter, “Monetary Targeting in Practice: The German Experience”, **Center for Financial Studies Working Papers**, No: 1999/03, p.1–22
- Selen Ufuk, “Finansal Serbestleştirme ve Kamu Açıklarının Enflasyonist Etkisi”, **Banka ve İktisadi Yorumlar Dergisi**, Yıl: 34, Sayı: 4, 1997, s.49- 58
- Sevüktekin Mustafa, **Ekonometrik Model Kurma Teknikleri**, 1.Bs., İstanbul, 2000, Livane Yay.
- Sherwin Murray, “Inflation Targeting-The New Zealand Experience”, **Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy**, (Proceedings of a Conference Held By The Bank Of Canada), Canada, The Bank Of Canada Publication 1997, p.261–273
- Siklos Pierre, Abel Istvan, “Is Hungary Ready for Inflation Targeting?”, **Economic Systems**, Vol: 26, No. 4, p. 306–317.
- Söderlind Paul; “Monetary Policy and the Fischer Effect”, **Journal of Policy Modelling**, Vol: 23, No: 5, 2001, p.491–495
- Stefan Gerlach, “Who Target Inflation Explicitly?”, **European Economic Review**, Vol.43, 1999, p. 1256–1279
- Svensson, Lars E.O, “Monetary Policy and Inflation Targeting”, **NBER Raporter**, Winter 97/98, p.1–15
-, “Inflation Targeting: Should it be modeled as an Instrument or a Targeting Rule”, **NBER Working**, Paper, December 2001, p.1-24
- Taylor John B. “**Discretion Versus Policy Rules in Practica**”, 1993, 1–15, (Çevrimiçi) 15.04.2006, www.sciencedirect.com/science/article

- Taylor Mark P., “The Economics of Exchange Rates”, **Journal of Economic Literature**, Vol: 33, March 1995, p.13-47
- Tobin James, “Financial Globalization”, **World Development**, Vol: 28, No: 6, 2000, p.1095–1113
- Togay Selahattin, “Post-Keynezyen Teori’de Para Arzının İçselliği”, **İktisadi Yaklaşım Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 13, 1994, s.48–66
- Uygur Ercan, “Krizden Krize Türkiye; 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, **TEK Tartışma Metni**, No:2001/1, Nisan 2001, s.1–41
- Wagner Helmut, “Controlling Inflation in Transition Economies: The Relevance of Central Bank Independence and the Right Nominal Anchor”, **Atlantic Economic Journal**, Vol: 28, Issue 1, March 2000, p.1–19
- Yamak Rahmi, Korkmaz Abdurrahman, “Türk Cari İşlemler Açığı Sürdürülebilir mi? Ekonometrik Bir yaklaşım”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 60, 2007, s.17-32
- Yazgan M. Ege, Yılmazkuday Hakan “Monetary Policy Rules in Practice: Evidence from Turkey and Israel”, **Applied Financial Economics**, Vol 17(1), 2007, p.1–8

Raporlar, Programlar, Brifingler, Uzmanlık Tezleri, Tebliğler, Gazeteler

- Babacan Ali, “TCMB Enflasyon Hedeflemesi” Konulu Konferans Konuşması, 19.01.2006, İstanbul
- Binay Şükrü, Kürsat Kunter, “Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980–1997”, **TCMB Tartışma Tebliği**, No:9803, Aralık 1998
- EMI**, The Single Monetary Policy in Stage Three: Specification of the Operational Framework, Frankfurt, European Monetary Institute, 1997
- Erdoğan Funda, **Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği**, Ankara, SPK Yayınları, No: 63, 1997
- Ersel Hasan and L. İskenderoğlu, “Monetary Programming in Turkey”, **CBRT Discussion Papers**, No.9006, December 1990

