

164343

ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Macide ÇİÇEK

(Doktora Tezi)

Eskişehir, 2002

Anadolu Üniversitesi
Merkez Kütüphane

ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Macide ÇİÇEK

DOKTORA TEZİ

İktisat Anabilim Dalı

İktisat Politikası Bilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Ergül HAN

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Mayıs 2002

DOKTORA TEZ ÖZÜ

ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Macide ÇİÇEK

İktisat Anabilim Dalı

İktisat Politikası Bilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mayıs 2002

Danışman: Prof. Dr. Ergül HAN

Enflasyon hedeflemesi 1990'ların başından itibaren bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede alternatif bir para politikası stratejisi olarak uygulanmaya ve gittikçe daha fazla tartışılmaya başlanmıştır. Bu strateji ile tanışma, bu ülkelerin fiyat istikrarının potansiyel yararlarının farkına vardıklarını ifade etmektedir. Enflasyon hedeflemesi, belirlenmiş bir enflasyon oranı için belirli bir dönemde gerçekleştirilmek üzere resmi bir hedef ya da hedef aralığının ilan edilerek taahhüt edilmesi ve para politikasının en önemli amacının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı sürdürmek olduğunun vurgulanması ve para otoritesince de benimsenmesi şeklinde tanımlanabilir.

Bu çalışmanın amacı, öncelikle enflasyon hedeflemesi stratejisini teorik literatür çerçevesinde ayrıntılı olarak inceledikten sonra bu stratejinin Türkiye'de para politikası stratejisi olarak uygulanabilirliğini ülke deneyimlerini dikkate alarak tartışmaktır.

Birinci bölümde, enflasyon hedeflemesinin çeşitli yönleri ve diğer hedefleme rejimleri incelenecektir. İkinci bölümde, gelişmiş ülkelerde ve gelişmekte olan ülkeler açısından enflasyon hedeflemesi rejimi ülke uygulamalarıyla birlikte incelenecektir. Üçüncü bölümde, enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye'de uygulanabilirliği tartışılacaktır. Para talebinin uzun dönem istikrarı enflasyon hedeflemesinde çok önemli bir faktördür. Enflasyon hedeflemesinde para talebinin rolünü incelemek amacıyla, bu bölümde ayrıca Johansen Eşbütünleşme Yöntemi kullanılarak Türkiye için istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığı test edilmeye çalışılacaktır.

ABSTRACT

Inflation targeting has started to be carried out and getting to be discussed much more than before as an alternative monetary policy strategy in the early 1990's by a number of developed and developing countries. The introduction of this strategy meant that these countries have come to recognize the potential benefits of price stability. Inflation targeting can be defined as an official target rate or a target band for a determined inflation rate and which is announced and committed by the monetary authority to be achieved for a specified period and which is also a strong emphasis and acceptance as to the importance of the price stability.

The purpose of this study is to evaluate first inflation targeting strategy in the framework of the theoretical literature and then the applicability of this monetary policy strategy in Turkey has been discussed in detail taking into account the country experiences as for the inflation targeting strategy and related monetary policy literature.

In first chapter, various aspects of inflation targeting regime will be discussed and other targeting regimes will be examined. In second chapter, inflation targeting regime in the developed countries and the scope for inflation targeting in the developing countries with country experiences will be studied. In third chapter, the applicability of inflation targeting regime in Turkey will be discussed. The long run stability of money demand is a crucial factor in inflation targeting regime. In order to study the role of money demand in inflation targeting regime, in this chapter, it is also tried to test whether there exist a stable long run money demand function for Turkey by using Johansen Cointegration Method.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Macide ÇİÇEK'in "Enflasyon Hedeflemesi" başlıklı tezi **27 Haziran 2002** tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, **İktisat (İktisat Politikası)** Anabilim Dalında Doktora tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza _____

- Üye (Tez Danışmanı) : **Prof.Dr.Ergül HAN**
- Üye : **Prof.Dr.İlker PARASIZ**
- Üye : **Prof.Dr.İlyas ŞIKLAR**
- Üye : **Yrd.Doç.Dr.Kemal BİÇERLİ**
- Üye : **Yrd.Doç.Dr.Erol KUTLU**

Prof.Dr.Omer Zühtü ALTAN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No.</u>
ÖZ	ii
ABSTRACT	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI	iv
ÖZGEÇMİŞ	v
TABLolar LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN KURAMSAL VE UYGULAMA YÖNÜ

1. PARA POLİTİKASI KURALLARI VE HEDEF SEÇİMİ	7
2. DEĞİŞKEN HEDEFLEME POLİTİKALARI	11
2.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesi	11
2.2. Döviz Kuru Hedeflemesi	14
2.3. Faiz Oranı Hedeflemesi	18
2.4. GSMH (ya da GSYİH) Hedeflemesi	18
+ 3. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN GEREKÇELERİ	20
3.1. Fiyat İstikrarı	20
3.2. Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi	28
4. ENFLASYON HEDEFLEMESİ: TANIM VE KAPSAM	30
5. PARA POLİTİKASI MODELİ VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ ..	40
5.1. Para Politikası Modeli	40
5.2. Modelde Enflasyon Hedeflemesine Yer Verilmesi	42
6. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN STRATEJİK GEREKLİLİK VE ÖZELLİKLERİ	43
6.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı	43
6.2. Kredibilite	47
6.3. Şeffaflık	49
6.4. Hesapverebilirlik veya Açıklama Yapmakla Yükümlü Olmak ..	51
6.5. Gelişmiş Mali Piyasalar	52
6.6. Disipline Edilmiş Kamu Maliyesi	52

6.7. Para Politikası İle Maliye Politikası Arasında Eşgüdümün Sağlanması	53
6.8. Uygulama Öncesinde Enflasyonun Belli Bir Düzeye Çekilmiş Olması	54
6.9. İleriye Yönelik Bir Yaklaşım Benimsenmesi	55
7. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN UYGULAMA YÖNÜ	55
7.1. Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi	56
7.2. Diğer Politika Hedefleri İle Etkileşim	58
7.3. Enflasyon Hedefinin Tanımlanması	60
7.3.1. Hedefin Seyri	60
7.3.2. Hedefin Düzeyi	61
7.3.3. Fiyat Endeksinin Seçimi	62
7.3.4. Hedef Aralığının Genişliği	65
7.4. Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları	67
7.4.1. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları	67
7.4.2. Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları	68
7.5. Enflasyon Oranı ve Fiyat Düzeyi Hedeflemeleri	68
7.6. Enflasyon Tahminlerinin Hedeflenmesi	71
7.7. Yaklaşımın Uygulamadaki Sorunları	74
7.7.1. Beklenmedik Şokların Güvenilirliği Azaltması	74
7.7.2. Enflasyon Yeterince Tahmin ve Kontrol Edilebilir Bir Hedef Olabilir mi?	75
7.7.3. Modelleme	76
7.7.4. Bilgi Değişkenleri Setinin Oluşturulması	77

İKİNCİ BÖLÜM

GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMALARI

1. GENEL DEĞERLENDİRME	79
2. GELİŞMİŞ ÜLKE UYGULAMALARI	84
2.1. Yeni Zelanda	84
2.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi	85
2.1.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme	91
2.2. Kanada	93
2.2.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi	94
2.2.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme	98
2.3. İngiltere	99
2.3.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi	99
2.3.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme	106

3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER AÇISINDAN	
ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE	
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE UYGULAMALARI	107
3.1. Enflasyon Hedeflemesinin Gelişmekte Olan Ülkelerde	
Uygulanabilirliği Sorunu	107
3.1.1. Temel Gereklilikler	108
3.1.1.1. Senyoraj Gelirine Bağımlılık	110
3.1.1.2. Sığ Finansal Piyasalar	112
3.1.1.3. Narin Bankacılık Sistemi	115
3.1.2. Genel Özellikler ve Güçlükler	117
3.2. Gelişmekte Olan Ülke Uygulamaları	121
3.2.1. İsrail	121
3.2.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi	122
3.2.1.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme	127
3.2.2. Şili	127
3.2.2.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi	128
3.2.2.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme	129
3.2.3. Meksika	130
3.2.3.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi	131
3.2.3.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme	133
3.2.4. Brezilya	133
3.2.4.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi	134
3.2.4.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme	136
4. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNE YÖNELTİLEN	
ELEŞTİRİLER	139
4.1. Çıktı Açığı-Enflasyon Değişkenliği Çelişkisinin Varlığı	139
4.2. Enflasyon Hedeflemesinin Finansal Krizlere Yol Açması	143
4.3. Enflasyon Hedeflemesinin Likidite Tuzağına Yol Açması	147

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

1. MEVCUT KOŞULLARA GÖRE GENEL DEĞERLENDİRME	149
2. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖN KOŞULLARI	
AÇISINDAN DEĞERLENDİRME	155
2.1. Kamu Kesiminin Mali Piyasalar Üzerindeki Rolü	155
2.1.1. Kamu Borçlanma Gereksiniminin Mali Sistem	
Üzerinde Yarattığı Baskı	157

2.1.2. Senyoraj Gelirine Bağımlılık	166
2.1.3. Yurtiçi Mali Piyasaların Derinliği	170
2.2. T.C. Merkez Bankasının Bağımsızlığı	176
2.2.1. Türkiye’de Merkez Bankacılığının Gelişimi	178
2.2.1.1. 1211 Sayılı Yasanın Sağladığı Bağımsızlık (Yasal Bağımsızlık) ve Yetki Karmaşası	179
2.2.1.2. Mülkiyet (Sermaye Yapısı) Bağımsızlığı	180
2.2.1.3. TCMB Başkanının (Governörün) Görev Süresi ...	180
2.2.1.4. Hazine-TCMB İlişkisi ve Kısa Vadeli Avanslar ...	181
2.2.1.5. Merkez Bankası ve Hükümetin Politika Hedeflerinin Çatışması	183
2.2.1.6. 1211 Sayılı Kanunda 25.04.2001 Tarih ve 4651 Sayılı Kanunla Getirilen Yenilikler	184
2.2.1.6.1. Temel Görev ve Yetkiler	186
2.2.1.6.2. Bankanın Organları	188
2.2.1.6.3. Para-Kredi Konusunda Bankanın Bazı Görev ve Yetkileri	189
2.2.1.6.4. Bankanın Hükümetle Olan İlişkileri ve Bununla İlgili Görevler	189
3. STRATEJİK VE OPERASYONEL ÖZELLİKLER	
AÇISINDAN DEĞERLENDİRME	190
4. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN TÜRKİYE İÇİN	
TEST EDİLMESİ	200
4.1. Yöntem	201
4.1.1. Eşbütünleşme Analizi ve Hata Düzeltme Modeli	201
4.1.2. Johansen Eşbütünleşme Yöntemi	206
4.2. Verilerin Tanımı	208
4.3. Ampirik Sonuçlar	209
4.3.1. Durağanlık Testi Sonuçları	209
4.3.2. VAR (Vektör Oto Regresyon) Sonuçları	211
4.3.3. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları	213
4.3.4. Hata Düzeltme Modeli (Error Correction Model-ECM) ..	215
SONUÇ	220
YARARLANILAN KAYNAKLAR	230
EK	239

TABLOLAR LİSTESİ

<u>Tablo No.</u>	<u>Tablo Adı</u>	<u>Sayfa No.</u>
1	Merkez Bankalarının Fiili Bağımsızlığı ve Ortalama Yıllık Enflasyon (1980-1989)	46
2	Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Elde Ettiği Sonuçlar	80
3	Ülke Gruplarına Göre Uygulanan Politikanın Özellikleri	82
4	Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde TÜFE Artış Oranları	83
5.a	Ekonomik Göstergeler-Yeni Zelanda	86
5.b	Ekonomik Göstergeler-Yeni Zelanda	93
6.a	Ekonomik Göstergeler-İngiltere	100
6.b	Ekonomik Göstergeler-İngiltere	102
7	Enflasyon Hedefleyen Ülkelerde Mali Derinlik ve Mali Baskınlık Rasyoları	114
8	Ülke Grupları İtibariyle Kriterler (1995)	114
9	Seçilmiş Ülkelere İlişkin Senyoraj, Enflasyon ve Kamu Dengesi Durumu	118
10.a	Ekonomik Göstergeler-İsrail	123
10.b	Ekonomik Göstergeler-İsrail	124
11	Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikası Uygulamaları	138
12	Konsolide Bütçe İle İlgili Oranlar	158
13	Kamu Borçlanma Gereği ve Finansmanı (GSMH'ye Oranlar)	160
14	Senyoraj-İç Borçlanma İle İlgili Göstergeler (1990-1997) (Milyar TL)	168
15	Türkiye'de Mali Derinleşmenin Gelişimi (1990-2000)	171
16	Alternatif Çekirdek Enflasyon Serileri ve Para Politikası Göstergeleri (Uzun Dönemli İlişkiler)	193
17	ADF Birim Kök Testi Sonuçları	210
18	Kısıtlanmamış VAR Modeli	212
19	VAR Modeli Test Sonuçları	212
20	Eşbütünleşme Rankı İçin İz Testi Sonuçları	214
21	Hata Düzeltim Modellerinde Granger Nedensellik Testi Sonuçları ve Artıkların Durağanlığı	217

ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Sekil No.</u>	<u>Sekil Adı</u>	<u>Sayfa No.</u>
1	Para Politikası Uygulama Süreci	10
2	Fiyat Düzeyi Hedeflemesine Karşı Enflasyon Oranı Hedeflemesi	70
3	İç Borcun Mali Piyasalara Baskısı	160
4	Zaman Serilerinin 10 Yıllık Seyri (1990-2000)	209

GİRİŞ

Merkez bankalarının ve para politikasının temel unsurları olan kur politikası ve parasal büyüklük hedefleri, dünyada artan sermaye hareketlerinin ve liberalleşmenin etkisiyle, başka bir deyişle, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve teknolojinin süratle değişmesiyle birlikte para talebinin istikrarsız bir biçimde oluştuğu bir yapıyla karşı karşıya kalmıştır. Bu durum, merkez bankalarının rolünün ve para politikasının çerçevesinin daha belirgin bir biçimde çizilmesini gerektirmiş; para politikasının nihai amacı, enflasyonun genel olarak ekonomik kararları etkilemeyecek ölçüde düşük oranlarda tutulduğu makul bir fiyat istikrarının sağlanması olmuştur.

Günümüzde para politikasının ikinci sorunu, nominal bir çığaya duyulan gereksinimdir. Zaman tutarsızlığı sorununun neden olduğu enflasyonist yanlıktan veya daha genel anlamda para politikasının amaçları ile ilgili belirsizlikten kaçınabilmek için para politikası stratejisinin genellikle nominal bir çığaya bağlanması gerekmektedir. Uzun dönemli fiyat istikrarı açısından nominal çığa, merkez bankasının gelecekte belirli tarihlerde ulaşmayı hedeflediği enflasyon oranını kamuoyuna ilan ettiği bir taahhüt niteliği taşımaktadır. Söz konusu çığa bir hedef olarak fonksiyon görmekte ve merkez bankasının beklenmedik genişlemeci politikalar izleyerek üretimi canlandırma şeklinde bir strateji uygulamasına engel olunabilmektedir.

Fiyat istikrarını gerçekleştirmek ve para politikasına bir nominal çığa sağlamak amacıyla son zamanlarda giderek önem kazanmış olan 'Enflasyon Hedeflemesi' adı altında yeni bir yaklaşım getirilmiş bulunmaktadır. 1970'li ve 1980'li yıllarda uygulanmış oldukları parasal büyüklük ya da nominal döviz kuru hedeflemesine yönelik para politikaları uygulamalarından fiyat istikrarının sağlanması açısından, gelişen liberizasyon şartlarının da etkisiyle, tatminkar sonuçlar elde edemeyen ülkelerin bir kısmı 1990'lı yılların başından itibaren parasal politikalarına bir çerçeve olmak üzere enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmişlerdir. Böylece, para politikasında enflasyon hedeflemesinin önem kazanması değişen ekonomik ortama doğal bir tepki şeklinde ortaya çıkmıştır.

Enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen bir para politikası uygulamasıdır. Enflasyon hedeflemesi, temel olarak ekonomi yönetiminin tek hedef olarak enflasyonun düşürülmesi olduğu yönünde anlaşmaya varmalarını, bu anlaşmayı resmi bir biçimde ortaya koymalarını, merkez bankasının enflasyon hedeflerini yine resmi bir biçimde açıklamasını, bankanın bu yönde önlemler alırken bağımsız ama başarısızlık durumunda da sorumlu olmasını, enflasyon hedeflerine ulaşmak bağlamında oluşan gelişmeleri resmi raporlar halinde yayınlamasını, bu arada da mali disiplinin ödünsüz bir biçimde sürdürülmesini öngörür. Bu açıdan bakıldığında, bu önlemlerin başarı şansı tamamen ekonomi yönetiminin kararlılığına ve bu kararlılığı kamuoyuna aksettirebilmesine bağlıdır.

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

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı 1990 yılında Yeni Zelanda ile başlamış olup bugüne kadar gelişmiş ekonomilerde başta olmak üzere geniş bir uygulama alanı bulmaktadır. Günümüzde Kasım 2000 tarihine göre 18 ülkede enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi politikası aslında Yeni Zelanda, İngiltere, Kanada, Avustralya, İsveç, Finlandiya gibi kalkınmış ülkelerce, başka tür politikalar yeterince şeffaf ve hesabı verilebilir olmadığı için düzenlenmiş bir para politikasıdır. Gelişmiş ülkeleri takiben İsrail, Şili, Meksika, Brezilya, Polonya, Macaristan gibi gelişmekte olan ülkeler de para politikalarında enflasyon hedeflemesine geçmişlerdir. Bugüne kadarki uygulama sonuçları dikkate alındığında, yaklaşımın çok yüksek oranlarda enflasyon yaşayan ülkeler dışında, uygulanabilir özellikler taşıdığı ve başarılı olduğu değerlendirilmesi yapılabilir. Akademik çevrelerde enflasyon hedeflemesi politikasının başarısı konusunda görüş ayrılıkları bulunmakla beraber, enflasyon

hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilirliği de ayrı bir tartışma konusu yaratmaktadır. Gelişmekte olan ülkeleri enflasyon hedeflemesi uygulayabilmeleri için gerekli ön koşullar yönünden değerlendirebilmenin güçlükleri söz konusudur.

Bu rejimi uygulamakta olan ülkelerin paylaştıkları özellikler incelendiğinde, enflasyon hedefleme stratejisinin her zaman yüksek döviz kuru esnekliği ile birlikte uygulanmış olduğu görülmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan bütün ülkeler, para politikası araçlarını belirlemede tam olmasa da önemli ölçüde serbestliğe ve dolayısıyla merkez bankası bağımsızlığına sahiptir ve hükümet bütçesini finanse etmede minimum sorumluluğa sahiptirler. Ayrıca uygulamada bu ülkelerin hepsinde kısa dönem faiz oranları temel araç olarak kullanılmakta ve uzun dönem faiz oranları gelişmiş mali piyasalarda belirlenmektedir.

Enflasyon hedefleme stratejisi para politikası literatüründe hem para otoritesinin enflasyonist eğilimi yok edecek ve hem de otoritenin kısa dönemde inisiyatif kullanmasına izin vererek ekonomik şoklara optimal tepki vermesini mümkün kılacak bir strateji olarak önerilmektedir. Ancak enflasyon hedeflemesi merkez bankalarının karşılaşılabileceği bütün sorunları çözmüş de değildir. Enflasyon hedeflemesinin büyük çıktı değişkenliği maliyetlerine maruz kalmaksızın enflasyonu kontrol etmedeki başarısı bu stratejiyi destekleyen teorik düşünceler tarafından iddia edilse de, hatalı ya da sorumsuz maliye, döviz kuru ve parasal politikalar diğer rejimlerden istisnasız bir şekilde enflasyon hedeflemesini de başarısızlığa mahkum edebilir. Uygulama sonuçlarına bakıldığında enflasyon hedeflemesinin bugüne kadar çıktı istikrarını sağlamada başarılı olduğu görülmektedir, fakat merkez bankasının enflasyonu dar bir hedef aralığında tutmaya çalışmasının çıktıda dalgalanmalar yaratabileceği çeşitli teorik düşünceler tarafından iddia edilmektedir. Bunun dışında, her ülkenin karşılaştığı şokların tiplerini de içerecek şekilde, kendi karakteristiğine bağlı olarak hedeflenecek fiyat endeksinin seçimi, hedefin seyri, merkez bankasının tepki fonksiyonunda çıktı açığının ağırlığı gibi operasyonel konular enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısında fark yaratabilecek unsurlardır. Merkez bankasının tepki fonksiyonunda diğer değişkenlerin ağırlığı ya da önemliliği esnek enflasyon hedeflemesinde bile soru olarak kalmaktadır. Bunun gibi enflasyon hedeflemesinin her

ülkede temel rehberliğinin fiyat istikrarı olması konusunda görüş birliği bulunmasına karşın, uygulamada en iyi makro ekonomik performansı sağlayan hedeflenecek optimal enflasyon oranının ne olması gerektiği de henüz açıklığa kavuşmuş değildir. Enflasyon hedeflemesi ile ilgili belirsizliklerden bir başkası da, para politikası aracı olarak faiz oranlarının uygun seviyesinin tam olarak nasıl ayarlanacağını ve ne sıklıkta değiştirilmesi gerektiğini belirlememesidir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin ekonomiyi spekülative ataklara karşı hassas bırakmadığı sıkça iddia edilse de, yüksek döviz kuru esnekliğine izin veren enflasyon hedeflemesinin eleştirildiği konulardan birisi, özellikle küçük-açık ekonomilerde döviz kuru yönetiminin enflasyon hedefine ulaşmada bir gereklilik haline gelmesi ve bu yüzden döviz kurunun enflasyon hedefinden önce gelen bir nominal çıpaya dönüşmesi riskini taşıması ve döviz kuruna müdahale etmenin de spekülative atakları olası yapmasıdır. Bu durum ödemeler dengesi krizini doğurarak finansal krizlere yol açacak bir mekanizmanın başlangıcı olabilir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin eleştirildiği konulardan bir diğeri de, sadece teorik bir endişe olduğu ve uygulamada önemi olmadığını belirtmesine karşın likidite tuzağına yol açma olasılığıdır.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin merkez bankaları amaç bağımlı fakat bu amacı gerçekleştirmek için gerekli tüm para politikası araçlarını kendi istekleri doğrultusunda ve serbestçe kullanabilmektedirler, yani araç bağımsızdırlar. Türkiye’de fiyat istikrarının Merkez Bankası’nın tek ve nihai hedefi olduğu, 1211 sayılı Merkez Bankası Yasası’nda 4651 sayılı Yasa ile yapılan değişikliklerle, açıkça belirtilmiştir. Merkez Bankası’nın kurumsal altyapısını güçlendirmeye yönelik olarak değiştirilen Yasa, Bankanın operasyonel bağımsızlığını, politika uygulamalarındaki şeffaflık ve hesapverebilirlik gibi konuları net bir biçimde içermektedir. Yasanın son halinde öngörülen Para Politikası Kurulu, politika araçlarının Hükümet ile Merkez Bankasının birlikte belirleyeceği enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesine yönelik kullanılmasını sağlayacak ve kurumsal yapıya yeni bir boyut getirecektir. Ek olarak, Merkez Bankası fiyat istikrarı amacıyla çelişmemek koşuluyla, Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyecektir.

Türkiye’de ayrıca enflasyon yoluyla elde edilen kamu gelirleri gelişmekte olan ülkelerdeki ortalamanın üzerindedir. Tabii ki senyorağa bu aşırı bağımlılığın temel nedeninin 1991 yılından beri ortalama yaklaşık olarak GSMH’nin yüzde 10’lar düzeyine çıkan yüksek kamu açıkları olduğu söylenebilir. Senyoraj gelirine bağımlılığın yanında bankacılık ve finansal sistemin zayıflığının da enflasyon hedefleme stratejisinin Türkiye’de uygulanabilmesine bir engel teşkil ettiği söylenebilir. Türkiye’de bankacılık sisteminin etkinliğini zayıflatan en önemli faktörlerden birinin yüksek kamu açıkları ve bu açıkların mali piyasalarda yarattığı mali baskı olduğu söylenebilir.

Aşırı düzeylerdeki kamu açıklarının merkez bankası bağımsızlığı açısından da önemli yansımaları söz konusudur. Toplam kamu açıkları daraltılmadıkça, merkez bankasının siyasi otoriteden bağımsızlığı kamunun merkez bankasından borçlanmasına kanuni sınırlar koyarak sağlanmaya çalışılsa da bunun pratikte mümkün olmadığı söylenebilir. TCMB’nin kanuni olarak bağımsız olduğu düşünülse de yüksek kamu açıkları nedeniyle bağımsız para politikası uyguladığı söylenemez. Çünkü kamu açıkları doğrudan merkez bankasından karşılanmasa da bu açıkların finansal piyasaları etkilemesi yoluyla merkez bankası para politikalarını etkileyeceği de açıktır. Fakat merkez bankasının hükümetten kayıtsız şartsız bağımsız olması da zaten söz konusu değildir.

Bunun da ötesinde merkez bankası ve hükümet arasında enflasyon hedefine yönelik politikalar itibariyle tam bir işbirliği olsa da her ikisinin de dışında gerçekleşebilecek arz şokları söz konusu olabilir. Petrol fiyatlarındaki artış gibi tüm arz şoklarına enflasyon hedefleme anlaşmasında istisnai durumlar olarak belirtilmesi ve bu istisnalar söz konusu olduğunda hedeflenen enflasyon oranından sapmalardan hükümetin sorumlu tutulamayacağı vurgulanmalıdır. Söz konusu tespitler enflasyon hedefleme anlaşmasının güvenilirliği açısından son derece önemlidir.

Bu çalışma enflasyon hedeflemesi yaklaşımını sistematik bir biçimde ele alarak konuyu teorik ve ampirik temellerde tartışmayı amaçlamakta ve üç bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, enflasyon hedeflemesi yaklaşımının kuramsal ve uygulama yönü incelenecektir. Bu bölüm içinde diğer değişken hedefleme politikaları ve hedef değişkenin arz edeceği özellikler; enflasyon hedeflemesinin gerekçeleri; enflasyon hedeflemesi rejiminin tanımı ve kapsamı; uygulanmasına yönelik operasyonel konulardaki tartışmaları da içerecek şekilde stratejik gereklilik ve teknik özellikleri; genel kabul gören avantaj ve dezavantajları, uygulamada karşılaşılan sorunları gibi konular incelenecektir.

Çalışmanın ikinci bölümünde son yıllarda para politikalarını enflasyon hedeflemesine çerçevesinde uygulayan, söz konusu politikaya geçiş süreçleri ve bu konudaki uygulamalarında kullandıkları kurumsal yapılar ile uygulama sonuçları farklı olan çeşitli ülkelerin uygulamaları incelenecektir. Ayrıca bu bölümde, enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkeler açısından uygulanabilirliği sorunu tartışılarak bu rejimi uygulayan gelişmekte olan ülke örnekleri verilecektir. Son zamanlarda enflasyon hedeflemesi stratejisine finansal istikrarsızlığa ve likidite tuzacağına yol açması gibi konularda yöneltilen eleştiriler de bu bölümde yer alacaktır.

Son bölümde ise önceki bölümlerde aktarılan tespitler ve enflasyon hedeflemesi uygulamalarının başarısı için gerekli olan gereken asgari şartların ışığı altında, Türkiye’de bugün varolan kurumsal yapı ele alınarak, enflasyon hedeflemesinde başarılı olunabilmesi için gerekli şartlar tartışılacaktır. Ayrıca bu bölümde Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğini test etmeye yönelik olarak ampirik bir çalışma yapılacaktır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde hayati önemi olan istikrar testinin gerçekleştirilmesine yönelik olarak, 1990.01-2000.12 dönemi aylık verilerle Johansen Eşbütünleşme Yöntemi ile yapılacak bu çalışmada M1 reel para talebi ve M2Y reel para talebinin tüketim harcamaları ve faiz oranlarıyla uzun dönem denge ilişkisi incelenerek, para talebinin istikrarlı olup olmadığı ortaya konulacaktır. Elde edilecek sonuçlar, Türkiye’de enflasyonu düşürmek için bir strateji olarak enflasyon hedeflemesinin seçilip seçilemeyeceğini belirlemeye imkan tanıyacaktır. Bu bağlamda, para talebinin istikrarsız çıkması, enflasyon hedeflemesinin ön şartlarından birisi olan mevcut enflasyon seviyesinin makul seviyelere çekilmesi gereğinin Türkiye’de sağlanmadığını gösterecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN KURAMSAL VE UYGULAMA YÖNÜ

1. PARA POLİTİKASI KURALLARI VE HEDEF SEÇİMİ

Para politikası uygulaması, makro ekonomik hedeflerin saptanmasını; bu hedeflere ulaşmayı sağlayacak bir ara hedef değişkenin seçilmesini ve bu değişkenin belli bir değerinin belirlenmesini; bu ara hedefe götürecek bir faaliyet hedef değişkeninin seçilmesini ve bu değişkenin belirli bir değerinin belirlenmesini ve para politikası araçlarını kullanarak bu saptanan hedeflere varmayı kapsamaktadır. Uygulama prosedüründe yer alan faaliyet hedef değişkeni, para otoritesinin başka bir hedef değişkende dolaylı olarak bir kontrol sağlamak amacıyla nispeten doğrudan manipülasyon yapabildiği bir değişkendir. Ekonomideki gelişmelerden bağımsız olarak bu hedeflerin değiştirilmesi para politikasındaki bir değişikliği gösterir. Dolayısıyla, bu hedef değişkenler, hem makro ekonomik hedef değişkendeki gelişmeleri önceden görebilen bir gösterge değişken ve hem de onları etkilemek için kullanılan bir araç değişkenidir (Oğuz, 1997; 38). Aşağıda para politikası uygulama sürecine ilişkin ana terminoloji incelenecektir:

Politika Araçları, merkez bankasının para ve kredi hacmini değiştirmek için kullandığı yöntemlerdir. Açık piyasa işlemleri, reeskont politikası ve yasal karşılık politikası olmak üzere üç politika aracı bulunmaktadır. Para çarpanı analizi çerçevesinde ele alındığında, merkez bankası para politikası araçlarını kullanarak, parasal taban ya da para çarpanının büyüklüğünü etkilemeye çalışmaktadır. Buna göre, açık piyasa işlemleri ve reeskont politikası parasal tabanın büyüklüğünü etkilemeye yönelik para politikası araçları durumunda iken, zorunlu karşılık politikası para çarpanının büyüklüğünü denetlemeye yönelik olarak kullanılan bir para politikası aracıdır.

Politika Hedefleri, para politikası araçları kullanılarak ulaşılmak istenen nihai hedeflerdir. Literatürde;

- Tam istihdamın sağlanması,
- İktisadi büyüme hızının artırılması,
- Fiyat istikrarının sağlanması,
- Döviz kuru istikrarının sağlanması,
- Faiz oranı istikrarının sağlanması,
- Mali sistemin istikrarının sağlanması

para politikasının nihai hedefleri olarak kabul edilmektedir. Ancak bu hedefler arasında bir çelişki söz konusu olduğu açıktır. Bu nedenle merkez bankası bu hedeflerden bir tanesini nihai hedef olarak seçmek durumundadır. Son yıllarda para politikasının öncelikli hedefinin “fiyat istikrarı” olması gerektiği üzerinde durulmaktadır.

Ara hedefler, para politikası araçlarıyla nihai hedefler arasında yer alır. Ara hedeflerin kullanılma gerekçesi şudur: Merkez bankasının kullandığı para politikası araçları ile nihai hedefler arasında doğrudan bir ilişki yoktur. Oysaki ara hedefler nihai hedeflerle daha yakından ilişkili olan değişkenleri içermektedir. Yani politika araçları nihai hedeflerle yakından ilişkili olmadığı (politika araçlarıyla nihai hedefler arasındaki ilişki belirsiz olduğu için) halde ara hedefler nihai hedeflerle yakından ilişkilidir. Politika araçlarının ara hedeflerle, ara hedeflerin de nihai hedeflerle yakın ilişki içinde olduğu dikkate alınır, merkez bankasının ara hedefleri kullanarak nihai hedeflere ulaşma olasılığı daha fazladır.

Para politikası uygulama sürecinde “faiz oranları” ve “parasal büyüklükler” olmak üzere kullanılan iki tür ara hedef vardır. Ara hedeflerin nihai hedefleri etkileme gücü, para politikası araçlarına göre daha yüksek olduğu halde ara hedefler doğrudan merkez bankasının kontrolünde olan büyüklükler değildir. Para politikasının uygulama sürecinde ara hedefler iki önemli role sahiptir: İlk olarak, ara hedefler politika araçlarının makro ekonomik hedefler üzerinde arzu edilen etkilerin yaratılıp yaratılmadığı konusunda merkez bankasına bilgi sağlar. İkinci olarak, ara hedefler para politikası uygulamalarının yani para politikası araçlarındaki değişimin ekonomi üzerinde daraltıcı etkiler mi yoksa genişletici etkiler mi yarattığı konusunda bilgi sağlar.

Faaliyet Hedefleri, para politikası uygulama sürecinde para politikası araçlarıyla ara hedefler arasında yer alır. Para politikası uygulama sürecinde faaliyet hedeflerinin kullanılma gerekçesi şudur: Merkez bankası para politikası araçlarını kullanarak doğrudan doğruya etkileyebildiği büyüklükler faaliyet hedefleridir. Faaliyet hedefleri iki ana gruptan oluşmaktadır:

- Kısa dönem faiz oranları (örneğin; bankalararası para piyasası faiz oranı)
- Rezerv büyüklükleri (iskonto politikası aracılığıyla sağlanan rezervler, açık piyasa işlemleri politikasıyla sağlanan rezervler, toplam rezervler ya da parasal taban vb.)

Buraya kadar yapılan açıklamalara göre, merkez bankası politika araçlarıyla ilk olarak faaliyet hedeflerine ulaşmaya çalışır. Faaliyet hedefleri aracılığıyla ara hedeflere, ara hedefler aracılığıyla da nihai hedeflere ulaşmaya çalışır.

Yukarıda yapılan anlatımlar bağlamında, ara hedeflerle faaliyet hedefleri arasında kaç türlü ilişki olduğunun ortaya konması önem kazanmaktadır. Literatürde ele alındığı biçimiyle ara hedeflerle faaliyet hedefleri arasında dört tür ilişki söz konusudur (Şekil 1).

- İlk durum merkez bankasının faaliyet hedefi olarak, interbank faiz oranlarını kullandığı durumdur. Buna göre, interbank faiz oranları, ara hedef olarak kullanılan kısa vadeli piyasa faiz oranlarını değiştirmek için kullanılır. Neticede kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimler ekonomik faaliyet hacmini etkiler.
- Merkez bankası faaliyet hedefi olarak faiz oranlarını, ara hedef olarak parasal büyüklükleri kullanılır ve faiz oranlarını değiştirerek ara hedef olarak belirlediği parasal büyüklük hedefine ulaşmaya çalışır. Buna göre, ekonomik faaliyet hacmindeki değişimi belirleyen olgu parasal büyüklüklerde ortaya çıkan değişimdir.
- Merkez bankası faaliyet hedefi olarak rezerv büyüklüklerini ve ara hedef olarak parasal büyüklükleri kullanılır. Rezerv büyüklüklerini kontrol ederek parasal büyüklükleri kontrol etmeye çalışır. Buna göre, bir önceki durumda olduğu gibi,

ekonomik faaliyet hacmindeki değişimi belirleyen olgu parasal büyüklüklerde ortaya çıkan değişimdir.

- Son olarak merkez bankası faaliyet hedefi olarak faiz oranlarını ya da rezerv büyüklüklerini kullanarak ekonomide kredi hacmini kontrol etmek isteyebilir. Bu durumda kredi hacmindeki değişme ekonomik faaliyet hacminde ortaya çıkacak olan değişmeyi belirler (Aktan; Utkulu; Togay, 1998; 10).

Şekil 1. Para Politikası Uygulama Süreci

Politika Araçları	Faaliyet Hedefleri	Ara Hedefler
- Açık Piyasa İşlemleri	- İnterbank Faiz Oranı - Diğer Kısa Vadeli Faiz Oranları	- Kısa ve Uzun
- Reeskont Politikası		- Vadeli Faiz Oranları
- Zorunlu Karşılık Politikası	- Rezerv Büyüklükleri	- Parasal Büyüklükler
- Diğer Araçlar		- Kredi Büyüklükleri
		} Ekonomik Faaliyet Hacmi

Kaynak: Aktan; Utkulu; Togay 1998, s.10.