- Hakkı Soylu, **Türkiye’de Senyoraj Gelirleri ve Kamu Açıkları**, SPK Yay.,Ankara,1997
- Hazine Müsteşarlığı**, “Enflasyonla Mücadele Programı Politika Metinleri”, Cilt I, Ankara, Ocak 2000
- IMF**, The Report of the Working Group on Transparency and Accountability, Washington, IMF Publications, 1998
- Kalkan Mahmut, A.N. Kırpıcı and A.T. Peker, “Leading Indicators of Intlation in Turkey”, Macroeconomic Analyse of Turkey: Essays on Current Issues, (Ed. M. Üçer), Ankara, **TCMB**, 1998
- Karasoy Almira & Saygılı Mesut & Yalçın Cihan, “Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri”, **T.C.M.B. Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, No: 980A, Ankara, Mart 1998
- Kesriyeli Mehtap, “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB Tartışma Tebliği**, No:97/4, Ankara, Mart 1997
- Kesriyeli Mehtap, Cihan Yalçın, “Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not”, **TCMB Araştırma Genel Müd., Tartışma Tebliği** No:9802, Ekim 1998.
- Kumcu Ercan, “Enflasyon Hedefini Değiştirmeye Kalkışmak Daha Kötü Olur”, **Hürriyet**, 25 Mayıs 2006
- Kumcu Ercan, İnci Ötker ve Şükrü Saracoğlu, “1986 Yılı Para Programı”, **TCMB İktisadi Araştırmalar Bülteni**, Cilt 2, Sayı 2, Haziran 1987
- Malatyalı Kamuran; Enflasyon Hedeflemesi Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, **D.P.T. Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü**, Nisan 1998
- Para Politikası Toplantı Özeti**, Sayı:2007–28, 23 Temmuz 2007
- RBNZ**, The Evolution of Policy Targets Agreements, (Çevrimiçi), <http://www.rbnz.govt.nz> ,10.09.06
- Serdengeçti Süreyya, “Merkez Bankası Bağımsızlığı Konulu Konuşma”, Muğla, 24.02.2006, (çevrimiçi),www.tcmb.gov.tr.,18.08 2006
- T.C.M.B.** “Para Politikası ve Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi”, **Para Bülten Dergisi**, Sayı: 6, Nisan 1998

- Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, **No:4651**, Mad. 4.
- Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, **No:4651**, Mad.42
- Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, **No:4651**, Madde 1.
- Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, **No:4651**, Mad.56.
- , "Enflasyon Kitapçığı", Ankara, 2004
- , "**Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**", Ankara, 2006
- , "**Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**", Sayı:2005-56, 5 Aralık 2005, Ankara
- , **2007 Yılında Para ve Kur Politikası**, Ankara, 13.12.2006
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>. 20.01.2007
- , **Para Politikası Uygulamaları Makroiktisadi Görünüm ve Bekleyişler**, Ankara, Ocak 2003, (çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr>, 10.08.2006
- , **TCMB Parasal Program Hakkında R. Saraçoğlu'nun Sunduğu Brifing**, 16 Ocak 1990 (çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.08.2006
- Togan Subidey, E. Başçı ve M. Yülek, "Türkiye'de Paranın Dolaşım Hızı Fonksiyonu", III. İzmir İktisat Kongresi Mali Yapı ve Mali Piyasalar, Cilt 4, Ankara, **DPT Yay.**, 1993
- Tutar Eser, "Enflasyon Hedeflemesinin Ön Koşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi", **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Ağustos 2005
- Usta Bülent, "Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği", 2003 (Çevrimiçi) 12.09.06 <http://www.tcmb.gov.tr>, **Uzmanlık Tezi**,
- Yılmaz Durmuş, "**Enflasyon Raporunun Tanıtımına İlişkin Basın Toplantısı**", TCMB, 27.07.2007, Ankara, (çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr>, 02.08.07
-, "**İktisadi Görünüm**", Bursa Ticaret ve Sanayi Odasında Yapılan Konuşma, 11.01.07, Bursa, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 22.03.2007
-, "**Merkez Bankaları ve İletişim: Türkiye Deneyimi Konuşması**", Ankara 25 Aralık 2006 (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>. 22.03.2007

İSTATİSTİKLER

DPT, **Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, 1950 2005** (Çevrimiçi)

<http://www.dpt.gov.tr>

TCMB, **Veri Dağıtım Sistemi**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>

IFS, **Ülke İstatistikleri**, (Çevrimiçi) <http://www.imfbookstore.org/checkoutStat.asp>

HM, **Hazine İstatistikleri 1990–2005**, (Çevrimiçi) [http:// www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr)

ÖZGEÇMİŞ

19.05.1978’de Antakya’da doğan Mahmut ZORTUK ilk ve orta öğrenimini Antakya’da tamamladıktan sonra, 1994 yılında İnönü Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ekonometri Bölümü’ne kayıt olmuştur.

1999 yılında mezun olup aynı yıl Dumlupınar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi’ne Araştırma Görevlisi olarak atanmıştır. 2000–2002 yılları arası çalıştığı üniversitenin Sosyal Bilimler Enstitüsü’nde İktisat Anabilim Dalında yüksek lisansını “Gümrük Birliği Sonrası Türkiye Dış Ticareti’nin Ekonometrik Analizi” başlıklı tez ile tamamlamıştır.

2002 yılı Ekim ayından itibaren de Yüksek Öğretim Kanununun 35. maddesi uyarınca İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri Bölümünde Doktora çalışmalarına devam eden Zortuk evli ve bir çocuk babasıdır.