Ara hedeflerin seçimi bazı özelliklerin dikkate alınmasını gerektirir. Öncelikle, ara hedef olarak seçilecek değişken, para politikası araçları ile nihai hedefler arasındaki ilişki olarak isimlendirilen “yansıma mekanizması” açısından önemli bir değişken olmalıdır. Yani ara hedef, politika araçları ile politika hedeflerini birbirine bağlama yeteneği yüksek olan bir değişken olmalıdır. Dolayısıyla, seçilecek değişken nihai hedefle tutarlı ve istikrarlı bir ilişki içinde bulunmalıdır. Daha da önemlisi, bu değişken merkez bankasının doğrudan ve etkin biçimde kontrol edebileceği bir değişken olma özelliği taşınmalıdır. Diğer bir deyişle, para politikası, nihai hedefe ulaşma doğrultusunda ara hedeflerini etkin bir biçimde kullanabilmelidir. Çünkü, ancak böyle bir değişken para politikasının güvenilirliğini sağlama yolunda ara hedef rolünü oynayabilir.

Öte yandan, seçilecek değişken diğer politika amaçlarının etkisinden de mümkün olduğunca uzak olmalıdır. Son olarak yapılması gereken uygulama, hedef olarak seçilen değişkenin hedeflenen değerine nasıl ulaşacağını açıklanmasıdır. Böyle bir ara hedefin saptanması ve açıklanması yalnız para politikasının eğilimlerini ve uygulamalarını kamuoyuna duyurmakla kalmaz, aynı zamanda para politikası uygulamaları için kamuoyu desteğini de sağlamış olur. Eğer, ara hedef olarak seçilen değişken gelecekteki enflasyonun ya da çıktının zayıf bir göstergesi ise, o zaman bu değişkenin para politikasının ara hedefi olarak açıklanması amaca ulaşmayı büyük ölçüde etkileyecek, hatta engelleyecektir. Para otoritesi ne değişkenin davranışını ihmal etmeli ne de kredibilitiyi azaltacak şekilde hareket etmelidir (Oktar, 1998a; 19).

2. DEĞİŞKEN HEDEFLEME POLİTİKALARI

Merkez bankaları fiyat istikrarını sağlamak için çeşitli politikalara gündeme getirmişlerdir. Para politikaları ülkenin sosyo-ekonomik durumu ve merkez bankasının konumuna göre ülkeden ülkeye farklılık göstermiştir. Uygulanacak para politikasını sadece günün gereklerine göre uygun olmak yerine, önceden belirlenen bir politika uyarınca yürütmek için belli bir değişkeni hedeflemek ya da bir değişkeni nominal çıpa kabul ederek bunun yardımıyla hedefe ulaşmaya çalışmak merkez bankaları açısından sık görülen bir uygulamadır (Malatyalı, 1998; 4). Merkez bankalarının nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşabilmesi için iki temel stratejileri vardır. Birincisi, para politikasını dolaylı olarak bir ara hedef değişkeni üzerine kurmaktır. Ara hedef olarak seçilecek değişkenler genellikle para arzı, döviz kuru, faiz oranı ve GSMH'dır. İkinci strateji ise, para politikasını doğrudan o nihai hedef üzerine kurmaktır. Merkez bankaları bu hedeflere ulaşabilmek için bazı operasyonel hedefler kullanmaktadırlar. Faiz oranları, rezerv para veya döviz kuru gibi değişkenler bunlara örnek olarak gösterilebilir (Karasoy; Saygılı; Yalçın, 1998; 12).

2.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesi

Para arzı merkez bankasının doğrudan kontrolü altında bulunan, para politikası araçlarıyla kolaylıkla etkilenebilen ve yönlendirilebilen bir değişkendir. Bu özellikleri

nedeniyle 1980'li yılların başına kadar çok sayıda merkez bankası para arzı hedefini izlemiştir. Parasal büyüklüklerin hedeflenmesine ilişkin politikalarda bu amaç için, parasal tabandan başlayarak değişik para stokları veya kredilerle ilgili büyüklükler kullanılabilir. Mesela, merkez bankalarının büyük bir bölümü tarafından kullanılan nominal bir çıpa; parasal taban, M1, M2 veya M3 gibi parasal büyüklüğe ilişkin büyüme oranı hedefidir.

Para arzı değişkeninin başarısı büyük ölçüde para talebinin istikrarına ya da en azından tahmin edilebilirliğine bağlıdır. Eğer, paranın dolaşım hızı nispeten sabit bir seyir izliyorsa veya önceden belirlenebilir ise, parasal büyüklüğün artış oranı şeklindeki hedef, nominal gelirin istikrarlı bir büyüme oranı seyri içinde kalmasını sağlayabilir ve bu da uzun dönemde fiyat istikrarını beraberinde getirir. Bu tür bir ortamda parasal büyüklüğün nominal çıpa olarak kullanılmasının bazı avantajları vardır. Öncelikle bazı parasal büyüklükler (özellikle dar tanımlılar) merkez bankası tarafından çabuk ve etkin bir şekilde kontrol edilebilmektedir. İkinci olarak, parasal büyüklükler kısa gecikmelerle doğruluk payı yüksek bir şekilde ölçülebilmektedir. Üçüncü olarak, parasal büyüklük kısa sürede bilinir hale geldiği için nominal çıpa olarak kullanılması para politikasının şeffaflığını artırır ve para politikasının bu özelliğe sahip olmasının önemli avantajları söz konusudur. Parasal bir büyüklük para politikasının içinde bulunduğu durumla ve karar alıcıların niyetleriyle ilgili olarak kamuoyuna ve piyasalara anında bir sinyal verir ve böylece enflasyonist beklentişlerin sabitlenmesine yardımcı olur. Ayrıca, parasal büyüklük hedefinin şeffaflığı, merkez bankasının enflasyonu düşük tutma konusunda kamuoyu nezdinde hesap vermesini gerektirdiği için, genişlemeci para politikası izlenmesi konusunda merkez bankası üzerindeki baskıların azalmasına neden olur (Şıklar, 1999; 20).

Bu avantajlarından dolayı 1970'lerde enflasyonla mücadelede yaygın olarak para stoku hedeflemesi (para arzı temel politika hedefi seçilerek) kullanılmıştır. Para stoku hedeflemesinin başarısı istikrara ya da en azından para talebinin tahmin edilebilirliğine bağlı olduğu için, 1980'lerde finansal piyasalardaki yeniliklere bağlı olarak para talebindeki zayıflamalar ve değişmeler bu yaklaşımın başarısız olmasına neden olmuştur (Doğan, 1998; 7). Yapısal değişim ve finansal liberizasyon programları

uygulayan bir çok ülkede paranın dolaşım hızındaki istikrarın kaybolması, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve finans sektöründeki hızlı büyüme sonucu para talebindeki istikrar bozulmuş ve gelişmeler parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesini güçleştirmiştir. Para stokunun en önemli belirleyicisi olan para tabanının hedef değişken seçilmesi de pek uygun değildir. Çünkü, para tabanı ile genel fiyat düzeyi arasında her zaman yüksek bir korelasyon da yoktur. Para arzı tanımlarını veren M1, M2, M3 gibi büyüklüklerin her birinde ölçüm hataları söz konusudur (Oktar, 1998b; 5). Ara hedef olarak seçilen parasal büyüklüğün enflasyon ve cari gelir için nominal çıpa olma özelliğini yitirmesi, ekonomistleri alternatif politika araçlarına yöneltmiştir.

Son yıllarda, ara hedefler uygulamayı gerektirmediğinden, doğrudan enflasyon hedeflemesi politikası alternatif bir politika olarak ortaya çıkmıştır (Karasoy; Saygılı; Yalçın, 1998; 3). Enflasyon hedefi ile parasal büyüklüklerin hedeflenmesi arasında analitik açıdan, her ikisinin de nominal büyüklükler için büyüme çizgisi belirlemesi anlamında, tanımsal olarak nitelendirilebilecek fark olmamakla beraber, teorik açıdan önemli ayrılıklar bulunmaktadır. Her iki yaklaşımda para politikasının aktarım mekanizmasındaki gecikmeler dikkate alındığında, ileriye dönük enflasyonist değerlendirmelere dayanmakla birlikte, bu değerlendirmenin oluşmasında kullanılan değişkenler ve bu değişkenlerin ağırlıkları farklılıklar göstermektedir. Bu anlamda, teorik olarak “saf” parasal hedeflerin belirlenmesi parasal değişkenlere 1, parasal olmayan değişkenlere ise 0 ağırlık verildiği, diğer bir ifadeyle, enflasyon hedefinin belirlenmesi sürecine (0,1) ağırlık kısıtının konulduğu durum olarak tanımlanabilir. Enflasyon hedefinin belirlenmesi ise, enflasyonist değerlendirme yapılırken gerek reel gerekse parasal değişkenlere sıfırdan farklı ağırlıkların verildiği durumu ifade etmektedir.

Düşük enflasyon hedefi hemen hemen bütün merkez bankaları tarafından ortaya konulmakla beraber, enflasyon hedefinin belirlenmesi sürecini uygulayan ülkelerde temel nokta, enflasyon hedefinin para politikası açısından belirleyici rol üstlenmesidir. Başka bir deyişle, para politikasının diğer hedefleri (döviz kuru veya istihdam oranı) ile enflasyon hedefi arasında bir çelişki olduğunda, para politikası enflasyon hedefi doğrultusunda uygulanmaktadır.

Öte yandan, teorik araştırmalar enflasyon hedefinin belirlenmesinin para politikasının enflasyon açısından oluşturduğu sistematik hatayı da ortadan kaldırdığını vurgulamaktadır. Bu anlamda, para politikasındaki ayarlamalarla enflasyon oranının optimal oranın üzerine -örneğin; işsizlik oranının çok düşük (doğal işsizlik oranının çok atında)- yükselmesi engellenmektedir.

Tartışılan bu nedenler dışında, uygulamaya yönelik olarak, enflasyon oranının para politikası açısından uygun bir ara hedef olabilmesi, söz konusu oranın politika araçları ile kontrol edilebilir nitelik taşıması gerekmektedir. Bu doğrultuda para talebi fonksiyonunun gösterdiği kararsız yapı, “parasal büyüklükler” ile karşılaştırıldığında “kısa dönem faiz oranları” ile “enflasyon oranı” arasında daha kararlı bir ilişki bulunması olasılığını gündeme getirmiştir (Alıcı, 1999; 35).

2.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Nominal olarak hedeflenen bir diğer ara değişken, döviz kurlarıdır. Döviz kuru rejimi tercihi ekonomide yapılmakta olan en uzun tartışmalardan biridir. Bunun çözülememesi gerçeğinin anlamı, bütün şartlarda üstün olacak bir döviz kuru sisteminin olmaması demektir. Fakat bir ülke düşük enflasyonu parasını başarılı bir şekilde ya istikrarlı bir yabancı paraya ya da düşük enflasyona sahip ülkelerin paralarından oluşan bir sepete endeksleyerek garanti edebilir. Para politikasının amacı basitleştirilmiş olup yapılacak iş, kuru korumaktır (Fischer, 1996).

Döviz kuru çıpası ülke merkez bankasının ön taahhüdü olduğu için zaman tutarsızlığı sorunundan kurtulma avantajını getirmekte, böylece merkez bankası döviz kurunun devalüe edilmesine yol açacak aşırı genişlemeci politikalar izleyememektedir. Öte yandan döviz kurunun çıpa olarak kullanılması, yerli ülkedeki enflasyonun takip edilen ülkenin enflasyon düzeyine yaklaşacağı konusundaki bekleyişleri uyararak, ülkedeki enflasyonist bekleyişleri düşürmek gibi bir avantaja da sahiptir. Nominal döviz kurunun çıpa olarak kullanılmasının belki de en önemli avantajı, para politikası stratejisinin kamuoyu tarafından kolayca anlaşılabilmesidir (Şıklar, 1999; 20).

Parasal genişlemenin ara hedef olarak konulduğu durumlarda paranın dolaşım hızının tahmin edilmesi yönünde güçlükleri olan ülkeler veya dış ticaret hacmi büyük ama küçük ölçekli (Örneğin; Hollanda gibi) bazı ülkeler parasal büyüklüklerin yerine döviz kurunu ara hedef olarak seçmişlerdir. Döviz kuru hedefleri para politikalarının baz alınan ülkenin para politikasına göre ayarlanmasını gerektirmektedir. Döviz kurunun ara hedef olarak kullanılması gelişmiş ekonomiler için söz konusu olabildiği gibi, aynı zamanda dışa açık küçük ekonomilerde ya da para otoritesinin kredibilitésinin kaybolduğu ve onun yeniden kazanılmasına ihtiyaç duyulduğu ülkelerde yarar sağlayabilir.

Sabit kur (fixed-peg) ya da hareketli kur (crawling-peg) olarak uygulanabilecek bu sistemde, kriter listesindeki ilk koşulun yerine getirilmesi için gerekli şart, merkez bankası nezdinde yeterli döviz rezervi olması halinde sağlanabilir. Gelişmelerin kısa sürelerle izlenmesine ait ikinci literatür ele alındığında, döviz kurlarının günlük olarak izlenebileceği söylenebilir. Ayrıca, nihai hedefin fiyat istikrarının sağlanması olduğu varsayımı altında, küçük-açık ekonomilerde döviz kurlarının fiyat düzeyi ile yakın korelasyon içinde olduğu görülmektedir. Bu açılarından bakıldığında, döviz kurlarının hedeflenmesinin ekonomide fiyat istikrarının sağlanmasında uygun bir hedef değişken olacağı söylenebilir (Malatyalı, 1998; 6).

Buna karşılık, para politikasının yürütülmesinde döviz kurunun nominal çıpa seçilmesinin yaratabileceği ciddi sıkıntılar söz konusudur. Bir kere, çok yüksek düzeylerde seyreden enflasyona karşı yürütülen bir para politikasında döviz kuru sabit tutulmaya çalışılır. Bundan amaç, döviz kurunda değer kaybı beklentilerini kırmaktır. Eğer bu politika diğer politikalarla ve özellikle de maliye politikasıyla desteklenmezse sabitleştirilen kurlar bir süre sonra yeniden artış eğilimine girebilir (Parasız, 1995; 39). Aşırı değerlenmiş döviz kuru ise ülke ekonomisinin rekabet gücünü azaltır ve ihracat sektörünün zarar görmesi nedeniyle ödemeler bilançosu sorununu gündeme getirir.

Ülke içinde ve dışında oluşan şoklara karşı esnekliğin azlığı ve spekülâtif sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri, uygulamada sorunlara yol açar. Finansal liberalleşme gerçekleştirilirken sabit kur sistemini korumak daha da zorlaşır. Özellikle

sabit kuru ya da sürünen pariteyi korumaya çalışan ülkeler dış faiz oranları ve iç piyasa bakış açısıyla tercih edilebilecek faiz oranı arasındaki tutarsızlıkla mücadele etmek zorundadırlar. Bir ülke yüksek enflasyonla mücadelede sıkı para politikası uyguladığı zaman, onun ülke içindeki faiz oranları dış faiz oranlarını aşacak ve yüksek faiz oranları ülkeye sermaye akışını sağlayacak, bu da sıkı para politikasının etkilerini dengeleme eğiliminde olacaktır. Bu, dünyada pek çok ülkeyi etkileyen sermaye akışı problemidir. Açık bir ekonomiye sahip ülkelerin kendi kendilerini dışarıdaki para koşullarından izole etmelerinin imkansızlığı anlaşılmalıdır. Her şeye rağmen problemi hafifletmenin yolları vardır. Eğer ülkeye sermaye akışına iç piyasada para talebinde meydana gelen bir artış sebep olmuşsa, bu durum, para azının arttırılmasına müsaade edilerek sabit kur sistemi içinde kolayca çözülebilir. Fakat eğer bu, dış faiz oranlarındaki bir düşüşten ya da dış yatırımcıların tercihlerindeki bir değişmeden kaynaklanıyorsa, sermaye akışı probleminde tamamen tatmin edici bir yanıt yoktur.

Bir döviz kuru çıpası enflasyonu dünya seviyelerine düşürmeye çalışan bir ülke için faydalı olabilir. Bununla birlikte, ülke içinde para arzındaki aşırı yükselmelerin bir sonucu olarak yurtiçi enflasyon oranının uluslararası enflasyon oranlarını aştığı bir ekonomik yapıda sabit kuru muhafaza etmek ülke parasını aşırı değerlendirecek ve istikrar politikalarının dış ödemelerle ilgili hedefini olumsuz yönde etkileyebilecektir (Quirk, 1996).

Döviz kuru özellikle 1980'li yıllarda hiperenflasyon sürecinin yaşandığı bir çok ülkede yürürlüğe sokulan istikrar politikalarında nominal çıpa görevini yapmıştır. Döviz kurunun nominal çıpa olarak taşıdığı sakıncalar son yıllarda bu uygulamadan vazgeçilmesine neden olmaktadır. Bu durum özellikle gelişmekte olan ülkeler için söz konusudur. Nitekim, ulusal para birimini güçlü bir yabancı paraya bağlayanların sayısı 1976 yılında IMF üyesi gelişmekte olana ülkelerin üçte ikisini oluştururken, bu sayı 1991 yılında üçte birden daha aza inmiştir (Montiel; Ostry, 1993).

Bir enflasyon hedefi fiyatların izleyeceği seyir açısından bir nominal çıpa olanağı vermekte ve sabit döviz kuru çıpasında olduğu gibi, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılma gibi bir avantaja sahip olmaktadır. Ortaya çıkan şeffaflık

enflasyonist bekleyişlerin düşürülmesine destek olurken enflasyon konusunda arzulanan sonucun elde edilmesine de yardımcı olmaktadır. Yine sabit döviz kuru veya parasal hedefleme stratejisinde olduğu gibi, enflasyon hedeflemesi, kısa vadeli üretim canlanmaları sağlayacak, ancak zaman tutarsızlığı yaratacak politikalar izleme konusunda para otoritelerinin üzerindeki baskıyı da azaltacaktır. Öte yandan, enflasyonu hedeflemeye dönük para politikası stratejisi, sabit döviz kuru veya parasal hedefleme stratejilerinden kaynaklanan bazı sorunlardan kaçınma olanağı da vermektedir. Örneğin, sabit döviz kuru stratejisinin aksine enflasyon hedeflemesi bir ülkenin bağımsız bir para politikası yürütmesine olanak tanımaktadır. Dolayısıyla, para otoriteleri yurtiçi şoklara müdahale edebilir ve yerli ekonomiyi yabancı şokların etkisinden koruyacak önlemler alabilirler. Öte yandan enflasyon hedeflemesi, parasal büyüklükle nominal gelir arasındaki bağlantı üzerinde yoğunlaşma ihtiyacını ortadan kaldırdığı için, dolaşım hızı şoklarının neden olduğu sorunlardan kaçınma olanağını da sunar. Çünkü, enflasyon hedeflemesinde mevcut tüm enformasyon enflasyonu tahmin etmek amacıyla bir araya getirilmekte ve enflasyon konusunda arzu edilen sonucun alınabilmesi için gerekli para politikası düzenlemeleri yapılmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi bazı dezavantajlara da sahiptir. Para politikasının enflasyon üzerindeki etkileri konusundaki belirsizlik nedeniyle para otoriteleri enflasyonu kolayca kontrol edemezler. Bu nedenle döviz kurunu sabitlemek veya belirli bir parasal büyüklük hedefini başarmak gibi kesin doğrulukla enflasyon hedefini gerçekleştirebilmek para politikası kararlarını alanlar açısından oldukça zordur. Bunun dışında, para politikasının enflasyon üzerindeki etkileri ile ilgili gecikmeler oldukça uzun (örneğin, gelişmiş ülkelerde bu süre iki yıldan daha uzundur) olduğu için, bir ülkede para politikasının enflasyon hedefleme konusundaki başarısının değerlendirilebilmesi oldukça uzun bir sürenin geçmesini gerektirmektedir. Oysa, bu tür bir sorun sabit döviz kuru rejiminde veya parasal büyüklük hedeflemesinde ortaya çıkmamaktadır (Şıklar, 1999; 22).

2.3. Faiz Oranı Hedeflemesi

Üçüncü ara hedef değişkeni ise faiz oranıdır. Bilindiği gibi, faiz oranı siyasi müdahalelere en açık bulunan bir değişken özelliğini taşır. Merkez bankaları bağımsız değilse faiz oranlarının ara hedef olarak etkin biçimde yönlendirilebilmesi güçleşecektir. Bu bakımdan, bu hedef değişkenin enflasyon için iyi bir gösterge olabilmesi bağımsız bir merkez bankasının varlığıyla gerçekleşebilir. Çünkü, para politikasının siyasi iradenin çıkarları yönünde kullanılması amacıyla gelebilecek telkin ve taleplere ancak bağımsız bir merkez bankası karşı koyabilir. Aksi halde, baskılara açık bir faiz politikası hedef değişken gücünü yitirir.

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

Bu nedenle, faiz oranının bir ara değişken olarak değeri sınırlıdır ve pek de anlamlı değildir. Nitekim, bir çok ülkede para politikasının ara hedefi olarak seçilen faiz oranları beklenen sonuçları vermemiştir. Faizler ara hedef olarak kullanıldığında kısa dönemli faizlerin nihai hedefle ilişkisinin zayıf olması, uzun dönemli faizlerin nihai hedefle ilişkisi olmasına rağmen merkez bankasının kontrolünde olmaması faizlerin ara hedef olarak alınmasını güçleştirmiştir (Melo; Denizer, 1997).

2.4. GSMH (ya da GSYİH) Hedeflemesi

GSMH (ya da GSYİH) hedeflemesinin bir üretim hedeflemesi olduğu söylenir. Cari milli gelirin hedeflendiği uygulamalarda reel büyüme ve istenen enflasyon oranı ile tutarlı bir cari milli gelir hedefi belirlenmektedir. Enflasyon hedeflemesi, üretim düzeyinin istikrarını göz ardı eden bir kural olarak

değerlendirilebilir. Bir enflasyon hedefi, enflasyon üzerinde daha sıkı bir kontrol olanağı tanımasına karşın, üretimde daha büyük ölçüde değişkenliğe neden olabilir. Örneğin, enflasyon oranını arttıran ve üretimi azaltan negatif bir arz şoku sayısal olarak tespit edilmiş olan enflasyon hedefinin tutturulması için sıkı para politikası uygulanmasını gündeme getirir. Oysa, bu tür bir politika üretimi daha da düşüreceği için zarar görenlerin sayısı artacaktır. Aksine, dolaşım hızı şoklarının olmadığı bir ortamda parasal büyüklük hedefi nominal gelirin artışını hedeflemekle aynı şeydir. Çünkü, nominal gelir artışı, reel üretim artışı ile enflasyonun toplamına eşit olmaktadır. Negatif arz şoku fiyatları yükseltip reel üretimi düşürdüğü için nominal gelir üzerindeki etkisi, enflasyon üzerindeki etkisinden daha küçük olacaktır; bu da para politikasında daha az bir sıkılaşmaya neden olacaktır.

Nominal gelir artışı hedefi, enflasyon hedefinin sahip olduğu bir çok özelliğe sahiptir. Öte yandan, bu strateji de aynı avantaj ve dezavantajlara konu olmaktadır. Pozitif cepheden bakıldığında, dolaşım hızı şoklarının neden olduğu sorunlardan ve zaman tutarsızlığı sorunundan kurtulma olanağı vermekte ve ülkenin kendi koşullarına göre bağımsız bir para politikası yürütmesine imkan sağlamaktadır. Negatif cepheden konu ele alındığında ise, nominal gelirin para otoriteleri tarafından kontrolünün kolay olmadığını söylemek mümkündür ve nominal gelir hedefine ulaşmadaki başarılarının değerlendirilebilmesi için çok uzun bir süre gereklidir. Ancak nominal gelir artışının hedeflenmesi somut olarak reel üretim cephesine de ağırlık verdiği ve bu nedenle reel gelirde daha küçük dalgalanmalara yol açtığı için avantajlı görülmektedir.

Mevcut avantajlarına karşın nominal gelir hedeflemesi, enflasyon hedeflemesine göre iki önemli dezavantaja da sahiptir. İlk olarak, nominal bir GSMH hedefi merkez bankasını veya hükümeti bir dizi potansiyel GSMH büyüme oranı açıklamak zorunda bırakabilir. Potansiyel GSMH tahminleri tam bir doğruluk taşıyamayacağı ve zaman içerisinde değişiklik gösterebileceği için bu tür açıklamalar oldukça önemli sorunlar doğurmaktadır (Şıklar, 1999; 23). Potansiyel GSMH artışı için belirli bir rakam açıklanması, karar alıcıların aslında mevcut olamayan bir kesinliğe işaret ettikleri şeklinde yorumlanabilir ve kamuoyu tarafından bu hedefin sabit bir hedef olarak yorumlanması gibi hatalı bir duruma yol açabilir. Bu nedenle potansiyel GSMH

artışına ilişkin spesifik bir büyüklüğün hedef olarak açıklanması siyasi tartışmalara yol açabilir ve politika kararlarını alanlarla siyasiler arasında bir çelişkinin ortaya çıkmasına neden olabilir. Öte yandan potansiyel GSMH artış oranına ilişkin tahmin oldukça yüksekse ve toplum tarafından bu değer hedef olarak kullanıldığı inancı yaygınlaşırsa geleneksel zaman tutarsızlığı sorunu ve buna bağlı olarak enflasyonist bir yanlılık ortaya çıkabilir.

İkinci dezavantaj, nominal GSMH kavramının kamuoyu tarafından tam olarak anlaşılabilmesidir. Bu da enflasyon hedeflemesine göre daha düşük bir şeffaflık yaratır. Örneğin toplu sözleşmeler imzalanarak hiç kimse nominal GSMH artışından söz etmez. Ayrıca nominal ve reel GSMH kolaylıkla karıştırılabileceği için nominal GSMH hedefi kamuoyu tarafından merkez bankası reel GSMH artışını hedefliyormuş gibi değerlendirilebilir ve dolayısıyla yukarıda ortaya konan sorunların doğmasına yol açabilir (Şıklar, 1999; 24). Bu bakımlardan enformasyon ve açıklık ilkesinin, enflasyon hedefinin kullanılmasıyla hem kolayca hem de etkin bir biçimde gerçekleştirilmesi mümkün olacaktır. Fiyatlara ilişkin verilerde enformasyon nominal gelir verilerine oranla hem zamanında hem de çok daha sık elde edilir. Nominal gelire ilişkin verilerin toplanması işlemi geliştirilebilirse de nominal gelirin ölçülmesi mevcut fiyatlarla ilgili verileri olduğu kadar, mevcut büyüklüklerle ilgili verileri de gerektirir. Bu nedenle de ölçüm işlemi zamanında gerçekleştirebilmek kolay kolay mümkün değildir (Oktar, 1998a; 59).

3. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN GEREKÇELERİ

3.1. Fiyat İstikrarı

Enflasyon hedeflemesi, *“düşük ve istikrarlı bir enflasyona ulaşmayı ve bunu korumayı isteyen bir ülkede para politikasının temel hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiği”* şeklindeki bir önermeden doğmaktadır (Mishkin, 1999). Özellikle 1970’li yılların ortalarından itibaren dünya genelinde uzun süreli ve yüksek enflasyon sürecinin yaşanması ekonomide fiyat istikrarının sağlanması öncelikli bir politika gündeme getirmiştir.

Günümüz ekonomilerinde merkez bankalarının gerçekleştirmekle yükümlü oldukları çeşitli görevleri bulunmakla birlikte, asli görevlerinin başında ulusal paranın değerinin korunması, diğer bir deyişle, uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanması gelmektedir. Enflasyonun kaynağı daha çok para stokundaki değişimler olduğu için, fiyat istikrarının sağlanmasında, para politikasına büyük görev düşmekte ve bu konu para politikasının birinci amacı haline gelmektedir. Bugün fiyat istikrarının sağlanmasına ilişkin misyon merkez bankaları için varlıklarının adeta temel nedeni olarak kabul edilmektedir. Gerçekten de özellikle bağımsız bir kimliğe sahip olan merkez bankaları fiyatlar genel düzeyinde istikrarın sağlanması ve bu istikrarın uzun süreli korunması konusunda kamuoyu önünde açık taahhüt altına girmektedir. Giderek geniş bir uygulama alanı bulan ve gerek kuramsal gerekse analitik çalışmalarla zengin bir literatür kazanan enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, fiyat istikrarını amaçlayan ülkeler için ilginç bir deneyim oluşturmaktadır.

Fiyat istikrarı amacı, para politikasının ekonomiyi ve dolayısıyla enflasyonu kısa sürede etkileyen bir güce sahip olmasının ötesinde bir kavram olarak değerlendirilmelidir. Para politikasının ekonomi ve fiyatlar üzerinde yaratacağı etki iki ya da üç yıl içinde ortaya çıkmaktadır. Oysa, fiyat istikrarı fiyatlara daha geniş bir ufukta bakılmasını gerektirmektedir. Çünkü, hanehalkı ve işletmeler ileriye dönük planlarını yaparken para otoritelerinin aldıkları kararlardan büyük ölçüde etkilenmektedirler. İşte fiyat istikrarının tanımlanmasında bu geniş ufuk nosyonu ön plana geçmektedir.

Ekonomik istikrarın fiyatlar genel seviyesindeki hızlı ve sürekli artışlar sebebiyle bozulması sonucu ortaya çıkan enflasyon olgusunun, tasarruf seviyesinden kaynak tahsisine, yatırımdan ihracata, kambiyo fiyatından kamu finansmanına ve nihayet gelir dağılımına kadar çok olumsuz etkiler getirmesi kaçınılmazdır. Fiyat istikrarının sağlanmadığı bir ekonomide, fiyatlar sürekli bir artış eğiliminde olduğu için, bu durum hizmet ve ürünlerin maliyetine etki ederek fiyatlarını arttıracaktır. Artan fiyatlar talebi kısacağından hizmetlerin ve ürünlerin üretiminde kısıcıcı etkiler etki yaratacaktır. Bu durum doğal bir sonuç olarak bireylere ve ekonomiye yansiyacaktır. Paradan kaçış olgusu tasarruflar üzerinde negatif etki yaratacak, ekonomide iç ve dış

dengeler bozulacak, artan enflasyon nedeniyle yapılacak yatırımlar ve gelecek ile ilgili politikalar olumsuz etkilenecek, bireyler kazançlarını artan fiyat seviyesinin üzerinde tutabilmek için diğerleriyle rekabete girecektir. Yani enflasyon oranı değişimleri, geliri yeniden dağıtıcı etkiler yaratır. Enflasyonun en köklü etkisi şüphesiz tüm serbest piyasa sisteminin dayalı olduğu fiyat mekanizmasının bozulması ile bütün piyasaların bozulmasına sebep oluşunda görülür. Etkin para ve maliye politikaları kullanılmadığı takdirde artan enflasyon hiperenflasyon olarak ortaya çıkacaktır.

İlımlı düzeyde bile olsa, artan fiyatlar, topluma çok önemli maliyetler yüklemektedir. Enflasyonun yaşandığı bir tüm ülkelerde toplum bu maliyetleri üstlenmek zorunda kalmaktadır. Bu maliyetler arasında en önemlilerini şu şekilde ifade etmek mümkündür:

- İşletme kararlarının sonuçları ve karlılık konusunda artan belirsizlik,
- Enflasyonun ve vergi sisteminin birlikte yarattığı etkiler nedeniyle sermaye maliyetinde ortaya çıkan olumsuzluklar,
- Verimli olan faaliyet alanlarına yönelme yolunda ortaya çıkan olumsuzluklar.

Enflasyonun verimli olmayan faaliyetleri özendirme şeklinde yarattığı ekonomik olumsuzluklar ile ilgili olarak, son yıllarda daha da ön plana çıkan bir örnek vermek gerekirse, finansal sektörde yapılan aşırı yatırımlar gösterilebilir (Şıklar, 1999; 3). Kronik yüksek enflasyon içinde bir takım yapay gelirler ve harcamalar, buna bağlı olarak da bir takım yapay iktisadi ve ticari faaliyetler, iş alanları ve istihdam şekilleri ortaya çıkmıştır. Enflasyon beklentisi kökleştikçe, karar alıcılar kendilerini koruma dürtüsüyle hareket etmeye başlamışlardır. Bu bağlamda, mali ve sermaye işlemlerinin liberizasyonunun da açılmasıyla, parasal ve finansal konular ön plana çıkarken üretim, teknoloji, yatırım, verimlilik gibi reel ekonomiyle ilgili konular ikinci plana düşmüştür. Reel ekonomiden kopuk parasal ve finansal yöntemlerle rant toplamaya verilen ağırlık, doğası gereği, kısa dönemli düşünmeyi getirmiştir (Uygur, 1993; 22).

Enflasyonun yarattığı belirsizlikler nedeniyle, finansal işlemlere girişen ekonomik birimler daha çok zaman, çaba ve kaynak harcamak zorunda iseler, ekonominin üretken kapasitesinin daha yüksek bir bölümü işlemlerin gerçekleştirilmesi ile ilgili faaliyetlere transfer edilmek durumundadır. Kısacası, enflasyon tarafından özendirilen verimli olmayan faaliyetlere yönelmenin getirdiği tüm maliyetler gibi, finansal sektördeki aşırı yatırımın maliyetleri ekonomik gelişme için gerekli olan kıt kaynakların azalması sonucunu doğurmaktadır. Bu ekonomilerin fiyat istikrarına doğru yönelmesi ise kaynakların tekrar verimli faaliyet alanlarına yönelmesi için gerekli uyarıcı etkiyi yaratacaktır.

Ancak, yüksek enflasyondan ani bir şekilde fiyat istikrarına doğru yönelme de belirli şartlar altında çeşitli maliyetler getirebilmektedir. Enflasyon dışında bir neden olmaksızın aşırı büyüyen bir sektör bulunması sözü edilen belirli şartlardan bir tanesidir. Bu sektörün aşırı büyümesine neden olan faktörün (enflasyon) ortadan kaldırılması bu sektörden çok hızlı bir şekilde diğer sektörler için kaynak transferlerine neden olur ve dolayısıyla söz konusu sektörde iflaslara ve işsizliğe neden olur. Finansal sektörün aşırı büyüme sergilediği ülkelerde enflasyon düşürüldüğü zaman yaşanan olgular tamamıyla yukarıda açıklanan senaryoya uygun düşmektedir. Bu durum fiyat istikrarına duyulan gereksinim için başka bir gerekçeyi oluşturmaktadır. Bir diğer deyişle, enflasyonun düşük düzeyde olduğu bir ortamda, yükseliş-iniş döngülerinin yaşanma olasılığı oldukça düşüktür ve ortaya çıktıkları zaman kolayca mücadele edilebilir nitelik taşımaktadırlar. Bu gereksiz yükseliş ve düşüşlerden kaçınmak, enflasyonun getirebileceği çok ciddi sosyal maliyetleri de sınırlamaktadır. Örneğin, enflasyon, yükselen fiyatlar karşısında ücretlerini yükseltmek amacıyla olan toplumsal grupları karşı karşıya getirerek ülkedeki toplumsal yapının ciddi şekilde yara almasına yol açar (Şıklar, 1999; 4).

Enflasyonun önlenmesi ile ekonomik ajanlar yani firmalar, insanlar ve devlet, gerek tüketim ve gerekse yatırım malları taleplerinde, faktör kullanımında daha rasyonel davranmaya başlar. Müteşebbisler zihinlerini enflasyon tahmini yapmak ve işlerini buna göre ayarlamak gibi bir belirsizlikten, siyasi otorite de makro ekonomik sorunlarla uğraşmaktan kurtulur ve gerçek üretimin yapıldığı piyasalar kendi doğal sistemleri

içinde işleme imkanına kavuşur ve düzene girer. Bunun ekonomi literatürü bakımından anlamı kaynakların rasyonel kullanımınıdır (Uysal, 1998; 60).

Bir ülkede enflasyonu direkt olarak hedefleyen bir para politikası stratejisinin düzenlenmesi kararı, para politikası ile yapılabilecekler ve yapılamayacaklar konusuyla ilgili bir dizi karara bağlıdır. Son yirmi yılda iktisat biliminde ortaya çıkan bir yargıya göre, üretimi canlandırmak ve işsizliği azaltmak amacıyla izlenen aktivist bir para politikası enflasyona neden olmakta, ancak kalıcı nitelikte bir düşük işsizlik ve kalıcı nitelikte bir yüksek üretim düzeyi yaratamamaktadır. Bu nedenle para politikasının temel amacı olarak fiyat istikrarının kabul edilmesi yaygınlaşmaktadır.

1970’li yıllarda görülen hızlı enflasyon ve ekonomik durgunluk olgusu, adeta enflasyonun kendi kendini besleyen bir süreç haline geldiği düşüncesini yaratmıştır. Literatürde, enflasyon ve durgunluğun doğurduğu işsizlik probleminde çözümün geleneksel makro ekonomik politikalar çerçevesinde mümkün olmadığı veya ancak katlanılmaz maliyetler ödenerek çözüme ulaşılabileceği konusunda bir görüş birliğine ulaşılmış görünmektedir. Keynesyen yaklaşımda enflasyon ile işsizlik arasında bir çelişkinin (trade-off) varlığının kabul edilmesi, -örtük biçimde de olsa- bu iki ekonomik problemin, bir diğerrinin kötüleşmesi pahasına çözümlenebileceği sonucunu yaratmaktaydı. Monetarist yaklaşımda ise, enflasyon ile işsizlik arasında kısa dönemde var olduğuna inanılan çelişkinin uzun dönemde ortadan kalktığı kabul edilmekteydi.

Geleneksel politikaların yaşanan ekonomik problemlere çözüm üretme konusundaki başarısızlıkları, fiyatların kontrol altına alınmasını ve anti-enflasyonist politikanın yaratabileceği olumsuz sonuçların minimize edilmesini sağlayacak yeni program arayışlarına yol açmıştır. Ekonomistlerin büyük bir kısmının görüş birliğine sahip olduğu hususlardan birisi, çoğu ülkede gözlenen ortalama enflasyon oranının sosyal açıdan optimal enflasyon oranından daha yüksek olduğu ve enflasyonist sürecin esas olarak para arzı artışlarından kaynaklandığıdır. Buradan hareketle, para politikasının bir “enflasyonist eğilim”e sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Erdoğan, 1997; 2).

Böylece istikrara ulaşmak için temel nokta, parasal genişlemenin yol açtığı para arzındaki artışların kontrol edilebilmesi olarak kabul edilebilmektedir. Bu bağlamda, enflasyon hedefinin belirlenmesi yaklaşımı, teorik anlamda, para politikasının uzun dönemde sadece nominal değişkenler üzerinde etkili olabileceği sonucu üzerine oturtulmuş olmaktadır (Alicı, 1999; 35).

1970'li yıllar boyunca anti-enflasyonist programın nasıl düzenlenmesi gerektiği konusunda iki öneri ortaya atılmıştır. Oyun teorisine dayanmayan bu önerilerden birincisi, Monetarist iktisatçılar tarafından ortaya atılan ve enflasyon oranında sürekli ve öngörülebilir azalışı savunan yaklaşımdır (Gradualism).¹

Diğeri ise, Yeni Klasik iktisatçılar tarafından ileri sürülen, enflasyonun birdenbire ve öngörülemez biçimde düşürülmesini amaçlayan bir radikal politika paketi hazırlanmasını öngören yaklaşımdır (Immediacy). Bu iki farklı politika önerisi, teorilerin, piyasaların uyarlanma hızı ve anti-enflasyonist politikanın yaratacağı maliyetler konusundaki farklı görüşlerini yansıtmaktadır. Monetarist iktisatçılara göre, parasal daralma sonrasında işsizlik artacaktır; bu artışın derecesi ve sürekliliği parasal daralmanın derecesine ve özel kesimdeki birimlerin gelecekteki enflasyon oranlarına ilişkin beklentilerinin aşağı doğru uyarlanma hızına bağlıdır.² Özel kesimdeki birimlerin beklentilerinin gerçekleşen enflasyon oranına tam olarak uyarlandığı uzun dönemde ise, ekonomi doğal oran dengesine geri dönecektir. Yeni Klasik iktisatçıların düşüncesi, parasal büyüme oranındaki düşüşün kısa dönemde bile üretim açısından bir maliyet yaratmadığı yönündedir. Ancak, Yeni Klasik iktisatçılara göre, böyle bir maliyetle karşılaşılması için özel kesimdeki birimlerin, politika otoritesinin ilan ettiği politikaları gerçekten uygulayacağına inanmaları gerekmektedir. Hızlanan enflasyon ile birlikte üretim/istihdam oranlarında düşüşün görüldüğü bir ortamda, ortaya atılan

¹ Monetarist iktisatçılar, enflasyonist beklentilerin aşağı yönde uyarlanması ve ortaya çıkan işsizlik maliyetinin düşürülmesi için fiyat ve gelirler politikasının uygulanmasını desteklemektedirler. Bu amaçla, endeksleme metodundan yararlanılabilir. Endekslemeye gidildiği takdirde, enflasyon oranı düştükçe nominal ücretlerin artış oranı da otomatik olarak düşecektir.

² Parasal daralmanın işsizlik oranını artırma şeklindeki maliyetinin, nominal ücret sözleşmelerinin eş zamanlı düzenlenmemesi nedeniyle ortaya çıktığı savunulmaktadır.

çözüm önerilerinin iki temel soruya yanıt vermesi gerekiyordu: Enflasyon oranında gözlenen bu hızlı artışa hangi faktörler yol açmıştır? Hangi politikalar yoluyla işsizlik oranında artışa yol açmaksızın enflasyonu düşürmek mümkün olacaktır?

Konuyla ilgili literatürün çıkış noktası, Yeni Klasik Teorinin makro ekonomik politika teorisine kattığı rasyonel beklentiler hipotezi ve bu hipotezin para politikasının oluşum süreci ve ekonomi üzerinde yarattığı etkilerdir. Geleneksel makro ekonomik politika teorilerinde, optimal politika oluşum sürecinin doğaya karşı oynanan bir oyun olarak ele alındığı söylenebilir. Bu şekilde tek taraflı bir politika ortamında politika otoritesi, makine gibi programlanabilen pasif bir karar birimi konumundadır. Makro ekonomik politika teorisine modern yaklaşımda ise, politika yapım süreci (policy-making), rasyonel beklentiler hipotezinin bir sonucu olarak, politika otoritesi ile akıllı ve bilgili özel kesim arasındaki karşılıklı ilişkilerle şekillenen bir oyun olarak tanımlanmaktadır. Bu şekilde tanımlanan iki taraflı politika oyunundan politika otoritesi de, tıpkı özel kesimdeki ekonomik birimler gibi belirli kısıtlar altında faydasını maksimize etmeye çalışan bağımsız bir karar birimi olarak alınmaktadır.

Makro ekonomik politika oluşumunda politika otoritesine aktif bir rol verilmesi, yaşanan ekonomik problemlerin kaynağını ve getirilecek çözüm önerilerinin kapsamını da önemli ölçüde etkilemiştir. Aktif bir oyuncu olan politika otoritelerinin davranışları, ekonomik problemlerin ortaya çıkışında belirli bir etkiye sahip olacakları gibi çözüm aşamasında da etkin bir rol oynayabileceklerdir.

Oyun teorisinde enflasyon problemi politika otoritesinin para arzı artışları yaratarak genişletici politika izleme güdülerine dayalı olarak açıklanmaya çalışılmaktadır. Para otoritesini parasal genişleme politikası izlemeye yönelten iki temel güdünün varlığından söz edilebilir. Para otoritesi; (i) enflasyon ile üretim arasındaki çelişkidenden fayda sağlamak, (ii) senyoraj geliri elde etmek amacıyla para arzında artış yaratmak isteyebilir. Gelişmiş ülkelerde politika otoritesinin para arzı artışlarından elde ettiği senyoraj gelirin önemli sayılamayacağı düşüncesinden hareketle, ilgili literatür, enflasyon-üretim çelişkisinden fayda sağlama güdüsü üzerinde yoğunlaşmıştır. Ancak, para otoritesinin böyle bir fayda sağlayabilmesi için, para politikasının ekonominin reel

kesimi üzerinde etkilere sahip olması veya en azından para otoritesinin buna inanıyor olması gerekmektedir. Oyun teorisinde ekonominin arz yönü Lucas arz fonksiyonu ile tanımlanmakta ve bu şekilde para otoritesinin, öngörülmedik enflasyon yoluyla enflasyon-üretim çelişkisinden fayda sağlaması olanağı yaratılmaktadır. Söz konusu literatürde vurgulanan en önemli nokta, ekonomik problemlerin çözümü için ortaya atılan politika önerilerinin uygulanmasıyla enflasyonun düşük maliyetle veya sıfır üretim maliyeti ile düşürülebilmesini, ancak politikaların özel kesimdeki ekonomik birimler tarafından güvenilir bulunmasına bağlı olmasıdır. Politikaların güvenilirliği ise özel kesimin politika otoritesini güdülerine ilişkin beklentilerine göre şekillenmektedir. Dolayısıyla, oyun teorisi yaklaşımı, “bir denge politikasının politika otoritesi açısından optimal olması gerekirken, özel sektör açısından da güvenilir olması gerektiği” düşüncesi çerçevesinde geliştirilmiştir.

Özel sektör ile politika otoritesinin ekonomik kararlar açısından karşılıklı bağımlılıkları, politikanın böyle bir bağımlılığın olmadığı modellerden farklı sonuçlar doğurmasına yol açmaktadır. Örneğin, geleneksel Keynesyen politika modellerinde politika otoritesinin toplam talep yönetimi politikaları yoluyla üretim düzeyini etkileyebileceği kabul edilmektedir. Oyun teorisi modellerinde ise, para otoritesinin enflasyon-üretim çelişkisinden kısa dönemli kazançlar elde etme güdüsü rasyonel beklentilere sahip özel sektör tarafından öngörüldüğü için, söz konusu politika, para otoritesi açısından istenen sonuçları yaratmayabilir. Politika otoritesinin, ilan ettiği politikadan vazgeçerek özel sektörü kandırma politikasını tercih etme güdüsü, “optimal politikaların dinamik veya zaman tutarsızlık” probleminin kaynağı olarak görülmektedir. Bağlayıcılık niteliği taşımayan (discretionary) geleneksel Keynesyen toplam talep yönetimi politikalarının sosyal refah fonksiyonunun maksimizasyonu ile sonuçlanmayacağı görülmüştür. Para otoritesi, politikalarını bağlayıcı olmayan bir tarzda belirleme olanağını enflasyon-üretim çelişkisinden fayda sağlamak amacıyla kullanacak ve sonuçta toplum, başlangıçtakinden daha yüksek enflasyonun maliyetlerine katlanmak durumunda kalırken, üretim açısından herhangi bir kazanç elde edemeyecektir. Yeni Klasik teorinin bir uzantısı olarak gelişen oyun teorisi yaklaşımının, politikalarını belirleme esnekliğine sahip olduğunda politika otoritesinin sosyal açıdan istenmeyen sonuçlar yarattığı şeklinde ulaştığı sonucun, bağlayıcı-sabit

politika ortamı lehine olan argümanı güçlendirme amacını taşıdığı söylenebilir. Politika otoritesinin kandırma politikası izleme güdüsünün ancak bağlayıcı sabit (commitment) politika ortamında ortadan kalktığı savunulmaktadır. Ancak, bağlayıcı- sabit politika ortamının gerçek yaşam uyarlanması konusunda karşılaşılan güçlükler, bağlayıcı olmayan politika ortamında çözüm arayışlarına yol açmıştır. Bu arayışlar, çeşitli yaklaşımların geliştirilmesi sonucunu yaratmıştır (Erdoğan, 1997;43).

3.2. Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi

Zaman tutarsızlığı problemi, politikaların güvenilirlik niteliğini ön plana çıkarmaktadır. Optimal politikaların zaman tutarsızlığını para politikasının taşıdığı enflasyonist eğilimin kaynağı olarak ortaya koyan çalışmalarda, hemen hemen istisnasız olarak söz konusu eğilimi yok etmeye yönelik çözüm önerileri üzerinde durulduğu söylenebilir. Politikaların zaman tutarsızlığının yarattığı güvenilirlik problemi temelinde çözüm önerilerinde, politika otoritesinin karşı karşıya olduğu güdü ve kısıtlar dikkate alınmaktadır. Para otoritesinin kandırma politikası izleme yönünde sahip olduğu güdülerin alınması ve otoritenin karşı karşıya olduğu kısıtların değiştirilmesi, çalışmaların çıkış noktası olarak ifade edilebilir. Önceki kısımda belirtildiği gibi, bağlayıcı –sabit politika ortamında para otoritesinin öngörülmedik enflasyon yaratarak kandırma politikası izleme güdüleri tamamen ortadan kaldırılmaktadır. Dolayısıyla, böyle bir ortamda güvenilirlik problemi de söz konusu olmamaktadır. Ancak bağlayıcı-sabit politika kuralını uygulama alanını geçirme güçlükleri, araştırmacıları, bağlayıcı olmayan politika ortamından sonuçların nasıl iyileştirilebileceği ve enflasyonist eğilimin nasıl ortadan kaldırılacağı konusunda ikinci-en iyi politika arayışlarına yöneltmiştir. Para politikasının güvenilirliği üzerine yapılan çalışmaların ortak noktasını parasal politikayı uygulayanları güdülerinin açık bir biçimde biçimlendirildiği, bu kişilerin karşısında bulunan halkın ise geçmiş deneyimlerinden dersler çıkartarak hareket ettikleri ve beklentilerini yeni duruma oldukça hızlı bir biçimde uyarladıkları bir ortamda karşılaşılan kısıtlamalar oluşturmaktadır (Swinburne; Branco,1991; 419).

Zaman tutarsızlığı sorununun ortaya çıkma sebebi ücretlerin ve fiyatların belirlenmesi sürecinde gelecekte izlenecek para politikası ile ilgili beklentişlerin

belirleyici bir rol oynamasıdır. Politika kararlarının tartışılmasında başlangıç noktası genellikle özel sektör beklentilerinin veri olduğunun varsayılmasıdır. Söz konusu beklentiler sabitken, politika kararlarını alanlar beklenenden daha yüksek düzeyde bir para politikası izleyerek üretime canlandırabileceklerini veya işsizliği düşürebileceklerini bilirler. Sonuçta enflasyondan daha çok üretim cephesi ile ilgilenen karar alıcılar beklenenden daha yüksek düzeyde genişlemeci bir para politikası izleme eğilimi içerisinde olacaklardır. Oysa işçiler ve firmalar ücret ve fiyatlarla ilgili kararlarını izlenecek politika konusundaki beklentilerine dayandırdıkları için, karar alıcıların genişlemeci para politikaları izleme eğiliminde olduklarının ayırtına varırlar ve onlar da enflasyonla ilgili beklentilerini yükseltirler. Sonuçta ücretler ve fiyatlar da yükselecektir (Şıklar, 1999; 15).

Özel sektörün zamanlama konusunda uyuşmazlığı fark etmesi ve politika uygulayıcılarının anti-enflasyonist politikanın geleceğine ilişkin güvenilir bir ön taahhütte bulunmamaları, emisyon hacminin azaltılmasını yavaşlatacak ve özellikle de reel sektörün maliyetlerinde önemli artışlar yaratacaktır. Bunun nedeni de, enflasyon risk primlerinin faiz oranları ile ücret ve maaş kararlarının birleştirilmesi ve enflasyon beklentilerinin çok yavaş biçimde düşmesi olacaktır. Uzun dönemde ise, ekonomi yine “doğal çıktı ve istihdam oranı” düzeyinde kalacaktır (Cecchetti, 1997).

Bağlayıcı olmayan politikalara yöneltilen ve yukarıda kısaca özetlenen eleştiriler, merkez bankalarının ve akademik iktisatçıların çok büyük bir bölümünün para politikasının uzun dönemde tek bir amaca yönelmesi gerektiğini kabul etmelerine neden olmuştur. Bunun ötesinde, zaman tutarsızlığı sorununun neden olduğu enflasyonist yanlılıktan (veya daha genel anlamda para politikasının amaçları ile ilgili belirsizlikten) kaçınabilmek için para politikası stratejisi genellikle nominal bir çığaya bağlanmaktadır. Söz konusu çığa bir hedef olarak fonksiyon görmekte ve merkez bankasının beklenmedik genişlemeci politikalar izleyerek üretimi canlandırma şeklinde bir strateji uygulamasına (veya bu konudaki baskılara) engel olunabilmektedir (Şıklar, 1999; 19).

4. ENFLASYON HEDEFLEMESİ: TANIM VE KAPSAM

Enflasyon hedeflemesi son yıllarda para politikasının güvenilirliğini sağlamada ara hedef olarak seçilen değişkenlerin para politikasının yürütülmesinde çıpa olma özelliğini kaybetmeleri sonucunda önem kazanmış bir yaklaşımdır. 1970’li ve 1980’li yıllarda uygulamış oldukları parasal büyüklük ya da nominal döviz kuru hedeflemesine yönelik para politikaları uygulamalarından, fiyat istikrarının sağlanması açısından, gelişen liberizasyon şartlarının da etkisiyle, tatminkar sonuçlar elde edemeyen ülkelerin bir kısmı 1990’lı yılların başından itibaren parasal politikalarına bir çerçeve olmak üzere enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmişlerdir. Bu yaklaşımda enflasyonun kendisinin hedef alınması hem ara hem de nihai değişken rolünü oynamakta, ayrıca ara hedef kullanılmasına ihtiyaç bırakmamaktadır. (Oktar, 1999; 37).

Enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanan kavramın en temel dayanağı; bir ülkedeki para politikasının ana amacının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranına ulaşmak ve bunu korumak şeklinde ifade edilmiştir. Bu önerme ekonomistler arasında görüş ayrılıklarına sebep olsa da, artık aşağıdaki dört önerme sayesinde geniş bir kitle tarafından kabul görmüştür:

- Orta ve uzun vadede para arzındaki artışın etkisi yoktur. Bunun anlamı, para arzı artışları sadece enflasyon üzerinde etkilidir, üretim ve işsizliği etkilemez.
- Yüksek ve değişken enflasyon, uzun dönemli büyümeyi ve kaynakların verimli şekilde dağılımını olumsuz yönde etkiler.
- Para arzı kısa vadede etkilidir. Diğer bir deyişle, kısa dönemde para arzı reel değişkenlere geçiş etkisi gösterir ve işsizlik ve üretim gibi değişkenleri etkiler.
- Para arzı, enflasyonu değişken ve farklı büyüklükteki etkilerle farklı geçiş süreçlerinde etkiler. Bu geçiş süreleri Merkez Bankasının enflasyonu periyot bazında etkilemesini engeller (Karapınar, 2001).

Enflasyon hedeflemesini savunanlar tarafından bu listeye ilave edilen beşinci bir uzlaşma noktasından daha söz etmek mümkündür. Buna göre, merkez bankasının para politikası araçlarının belirlenmesini yaparken duruma göre davranma olanağına sahip

olması para politikasına enflasyonist bir yanlılık kazandırmaktadır. Daha önce de sözü edilen bu dinamik tutarsızlık, uygun bir taahhüt tekniğinin geliştirilmemiş olması durumunda, para otoritelerinin güvenilir bir düşük enflasyon taahhüdünde bulunmalarına engel olmaktadır. Bu ortamda para otoriteleri düşük enflasyon hedefinin yerine başka bir hedefi öne çıkarmak durumundadırlar. Enflasyon hedeflemesi, enflasyonu para politikasının somut ve tek hedefi haline getirerek bu sorunları gidermeye yardımcı olmaktadır. Böylece merkez bankası, enflasyonist baskılar ortaya çıkarmadan önce, önceden belirlenmiş politika değişikliklerini izleyerek ileriye dönük bir uygulamaya kavuşmaktadır. Belirtilen uzlaşma noktaları üzerine inşa edilen enflasyon hedeflemesi, bir çok iktisatçı tarafından, merkez bankalarının izlediği geleneksel yöntemlerle karşılaştırıldığında, para politikasının yürütülmesinde ve fiili performansında ciddi iyileşmeler sağladığı şeklinde değerlendirilmektedir (Şıklar, 1999; 25,26).

Aslında son yıllarda artan popüleritesine rağmen, enflasyon hedeflemesi yaklaşımının kuramsal temelleri çok yeni sayılmaz. Yaklaşım ile ilgili ilk düşünceleri Alfred Marshall ve Kunt Wicksell'in bazı çalışmalarında bulmak mümkündür. Enflasyon hedeflemesi kavramı literatürde ilk kez, böyle bir uygulamayı onaylamasa ve savunmasa da, Robert J. Barro tarafından kullanılmıştır. Yaklaşımı savunan iktisatçıların başında Hetzel, Woolsey ve Dowd gelmektedir.³

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı 1990 yılında Yeni Zelanda ile başlamış olup bugüne kadar daha çok gelişmiş ekonomiler başta olmak üzere geniş bir uygulama alanı bulmaktadır. Bu yaklaşım aslında Yeni Zelanda, İngiltere, Kanada, Avustralya, İsveç, Finlandiya gibi kalkınmış ülkelerce, başka tür politikalar yeterince şeffaf ve hesabı verilebilir olmadığı için düzenlenmiş bir para politikasıdır (Hazırolan, 1999; 5).

Bu yaklaşımı benimsemiş ülkeler arasında uygulama yönünden farklılıklar bulunmakla birlikte, ampirik gözlemlerden yola çıkılarak kuramsal bazı genellemeler

³ Ayrıntılı bilgi için bkz. Robert L. HETZEL, "Maintaining Price Stability: A Proposal", Economic Review, Federal Reserve Bank of Richmond, March/April, 1990; William W. WOOLSEY, "The Search for Macroeconomic Stability: Comment on Scot Summer's The Development of Economic Aggregate Targeting", The Cato Journal, Vol.12, Fall 1992; Kevin DOWD, "A Proposal to End Inflation", Economic Journal, Vol.104, July 1994.

yapmak mümkündür. Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, “*ekonominin genel değişkenlerinin ve verilerinin dikkate alınarak, belli bir dönem için kabul edilebilir enflasyon oranının belirlenmesi ve para politikalarının belirlenen bu oranı yakalayacak şekilde yürütülmesi*” olarak tanımlanabilir. Enflasyon hedefinin belirlenmesi süreci, merkez bankasının fiyat istikrarını sayısal olarak tanımlaması, tanımlanan hedef paralelinde bir takvim oluşturulması ve diğer politika hedeflerinin bu doğrultuda yönlendirilmesi aşamalarını içermektedir. Enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının uyguladığı para politikasının etkinliği için, merkez bankası yasasında “yönetimin başarısını hükümet ve/veya merkez bankası arasında imzalanacak bir protokolle tespit edilen enflasyon oranının tutturulmasına bağlayan, başarısızlık halinde yaptırımlar öngören, banka yönetimini bu hedef doğrultusunda uygulayacağı politikalarda tamamen özerk kılan” bir takım düzenlemeleri içeren bir sistemdir.

Para politikasını bir ara hedef ya da hedefler seçme zorunluluğu olmadan doğrudan nihai hedefe dayandıran enflasyon hedefleme stratejisinin, enflasyonu kontrol eden diğer yöntemlerden en temel farkı, para politikası araçlarının geçmiş ya da cari enflasyon yerine gelecek enflasyona dayanması ve gelecekteki enflasyon hakkında raslantısal varsayımların yapılmamasıdır. Merkez bankası enflasyon hedefini gerçekleştirmek için enflasyon tahminleri yaparak enflasyon hedefinde muhtemel sapmalara karşı parasal araçları nasıl kullanacağını ve politikasını belirler.

Tarihsel olarak denenmiş, tek değişkenin dikkate alındığı diğer hedefleme politikalarından farklı olarak enflasyon hedeflemesinde enflasyonu etkileyebilecek her türlü değişken dikkate alınır. Buna “her şeye bak” (look at everything) stratejisi de denmektedir. Merkez bankası enflasyonu etkileyebilecek her türlü faktörü alarak bir tahmin yapmak zorundadır. Bu faktörler içinde, ücret artışları, kur artışı, kamu fiyatlandırması, beklentiler, petrol fiyatları gibi bir çok unsur bulunabilir. Bu nedenle merkez bankasının enflasyonun nedenlerini çok iyi açıklayan bir makro ekonomik modeli olması gerekir.

Enflasyon hedeflemesi, en azından teorik anlamda, yürütülmesi oldukça kolay bir stratejidir. Önce hükümet ve/veya merkez bankası tarafından ekonomi için

ulaşılması uygun görülen enflasyon oranı hedefi açıklanır. Sonra merkez bankası bu hedef enflasyon oranına ulaşacak olan gelişme trendini tahmin eder. Tahmin edilen gelişme trendi ile nihai hedef arasındaki fark, merkez bankasının izleyeceği para politikasının biçimini belirler. Mümkün olduğu kadar az hatayla ileriye dönük enflasyon tahminlerini elde etmek, enflasyon hedeflemesinin en can alıcı noktasını oluşturur. Çünkü, böyle bir para politikasının temelinde hedeflenen enflasyon ile tahmin edilen enflasyon arasındaki farkın en aza indirilmesi vardır (Debelle; Masson; Savastano; Sharma, 1999). Böylece enflasyon hedeflemesi, para politikasının başarısının ekonomi tarafından daha iyi ölçülerek değerlendirilebileceğini göstermektedir. Gerçekleşen enflasyon ile hedef enflasyon arasındaki fark, merkez bankasının para politikasındaki başarısını gösterecektir. Piyasaların beklediği enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki fark ise, ekonominin para politikasına ne derece güvendiğinin yani politikanın kredibilitesinin ölçütü olacaktır (Karasoy; Saygılı; Yalçın, 1998; 19).

Merkez bankasının kısa ve orta vadeli enflasyon hedeflerini saptayarak kamuoyuna bu hedeflerin gerçekleştirileceğine dair açık taahhütlerde bulunması, uygulamada olumlu sonuçlar vermektedir. Herşeyden önce, enflasyon hedeflemesinden beklenen amaç, merkez bankasınca yürütülen para politikaları için nominal bir çıpa oluşturmasıdır. Enflasyon hedefinin kolay izlenebilir olması ve enflasyonist beklentiler bakımından bir çıpa görevi üstlenmesi para politikası açısından uygun bir hedef olmasını desteklemektedir (Cukierman, 1995).

Bu yaklaşım, her şeyden önce, enflasyon için orta vadede rakamsal bir hedef belirlemeyi gerektirmektedir. Bu enflasyon hedefinin nihai hedef (fiyat istikrarı) ile tutarlılık göstermesi esastır. Enflasyon hedefi, para politikalarının etkileri konusunda tahmin edilen gecikmeli dönem sayısına bağlı olarak genellikle 2 ya da 3 yıl veya daha uzun bir periyot için söz konusu olmaktadır. Düzeyi de, genellikle tek bir rakamdan çok, bir aralık olacak şekilde saptanmaktadır. Örneğin, yüzde 2-3 gibi bir aralık tercih konusudur. Burada gerektiğinde hedef üzerine ± 1 puan kadar hata payı kullanılması da mümkündür. Bu tercih, bir yandan para otoritesine nispeten tanımı daha iyi yapılmış bir hedef verirken, diğer yandan da enflasyonun kontrolü konusunda kararlı olunacağı yönünde iyi bir mesaj verecektir. Çoğu durumda –bir çok durumda açık hedefler tesis

etme önerisi merkez bankasından gelmesine rağmen- hedefler tek taraflı olarak merkez bankasınca değil, hazine ve merkez bankasının ortak sorumluluğuyla belirlenmiştir (Timothy; Griffiths; Prati, 1999; 21).

Enflasyon hedeflemesi, bilgi değişkenlerinin kamuoyu tarafından izlenmesini içerdiği için açıklığı ve güvenilirliği sağlar. Kuşkusuz, böyle bir ortamda bir yandan toplumda yerleşik enflasyon beklentileri kırılmakta, diğer yandan da ekonomik koşullarla ilgili sağlıklı öngörülerde bulunma olanağı doğmaktadır. Daha açık bir deyişle, ekonomik riskler önemli ölçüde azalmaktadır. Enflasyonun düşük düzeylerde gerçekleşeceği yönünde taahhütler, belirsizlikleri azalttığı gibi, emek ve sermaye arasındaki ilişkilerin daha iyi planlanmasına ve daha sağlıklı sözleşmelerin yapılmasına yardımcı olmaktadır (Parry, 1992). Böylelikle, bir ara hedef gibi, enflasyon hedeflemesi para otoritelerinin değerlendirebileceği açık bir standart tesis edebilir ve otoritelerin güvenilirliği daha çabuk sağlamasına yardımcı olabilir.

Enflasyon hedeflemesi üç aşama içermektedir:

- 1) Enflasyon hedeflerini belirleme (otoritelerin hangi şartlarda bu hedeflerden sapmaları kabul edecekleri dahil),
- 2) Değişmeyen politikalara dayanarak enflasyon öngörüsü,
- 3) Öngörülen enflasyonun hedeften sapmalara tepki olarak politikalarda değişiklikleri formüle etmek ve uygulamak (Timothy; Griffiths; Prati, 1999; 21).

Yaklaşımın ayırıcı özelliği, sonuç itibarıyla hedef değişken olmasıdır. Burada uygulama yönünden iki önemli unsur öne çıkmaktadır. Birincisi, enflasyonun ilan edilmiş hedef dizisi içinde kalmasını sağlayacak bir tahminin yapılmasıdır. Diğeri ise, gelecekteki enflasyonun hedef dizisi dışına taşması durumunda, hedefin değişen koşullara göre yeniden düzenlemesidir.

Enflasyon hedeflemesi, temeli principal-agent⁴ analizine dayalı performans sözleşmesini esas alan bir yaklaşımdır. Bu yaklaşım günümüzde özellikle Yeni Zelanda ve Kanada'da uygulanmaktadır. Bu ülkelerde merkez bankası başkanı ile hükümet arasında enflasyon hedefi üzerine bir sözleşme yapılmaktadır. Merkez bankası bu sözleşme çerçevesinde maliye bakanı ile periyodik biçimde görüş alışverişinde bulunarak belirlediği enflasyon hedefini kamuoyu önünde deklare etmektedir. Bu deklarasyonla merkez bankası enflasyonun hedeflenen düzeyde tutulacağına ilişkin taahhüt altına girmekte; yapacağı uygulamaların sonuçlarına katlanmayı kabullenmektedir.

Sözleşmede hedeflenen enflasyona ulaşılması durumunda merkez bankası başkanı ödüllendirilmektedir. Hükümetin, merkez bankası başkanının maaşını arttırması ya da bankanın bütçesine destek sağlaması bir ödüllendirme biçimidir. Böyle bir ödüllendirmenin merkez bankası başkanı için, kamuoyuna yapılan taahhüdün gerçekleşmesi yönünde önemli bir güdü olduğu kabul edilmektedir.

Ancak, hedeflenen enflasyondan uzaklaşılması durumunda ise bir yaptırıma gidilmekte, diğer bir deyişle, maliyete katlanmak gerekmektedir. Hedefin tutturulamaması durumunda merkez bankası başkanının göreve yeniden atanması mümkün değildir. Hedef enflasyondan sapma durumunda yaptırım uygulaması daha farklı da olabilmektedir. Söz konusu yaptırım parasal olarak uygulandığı gibi, merkez bankasının kamuoyu önünde kınanması yoluna da gidilebilmektedir. Özellikle merkez bankası başkanının görevden alınması yaptırımı, katı bir uygulama olarak kabul edilmekle birlikte, başkanın göstereceği faaliyetlerde kararlı ve disiplinli olmasını sağlayıcı yönde zorlayıcı nitelik taşıdığı için olumlu bulunmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi tamamıyla ileriye dönük bir uygulamadır. Pratikte enflasyon tahminleri merkezi politika değişkeni olarak kullanılır. Eğer enflasyonun hedeflenenin üzerinde gerçekleşeceği öngörülüyorsa para politikası daraltıcı yönde;

⁴ Principal-agent problemi çerçevesinde geliştirilen sözleşme yaklaşımında, hükümetin merkez bankasının amaç fonksiyonu ve güdülerini çeşitli şekillerde doğrudan etkileyebileceği ileri sürülmektedir. Bu durumda para politikası, hükümetin merkez bankasına önerdiği sözleşme aracılığıyla yürütülmektedir. Bu yaklaşımda sözleşme, iyi tanımlanmış hedeflere sahip olan toplum (principal) tarafından, merkez bankasını (agent) kendi yararına hareket etmeye güdüleyecek şekilde hazırlanmaktadır.

buna karşılık hedeflenenin altında gerçekleşeceği öngörülüyorsa genişletici yönde uygulanır (Oktar, 1998b; 8).

Günümüzde enflasyon hedeflemesi “katı” ve “esnek” olmak üzere iki ayrı biçimde uygulanmaktadır. Katı enflasyon hedeflemesi, uygulanan para politikasında fiyat istikrarının öncelik tanıdığı; buna karşılık esnek enflasyon hedeflemesi ise, para politikasının uygulanmasında çıktı istikrarının önem kazandığı bir durumu yansıtmaktadır. Buna göre, katı yaklaşımda enflasyon hedefi para politikasının tek hedefi olmaktadır. Böylesine iddialı enflasyon hedeflemesi para politikasına büyük ölçüde müdahale gerektirebilir. Ancak bu müdahale, uygulanacak para politikasının aracının sık sık düzeltilmesi kapsamındadır.

Enflasyon hedeflemesi uygulaması en başta iki temel önceliğin yerine getirilmesini gerektirir. Bunlardan ilki, para otoritesinin tam olarak bağımsızlığının sağlanması ile ilgilidir. Parasal göstergelerle ilgili olarak hedefler saptama ve bunların gerçekleştirileceğine dair kamuoyuna karşı bağlayıcı olma, bağımsız merkez bankasının temel karakteristiği kabul edilmektedir. Günümüzde bağımsızlık derecesi, yüksek olan merkez bankaları bu uygulama içindedir. Bu yaklaşımla enflasyonun düşürülmesinde önemli başarıların elde edilmiş olması, hedef enflasyon uygulamasının önemini ve gerekliliğini ortaya koymaktadır. Yapılan ampirik çalışmalar, bağımsız bir kimliğe sahip merkez bankalarının hem ortalama enflasyonu düşürebildiği hem de çıktıdaki değişiklikleri azaltabildiğini ortaya koymuştur. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi uygulamasına giden ülkelerde aynı zamanda merkez bankasının bağımsızlığıyla ilgili kuramsal düzenlemelerin yapıldığı da görülmektedir. Merkez bankalarının yasal çerçeveleri ve yönetsel erkleri bağımsızlık derecesini arttıracak şekilde düzenlenmektedir (Oktar, 1998a: 33).

Enflasyon hedeflemesi için ikinci ön şart; herhangi bir şekilde otoriteler tarafından bir diğer nominal değişkenin (örneğin, ücretler veya nominal döviz kuru) izleyeceği seyir veya buna ilişkin bir hedef düzeyi konusunda bir taahhütte bulunmaması gereğidir. Sabit döviz kuru sistemini seçen bir ülke para politikasını döviz kuru hedefine bağlı tutarsa, enflasyon oranı gibi herhangi bir nominal değişkeni etkin

bir biçimde doğrudan hedefleyemez. Ancak sabit döviz kuru sisteminin bazı versiyonları bir ölçüde bu sınırlamayı azaltmakta ve yetkililere para politikasını döviz kurunun dışında diğer bir nominal hedefe (örneğin, enflasyon oranı gibi) uygun olarak yönlendirme olanağını sunmaktadır. Eğer bu sınırlamalar sabit döviz kuru sisteminin hareketli kur ya da hedef bölge gibi varyantları yoluyla gevşetilebilirse, o zaman kuramsal olarak, döviz kuru hedefi açık olduğu sürece, enflasyon hedefi ile bir arada düşünülebilir. Ancak uygulama açısından yaklaşıldığında, iki hedefin birlikte söz konusu olması durumunda ortaya bazı sorunlar çıkabilmektedir. Böyle bir birliktelik, otoritelerin önceliği dönem başında kamuoyuna ikna edecek şekilde açıklayamamaları nedeniyle problemler yaratabilmektedir. Döviz kuru üzerinde doğan baskı karşısında para otoritelerinin önünde bulunan seçeneklerin her ikisi de –yani nominal döviz kurunu hedefte tutacak ya da döviz kurunun hedefin dışına kaymasına olanak tanıyacak şekilde araçların kullanılması- kamuoyuna sinyal verecek ve/veya merkez bankasının kredibilitesini arttıracaktır. Kamuoyu, döviz kuru ne zaman baskı altında kalsa, otoritelerin önceliklerini onların fiilen yaptıkları uygulamalardan çıkartmak zorunda kalacaktır. Bu durumda, böyle problemlerden kaçınmanın en güvenilir ve sağlıklı yolu, otoritelerin döviz kuru düzeyine ilişkin açık hedefler oluşturmaktan kaçınması olacaktır. Ancak, merkez bankası faaliyetleri, döviz kuru ile enflasyon hedeflemesi arasında bir çatışma durumunda, enflasyon hedeflemesinin önceliğe ve üstünlüğe sahip olduğunu göstermektedir (Vegh, 1997).

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımın yeni oluşu uygulamada bazı sorunları da beraberinde getirmektedir. Bunlardan biri, enflasyon hedefinin ekonomiyi etkileyen şoklara dayandırılıp dayandırılmayacağı konusudur. Bu yaklaşımı uygulayan ülkelerde beklenmedik şokların varlığı durumunda saptanmış olan hedeflerin yenilenmesi yoluna gidilmektedir. Örneğin, Yeni Zelanda'da dolaylı vergilerin artması, ithal ve ihraç fiyatlarının değişmesi nedeniyle ticaret hadlerinde güçlü dalgalanmaların meydana gelmesi ve fiyatların önemli ölçüde artmasına yol açan doğal afetlerin yaşanması durumunda enflasyon hedefi yenilenmektedir. Merkez bankasının meydana gelebilecek olası şokların etkisini ortadan kaldırmak için hedefleri yenilemesi, şokların olumsuz etkisini daha az inanırlılık kaybıyla önleyebilir. Yaklaşım, bu özelliğiyle merkez bankasının fiyat düzeyinde sadece bir kerelik artışa yol açan arz şoklarının kamuoyuna

inandırma yönünde iyi bir şans da vermiş olmaktadır. Buna göre, arz şoklarının yaşanması durumunda para otoritesine hedefleri yeniden düzenleme olanağı vermesi, bu yaklaşımın esneklik özelliğini gösterir (Oktar, 1998b; 8).

Ayrıca Svenson (1997a), enflasyon hedeflemesinin sonuçlarının 1.5-2 yıl gibi bir gecikme ile ekonomiye yansıdığını belirtmektedir. Bu tür bir gecikme de politikaların kamuoyu tarafından doğru değerlendirilmesini güçleştirmektedir. Svenson, merkez bankalarının kontrolü dışındaki şoklar bahanesiyle enflasyon hedefinden şaşabileceklerini ve hedefe ulaşmada daha isteksiz davranabileceklerini söylemektedir. Piyasaların, merkez bankasının şoklar karşısında enflasyon hedefinden uzaklaşacağına inancı beklenen enflasyonun, enflasyon hedefinin üzerine çıkmasına yol açacaktır. Bu yüzden enflasyon hedeflemesinde piyasaların bu politikanın uygulanacağına güveni, hedefin tutturulması için çok önemlidir.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımını savunanların bir bölümü, bu yaklaşımın, para politikası uygulamalarında kabul gören genel dikotominin kural yönünde olduğunu kabul etmektedir. Ancak, bu şekilde bir sınıflandırma ciddi bir yanlışa götürecektir. Enflasyon hedeflemesi yaklaşımını değişmez, katı bir politika kuralı olarak değerlendirmemek gerekir. Herşeyden önce, enflasyon hedeflemesi, para otoritesine basit ve mekanik düzeyde uygulama direktiflerini şart koşmadığından bir kural politikası olarak nitelendirilemez. Aksine bu yaklaşım, para otoritesine para politikasını uygulamada serbestçe hareket olanağı etme sağlayan duruma göre değişebilir para politikasından bile daha esnektir. Bernanke ve Mishkin (1997)'ye göre, bu iki politikanın sentezi kural benzeri (rule like) politikalarlardır. Bu politikalar, geleceğe dönük yapıları itibariyle, merkez bankalarını uzun dönemde arzu edilmeyen sonuçlar yaratan politikalara yönelmelerini sistematik biçimde engeller. Bununla birlikte bu politikalar beklenmeyen olaylar ya da olağandışı koşullar karşısında para otoritesinin değişikliğe gidebilmesine izin verebilmektedir. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi katı bir politika kuralı olmaktan çok, sınırlı bir müdahale politikası aracı olarak kabul edilmektedir. Para politikası için oluşturulan bu çerçevenin iki önemli unsuru söz konusudur. Bunlar; politika uygulayıcıları ile kamuoyu arasında enformasyonun artırılması ve para politikasının uygulanması yönünde disiplinin ve hesapverebilirliğin

sağlanmasıdır. Üstelik, bu yaklaşımın en önemli özelliği ve avantajı, uygulamanın açıklık taşıması ve para otoritesine faaliyetlerinin sonuçlarından dolayı sorumluluk yüklemesidir. Bu yaklaşım para otoritesine enflasyon hedefini gerçekleştirecek politika faaliyetini belirlemek üzere ekonominin yapısal modellerini kullanma yetkisini de vermektedir.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının uygulandığı ülkelerde genellikle enflasyonun düşük düzeylere çekildiği ve bu düzeylerde sürdürüldüğü somut bir realitedir. Ancak, enflasyonun bu düşük oranlarının alternatif politikaların uygulandığı dönemlerde söz konusu olan dezenflasyon programlarına oranla, oldukça düşük çıktı ve istihdam kayıplarıyla sağlanabildiğine ilişkin çok fazla kanıt ortaya koymak güçtür. Başka bir deyişle, enflasyon hedeflemesi politikasına bağlı olarak enflasyonun düşürülmesinin, istihdam ve çıktı düzeyinde çok fazla bir özverinin yapılmasını gerektirmediği, en azından şimdiye kadar, çok fazla doğrulanmış değildir (Oktar, 1998a; 52).

Para politikasının düzenlenmesi ve yürütülmesindeki eklektik bir yaklaşımın başarılarına rağmen, enflasyon hedeflemesinin yukarıda ortaya konan geniş kapsamı, bu stratejinin temel unsurları ve ayırıcı özellikleri konusunda bir görüş birliğine ulaşılmasını da engellemiştir. Fiili uygulamalardan elde edilen verilerin yetersizliği de bu tespate eklendiğinde, enflasyon hedeflemesine dönük bir stratejinin özelliklerinin sistematik biçimde belirlenmesi daha da karmaşık hale gelmiştir. Bu durumu görebilmek için enflasyon hedeflemesinin avantajlarını inceleyen çalışmalarda düşülen görüş ayrılıklarına bakmak yeterlidir. Bu çalışmalarda enflasyon hedeflemesinin özelliklerinden en önemli üç tanesi şu şekilde sıralanabilir: Para politikası ve enflasyonist bekleyişler için nominal bir çıpa sağlanması, para otoriteleri tarafından izlenen yöntemlerle ilgili olarak hesap verebilirliğin ve şeffaflığın artması ve araçların seçiminde para politikası ile ilgili gecikmelere yer verilmesi. Daha önce de belirtildiği gibi, bu özelliklerin sadece enflasyon hedeflemesine özgü olmadığı, para politikasının yürütülmesi ile ilgili çeşitli stratejilerin de (örneğin nominal gelirin hedeflemesinde olduğu gibi) benzer avantajlara sahip olduğu söylenebilir.

5. PARA POLİTİKASI MODELİ VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ

5.1. Para Politikası Modeli

Para politikasının anti-enflasyonist amaçla kullanılması halinde, doğabilecek üretim ve istihdam maliyetlerinin nasıl minimize edilebileceği ve bu amaçla para politikasının nasıl düzenlenebileceği para politikası tartışmalarının temelini oluşturur. Bu tartışmalar toplumsal refah fonksiyonu esas alınarak yapılır. Geleneksel yaklaşım bağlamında, para otoritesinin, bu toplumsal refah fonksiyonunu maksimize ya da toplumsal kayıp fonksiyonunu minimize ettiği varsayılır (Erdoğan, 1997; 44). Ekonomideki tüm bireylerin sonsuz yaşam uzunluğuna sahip oldukları varsayılırsa, toplumsal refah fonksiyonu bireylerin fayda fonksiyonu ile tutarlı olacaktır. Para otoritesi ile özel ekonomik birimler aynı amaç fonksiyonuna sahip olsalar bile, piyasalarda eksik rekabet koşulları geçerli olduğu sürece, politika otoritesi uygulayacağı politikalar yoluyla kaynak dağılımını iyileştirme olanağına sahip olacaktır.

Gerek özel ekonomik birimler gerekse para otoritesi enflasyon ve çıktının toplumsal tercihlerden yapacağı sapmaları minimize etme çabasıdadır. Bu sapmalar sırasıyla enflasyon için π^* ve çıktı için de y^* 'dir. Bu tercihler, genellikle sıfır enflasyon ve doğal işsizlik oranına tekabül eden düzeyin üzerinde çıktı düzeyi olarak belirlenir. Sıfır enflasyon varsayımı fiyat istikrarı ile tutarlıdır. λ parametresi çıktıya verilen nispi toplumsal önemi simgeler. Bu parametrenin yüksek olması çıktı sapmaları üzerine daha fazla, enflasyon sapmaları üzerine ise daha az ağırlık verildiğini gösterir. Böylece, enflasyona karşı olan bir toplum düşük bir λ ve düşük bir π değeri ile ifade edilecektir.

Toplumsal refah fonksiyonu enflasyon, üretim ve işsizlik gibi birkaç makro ekonomik değişken itibariyle tanımlanan bir makro refah fonksiyonudur. Böyle bir makro refah fonksiyonu bir toplumsal kayıp fonksiyonu olarak tanımlanmaktadır:

$$L = (\pi - \pi^*)^2 + \lambda(y - y^*)^2 \quad (1)$$

Bu toplumsal kayıp fonksiyonu arz sınırlamasına bağı olarak genellikle de kısa dönemli Philips eğrisiyle (2 nolu eşitlik) minimize edilir. Bu formülde işgücü arzı ve dolayısıyla çıktı kısa dönemde enflasyon sürpriziyle arttırılır. Çıktı da arz şoklarından (ε) etkilenir. Enflasyon sürprizi, özel ekonomik birimler beklentilerini oluşturduktan sonra, para otoritesinin politikayı değiştirmesine olanak sağlayan enformasyon avantajından yararlanması nedeniyle modelde yer alabilir. Arz fonksiyonu ise şu şekilde gösterilebilir:

$$y = (\pi - \pi^e) - \varepsilon \quad (2)$$

Her iki eşitlik de parasal politika probleminin çözümünde temel rol oynar. 3 numaralı eşitlik ise, özel sektörün enflasyon beklentilerini tanımlamaktadır. Burada özel sektörün beklentilerini rasyonel biçimde ve $t-1$ dönemde biçimlendirdiği varsayılır. Özel ekonomik birimlerin aynı bilgi ve tercihlere sahip olduğu ve her birinin diğerlerinin davranışını veri olarak aldığı varsayımı altında, tüm birimler aynı öngörü kuralını kullanacaktır. Para otoritesi, belli bir dereceye kadar özel sektörün bağlayıcı-sabit politika ile bağlayıcı olmayan-ayarlanabilir politikaları birbirinden ayırabilen beklentilerini etkileyebilir. Özel sektörün beklentileri aşağıdaki ifadeyle gösterilebilir:

$$\pi^e = E_{t-1}(\pi) \quad (3)$$

4 nolu eşitlik ise, enformasyon ve çıktının optimal kombinasyonunu gerçekleştirmek için toplumsal kayıp fonksiyonunu minimize eden para politikasının uygulama prosedürüne yönelik genel bir format oluşturur. Bu format ile para otoritesi arz şokları olmadığında hakim olacak olan enflasyon oranını (a parametresi) tercih edebilir. Para otoritesi aynı zamanda arz şoklarına (b parametresi) nasıl cevap vereceğini de belirleyebilir. Genel format şu şekilde tanımlanabilir:

$$\pi = a + b\varepsilon \quad (4)$$

Sonuç olarak, modelde yer alan eşitlikler optimal politika kuralı için çözümlenir. Optimal politika kurallarını, toplumsal kayıp fonksiyonunu minimize eden a ve b parametresi ifade eder.

5.2. Modelde Enflasyon Hedeflemesine Yer Verilmesi

Enflasyon hedeflemesi, enflasyonist tırmanışı durdurmanın ve fiyat istikrarını sağlamanın bir aracı olarak kabul edilmektedir. Bu yaklaşım, daha önceden belirtildiği gibi, principal-agent temeline dayanmakta; buna göre, işleyiş mekanizması hükümet-para otoritesi (merkez bankası) ilişkisini esas almaktadır. Burada merkez bankası toplumun enflasyon tercihine π oranla daha düşük olan açık ve kesin bir enflasyon hedefi π^b üzerinde hükümetle anlaşma yapmakta ve bunu kamuoyuna açıklamaktadır.

Özel ekonomik birimlerin geleceğe ilişkin beklentilerini oluştururlarken, açıklanmış bir enflasyon hedefini dikkate aldıkları, başka bir deyişle, rasyonel hareket ettikleri bu analizde temel varsayım olarak kabul edilir. Ancak, özel ekonomik birimler açıklanmış enflasyon hedefini tam olarak benimsemezler. Çünkü tüm kurala bağlı politika uygulamalarında olduğu gibi, para otoritesinin daha yüksek enflasyon yaratmak yoluyla çıktıyı teşvik ettiğini önceden bilirler. Bu nedenle de, kendilerini bu duruma göre düzenleme ve beklentilerini biçimlendirme eğilimi gösterirler. Dolayısıyla, para otoritesi özel kesimin enflasyon tahminlerini içselleştiremez. Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında toplumun enflasyon tercihinin π , yerini enflasyon hedefi π^b ikame etmektedir.

$$\pi = \pi^b + \lambda y^* + \frac{\lambda}{1 + \lambda} \varepsilon$$

Bu ifadede π ; toplumun enflasyon tercihinin, π^b ; enflasyon hedefini, λy^* ; kurala bağlı olmayan politikaları, ε de arz şoklarını göstermektedir.

Yukarıdaki eşitlikten, politika kuralının enflasyon tırmanışını, kurala bağlı olmayan politikaların λy^* yaptığı gibi, kapsadığını görmek mümkündür. Ancak, bu tırmanış eğilimi, enflasyon hedefini π^b belirlemek suretiyle dengelenebilir ve toplumun enflasyon tercihi hedefi elde edilebilir.

$$\pi^b = \pi - \lambda y^*$$

Enflasyon hedefinin belirlenmesiyle optimal politika kuralı ortalama ve beklenen enflasyonu toplumun tercih düzeyinde gerçekleştirir. Bunu aşağıdaki gibi ifade etmek mümkündür:

$$E(\pi) = E\left[\pi^* - \lambda y^* + \frac{\lambda}{1+\lambda} \varepsilon\right] = \pi^*$$

Burada çıktı ve çıktı değişkenliği için olumsuz etkiler söz konusu değildir. Bu nedenle, enflasyonist tırmanış enflasyon hedeflemesi yaklaşımının güvenilirliği için potansiyel bir problem oluşturur. Optimal enflasyon kuralı, toplumun tercihinde ortalama bir enflasyon oranı yaratır. Ancak bu oran açıklanmış hedefin üzerinde değildir. Merkez bankası, uygulamada bir enflasyon hedefini açıklamak ve bunu izlemek suretiyle, ortalama enflasyonu potansiyel olarak düşürebilir. Ne var ki, merkez bankasının, özel kesimin beklentilerini tamamıyla kontrol edememesi ya da bu beklentilerini tamamıyla içselleştirememesi ve özel ekonomik birimlerin merkez bankasının genişletici politikaları benimsediğinin farkına varmaları nedeniyle, enflasyonist tırmanış varlığını sürdürür. Bu eğilim, şimdi ortalama enflasyon ile açıklanmış hedef arasında bir işaret olarak görülür (Oktar, 1998a; 41).

6. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN STRATEJİK GEREKLİLİK VE ÖZELLİKLERİ

6.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Enflasyonu aşağıya indirmek, fiyat istikrarını sağlamak yönünde merkez bankasının bağımsızlığı son derece önemli bir konudur. Son yıllarda bağımsız merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamaya yardımcı olabileceğini ileri süren, yoğun olarak kavramsal ve daha az düzeyde ampirik konularda giderek büyüyen hacimdeki bir literatür gözlemlenmektedir.

Konuyu ele alan çalışmaların çoğunda bağımsızlık; siyasi iktidardan bağımsızlık, diğer deyişe hükümetin merkez bankası üzerinde etkinliğinin kalmaması olarak algılanmaktadır. Merkez bankasının bağımsızlığının kanıtı şudur; politika

oluşturulması uzun dönemli bir bakış açısı yakalamaya muktedir olabilen ve politik davranmayan bürokratların ellerindeyse, para politikasının kredibilitesi ve dolayısıyla bu politikanın minimum reel ekonomik maliyetle uzun dönem fiyat istikrarını sağlama ve sürdürmedeki gücü arttırılabilmektedir. (Şen, 1999; 56).

Enflasyonla mücadeleyi öncelikli hedef olarak belirleyen bir merkez bankasının, enflasyonu önlemede etkili olabilmesini iki nedene bağlamak mümkündür. Bunlardan birincisi, kamu tercihlerinin karşılanması genellikle genişletici para politikasının uygulanmasını gerektirmesidir. İkincisi de, kamu tercihlerini karşılamakla görevli olan hükümetin, bu tercihleri gerçekleştirmede parasal otorite üzerinde baskı kurma ihtiyacını her zaman hissedebileceğidir. Siyasi otoritelerin merkez bankasından kolayca yaralanması durumunda da bunun sonuçlarını mutlaka enflasyonist baskıların artması şeklinde olacağı muhakkaktır.

Hem para hem maliye politikalarını hükümetin yürütmesinin fiyat istikrarının sağlanmasında başarısızlığa neden olması merkez bankası bağımsızlığı sorununun özünü oluşturmaktadır. Bazı ekonomi politikası amaçlarının birbiriyle çelişebildiği bilinmeyen bir olgu değildir. Örneğin, para politikası uygulamasındaki nihai amaç şüphesiz büyüme ve kalkınma için gereken finansmanı sağlamaktır. Ancak, bu amaç doğrultusunda gerçekleştirilen para arzı artışlarının enflasyonist etkileri olacağı da açıktır.

Vergilerin arttırılması politik açıdan çoğu zaman tercih edilen bir yol olmadığı gibi, vergilemenin sınırları da bulunmaktadır. İşte bu nedenle, söz konusu yatırımları genellikle bütçe açıklarına katlanarak ve/veya doğrudan merkez bankası finansmanı yoluyla gerçekleştirirler. Yine hükümetler, politik beklentileri paralelinde popülist politikaları tercih edebilirler. Bu nedenle, fiyat istikrarının temininde ve korunmasında para politikası araçlarının kullanımı konusunda merkez bankası, hükümetin politik ve popülist tercihlerinden bağımsız davranabilmelidir. Gerçekten de ilgili literatürde, merkez bankası bağımsızlığının en önemli nedenini olarak hükümetin para politikası araçlarını kısa vadeli siyasi çıkarları için kullanırken yapması muhtemel hatalar

gösterilmektedir. Bağımsız merkez bankalarının ise, daha uzun vadeli ilkeler çerçevesinde davranacağı düşüncesi hakimdir (Parkin, 1994; 628).

Para ve maliye politikalarının farklı kurumların sorumluluğuna verilmesi, hükümetlerin menfaat gruplarının baskılarına daha açık olmalarına karşılık merkez bankalarının daha objektif davranma olasılığına dayanmaktadır. Böylelikle, para politikası araçlarının hükümetin elinden alınarak merkez bankasınca daha başarılı kullanılacağına inanılmaktadır. Bu nedenle, bağımsız merkez bankasının görev yapabilmesi için kamu ve bütçe açıklarının mutlaka daraltılması, bu açıkların merkez bankası kaynaklarından finanse edilmemesi, bu tür finansman taleplerinin merkez bankasınca geri çevrilmesi gerekir (Ayaydın, 1995; 81).

Bankanın bağımsızlığındaki artış ile daha düşük enflasyon oranları arasında anlamlı bir ilişki olduğunu gösteren bir literatür vardır. Tüm bu çalışmaların buldukları ortak sonuç, Tablo 1'den de görülebileceği gibi, merkez bankası bağımsızlığı artan ülkelerde daha düşük enflasyon oranlarının gözlendiği ve bu iki değişken arasında yüksek negatif korelasyon olduğudur (Alesina; Summers, 1993; 151).

Alesina ve Summers'ın çalışması, merkez bankası bağımsızlığı ile ülkenin makroekonomik performans göstergeleri arasındaki ilişkileri araştırmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre, bağımsızlığın ekonomik performans (enflasyon, büyüme, işsizlik, reel faiz oranı) üzerinde gerçek ve anlamlı bir etkisi görülmemiştir. Fiyat istikrarı üzerine etkisinin anlamlı olduğu ortaya konmuştur. Bu sonuçlar, merkez bankasının bağımsızlığındaki farklılıkların reel makro ekonomik göstergeleri açıklamada anlamlı olmadığını ortaya koymaktadır. Çalışmaya göre bunun tek istisnası fiyat istikrarıdır; merkez bankaları bağımsızlık düzeyi fiyat istikrarını sağlama amacındaki başarıyı doğrudan etkilemektedir (negatif korelasyon). Ancak, analizde ele alınan ülkelerin tamamının gelişmiş ülkeler olduğu dikkate alınır, sonuçların gelişmekte olan ülkeler için de geçerli olmadığı söylenebilir.

Tablo1. Merkez Bankalarının Fiili Bağımsızlığı ve Ortalama Yıllık Enflasyon (1980-1989)

Ülkeler	Değişim Oranı	Ort.Yıllık Enf.	Ülkeler	Değişim Oranı	Ort. Yıllık Enf.
Gelişmiş Ülkeler					
İzlanda	0,00	32	Malezya	0,20	4
Danimarka	0,00	7	İsrail	0,20	72
Lüksemburg	0,00	5	Kenya	0,20	10
İtalya	0,00	11	Yunanistan	0,20	18
Hollanda	0,10	3	Bahama	0,20	6
Norveç	0,10	8	Fas	0,20	7
İngiltere	0,10	7	Kolombiya	0,20	21
Kanada	0,10	6	Romanya	0,20	4
Almanya	0,10	3	Yugoslavya	0,20	73
ABD	0,10	5	Endonezya	0,20	9
İsveç	0,10	8	Zaire	0,20	45
Avusturya	0,10	4	Panama	0,20	3
İspanya	0,10	10	Malta	0,20	3
Avustralya	0,20	8	Gana	0,20	37
Finlandiya	0,20	7	Uganda	0,20	72
İsviçre	0,20	3	Meksika	0,30	50
Belçika	0,20	5	Portekiz	0,30	16
İrlanda	0,20	9	Pakistan	0,30	7
Fransa	0,20	7	Mısır	0,30	16
Yeni Zelanda	0,30	12	Hindistan	0,30	9
Japonya	0,30	13	Peru	0,30	108
Gel. Olan Ülkeler			Çin	0,30	8
Katar	0,00	4	Uruguay	0,30	45
Barbados	0,10	7	Nikaragua	0,40	18
Honduras	0,10	7	Türkiye	0,40	41
Tanzanya	0,10	27	Kosta Rika	0,40	23
Zimbabve	0,10	12	Polonya	0,50	30
Macaristan	0,10	9	Venezuela	0,50	19
Lübnan	0,10	-	Zambiya	0,50	25
Nijerya	0,10	18	Kore	0,50	8
Habeşistan	0,10	4	Samoa	0,50	12
Tayland	0,10	6	Singapur	0,60	3
Nepal	0,10	10	Şili	0,80	19
G.Afrika	0,20	14	Brezilya	0,80	119
Tayvan	0,20	5	Arjantin	1,00	143
Filipinler	0,20	14			

Kaynak:Aktan; Utkulu; Togay (1998).

Not: Tabloda yer alan ülkeler gerçek bağımsızlık endekslerine göre yeniden sıralanmıştır.

Genelde teorik düzeyde bağımsızlık iki türde olmaktadır: Bir tanesi “amaçta bağımsızlık” diğeri “araçta bağımsızlık” tır. Merkez bankalarının bağımsızlığı konusu, iktisat literatüründe kabaca merkez bankasının hedef ve politika aracı bağımsızlığı olarak incelenmektedir. Belirtmek gerekir ki, bu bağımsızlık mutlak bir bağımsızlık olmayıp, belirlenen nominal bir amaca yönelik olarak para politikası aracını oluşturmada para otoritelerinin yeterince güçlü olmaları anlamını taşımaktadır. Enflasyonu önleme görevi, ister enflasyonu hedefleme, isterse fiyat istikrarını sağlama yoluyla olsun amaçta bağımsızlığı getirir. Buna karşılık araçta bağımsızlıkta yine enflasyon önenebilir, bunun için merkez bankasının elinde araçlar vardır. Bu araçlar faiz oranı, kur, mevduat münzam karşılık oranı ve onunla ilgili bir takım makro ekonomik hedeflerdir.

Sonuç olarak, merkez bankalarının herhangi bir politika kuralını, fiyat istikrarını göz önünde tutarak izleyebilmeleri ve bu şekilde toplumun enflasyonist beklentilerini şekillendirebilmeleri, hükümetten etkilenme kanallarının olabildiğince tıkalı olduğu bir ortamda mümkündür. Bu koşul, açık bir biçimde enflasyon hedeflemesi sistemine geçmiş ülkelerde özellikle kendini hissettirmiş ve uygulamada başarının önemli bir belirleyicisi haline gelmiştir.

6.2. Kredibilite

Bağımsızlığın tesisi ve uygulanması için kurumsal çerçeve ve yasal düzenlemeler önemli olmakla birlikte, ekonomik politikaların uygulanmasındaki kararlılık ve merkez bankalarının uygulamaları konusunda kamuoyunun güvenini kazanması da bağımsızlığın önemli unsurlarındandır. Merkez bankasının para politikasındaki bağımsızlığını talep edenlerin argümanlarının arkasında yatan kavram “kredibilite” (doğruluk, güvenilirlik) kavramıdır. Böylece para politikasının etkin ve verimli olacağı düşünülmektedir (Walsh, 1993: 289).

Kredibilite sorunu halkın merkez bankasının enflasyonist olmayan para politika izleme niyetinden şüphe duyması durumunda ortaya çıkar. Örneğin, hane halkları ve işletmeler merkez bankasının işsizlik oranı enflasyonist olmayan bir ortamda

gerçekleşecek olandan daha aşağı çekeceğini düşünüyorlarsa, merkez bankasının anti-enflasyonist bir politika izleyeceğinden şüphe duyabilirler. Merkez bankası ve halk işsizliği geçici olarak düşürmeye çalışmanın başarısız olacağını ve bunun ekonomiyi yaralayacak yüksek ve sürekli bir enflasyonla sonuçlandığını anlamış olsalar bile, halk enflasyona yol açacak politikaların izlenmeyeceği şeklinde merkez bankası tarafından verilen sözlere inanmayabilir. Halkın böyle bir kuşkuya kapılmasının önemli nedenlerinden bir tanesi, kendilerinin merkez bankacılarının yerinde olması halinde enflasyonist bir politika izlemek zorunda kalabileceklerini düşünmeleridir. Merkez bankasına olan güvenirliliğin azalmasına neden olan bu tür değerlendirmeler, merkez bankası fiyat istikrarını sağlama yönünde taahhütte bulunduğu zaman bile halkın enflasyonist bir para politikası bekleyişi içine girmesine neden olmaktadır. (Kydland; Prescott, 1997; 476).

Kredibilite, kamuoyunun, uygulanan politikanın işleyiş sürecinde bir değişiklik meydana geldiğinde, böyle bir değişikliğin gerçekten gerekli olduğu için gerçekleştirdiğine inanmasıdır. Bir başka yönden de kredibilite, ekonomi politikasının bugünkü yorumu ile gelecekteki yönüne ilişkin yapılan değerlendirmelerin politika otoritelerinin başlangıçta ilan ettikleri program ile tutarlılık göstermesidir. Daha önemlisi, para politikasının kredibilitesi, politikanın her aşamada, merkez bankasının karşı karşıya kaldığı hedefler ve sınırlamalar konusunda kamuoyunun bilgisi ile tutarlılık içinde bulunmasıdır (Oktar, 1998a; 13).

Kredibilite para politikasının önemli bir unsurudur ve etkinliği büyük ölçüde arttırabilir. Bu özellikle enflasyonu - ister ılımlı ister hiperenflasyon olsun - önlemeye çalışan bir merkez bankası için geçerlidir. Eğer merkez bankası, fiyat istikrarını temin edeceği yönünde kararlılığına kamuoyuna ikna edebilirse, ücret sözleşmeleri ve faiz oranları içinde yer alan ve enflasyonla mücadeleyi maliyetli hale getiren enflasyonist beklentilerle mücadele etmek zorunda kalmadığı için görevi çok daha kolaylaşacaktır. Kredibilite sağlandığı ölçüde enflasyon bekleyişleri kırılır (Timothy; Griffiths; Prati, 1999; 21).

Enflasyon hedeflemesi ile merkez bankası, fiyat istikrarını sağlayarak kredibilitiyi de beraberinde getirmektedir. Ülke uygulamalarından elde edilen sonuçlar, enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçişin enflasyon oranının düşürülmesi açısından başarılı olduğunu göstermektedir. Bu gelişmeyi tümüyle uygulanan rejime başlamak doğru olmasa dahi, yapılan uygulama para politikasına duyulan güvenin artmasına büyük katkı sağlamıştır. Belirlenen enflasyon hedefi enflasyon beklentileri açısından bir ayarlama aracı niteliği taşıırken, aynı zamanda merkez bankasının performansının ölçülmesi açısından da kesin ve kolay ölçülebilen bir kıstas oluşturmaktadır. Bu anlamda, merkez bankası hedefinin enflasyon odaklı olması hedefe göre meydana gelen sapmaların merkez bankası tarafından detaylı olarak açıklanmasını gerektirmektedir. Bu arada karşılaşılan önemli sorunlardan biri para politikası ile enflasyon hedefi arasında önemli farklılıklar bulunduğu durumda, hedefteki sapmaların politika hataları sonucunda mı, yoksa merkez bankasının kontrolü dışındaki dışsal şoklardan mı kaynaklandığının belirlenememesidir. Diğer problem ise, para politikasındaki uzun ve değişken nitelikli gecikmelerin enflasyon hedefinin kredibilite açısından bir kıstas oluşturmasını engellemesidir. Bu nedenle enflasyon tahminlerinin kıstas olarak kullanılması önerilmektedir (Svensson, 1997a).

6.3. Şeffaflık

Genellikle merkez bankasının bağımsız olmasının kredibilitiyi sağlayacağına inanılır. Gerçekten bağımsız bir merkez bankasının bu konumuyla siyasi baskılardan uzak kalması ve para politikasının düzenlenmesinde ve yürütülmesinde tam yetkiye sahip bulunması kredibilite sağlamanın belki de en etkin yoludur. Ancak, böyle bir merkez bankasının fiyat istikrarını sağlayacak politikayı uygulamaya koyacağından kamuoyu nasıl emin olacaktır? Bu, başlı başına bir sorun gibi görünmektedir. Buna verilecek cevap ise oldukça nettir: Merkez bankasının faaliyet ve uygulamaları olabildiğince şeffaf olmalıdır. Yani para politikasının hedefleri ve bu hedeflerle günlük politika faaliyetleri arasındaki bağlar kamuoyuna açıklanmalıdır (Oktar, 1998b; 5).

Merkez bankasının etkinliğine ve başarısına katkıda bulunan faktörlerden biri de kamuoyunun bankaya verdiği destek ve duyduğu güvendir. Bu nedenle merkez

bankalarının tüm işlemleri saydam, anlaşılır ve kamuoyunun denetimine açık olmalıdır. Çünkü, bu açıklık, bankanın işlemlerinin doğuracağı sonuçların anlayışla karşılanmasına ortam hazırlayacaktır. Bu yaklaşım banka yönetimine veya kararlarına kamuoyunun yön vermesi demek değildir. Ayrıca banka yönetimi, polemiklerden uzak kalarak Hazine, Maliye Bakanlığı ve benzeri kamu kurumlarının aldığı kararlarla ilgili görüşlerini açıklayabilmelidir.

Enflasyon hedeflerinde, uygulama süresi içinde yeniden bir ayarlama yapılması, beklentiler üzerinde ters etkiler doğuracağından, çok dikkatle uygulanması gereken bir husustur. Bu nedenle, herhangi bir zorlama sonucu belirlenen hedeflerden farklı yönde uygulamalara girmenin koşulları ve bunun prosedürü daha önceden prensip olarak mutlaka belirtilmelidir. Halkın izleyebilmesi için hedef değişkeninin seçiminde basitlik öneren nedenlerden ötürü hedeften ayrılmanın prosedürünün de halk tarafından kolaylıkla anlaşılacak kadar basit olması gerekmektedir. Bu, aynı zamanda halkın, olağanüstü koşulların olmadığı dönemlerde önceden belirlenen politikanın kim tarafından terk edildiğini anlaması açısından yararlıdır.

Enflasyon hedeflemesi, belirlenen hedeflerin ve uygulama sonuçlarının halk tarafından izlenmesinin ve şeffaflığın önemli olduğu bir sistem olduğu için, merkez bankalarının uygulamaları hakkında periyodik olarak yayın yapması özellikle önem arz etmektedir (Malatyalı, 1998; 13). Para arzının ara hedef olduğu durumlarda aylık yayınlanan para arzı rakamı politikanın şeffaflığı için yeterliyken, doğrudan enflasyon hedeflendiğinde, konjonktürdeki ve buna bağlı olarak enflasyondaki gelişmeleri inceleyen raporların belli aralıklarla yayınlanması gerekmektedir. Bunun en iyi örneği, İngiltere Merkez Bankası (Bank of England)'nın üç ayda bir yayınladığı Enflasyon Raporudur. İlki 1993 Şubat'ında yayınlanan bu raporlarla, enflasyon oranını etkileyebilecek olası faktörlerin detaylı analizleri ve olası enflasyon tahminleri açıklanır ve bununla kamuoyunun parasal politikayı değerlendirmesi sağlanır. Yine Kanada ve İsveç merkez bankaları da benzer dökümanları kamuoyunun bilgisine sunarlar (Oktar, 1998a; 44). Bazı merkez bankaları ise, para politikası komitesinin toplantı kayıtlarını yayınlarak kamuoyuna daha açık olmayı seçebilmektedir (Karasoy; Saygılı; Yalçın, 1998; 14).

6.4. Hesapverebilirlik veya Açıklama Yapmakla Yükümlü Olmak

Merkez bankasının kamuoyu karşısında enflasyonun hedeflenen düzeyde tutulacağına ilişkin açık taahhütte bulunması, onu, hesap verme sorumluluğu altına sokar. Ancak bu hesap kime karşı verilecektir? Hedeflere ulaşıp ulaşılamadığını değerlendirecek ve ulaşılamadığı takdirde gerekeni yapacak kişi ya da makamın belirlenmesi gerekmektedir. Uygulamada çeşitli hesap verme biçimleri sözkonusudur. Sorumluluk veya hesap verebilirlik için varsayılan kriterler, merkez bankasının parlamento tarafından denetlenmesi (Fransa, ABD ve İngiltere’de olduğu gibi), para politikası komitesinin kayıtlarının yayınlanması (İngiltere ve ABD’de olduğu gibi), merkez bankasının para politikası ve enflasyondaki gelişmeleri anlatan raporların yayınlanması ve olası şoklar karşısında merkez bankasının uyguladığı politikaya müdahale edilmesi diye sıralanmaktadır (Briault; Haldane; King, 1996; 7).

Enflasyon hedefleri, enflasyonist beklentiler için nominal bir çipa veya koordinasyon aracı sağlama rolü üstlenirler. Bu anlamda enflasyon hedefinin üstlendiği bir diğer fonksiyon daha sözkonusudur. Merkez bankası enflasyon hedefine göre para politikasını düzenlediği ölçüde, ortaya çıkan sonuç konusunda hesap verebilir konuma gelir ve söz konusu hedef bu konuda bir kriter olarak kullanılabilir. Merkez bankasına bir enflasyon hedefinin yüklenmesi, bankanın performansını değerlendirebilmek için açık ve kolayca ölçülebilir bir kriteri ortaya koymaktadır. Enflasyon için hedeflenen aralığın ihlal edilmesi veya arzulanan hedef düzeyinden önemli bir sapmanın ortaya çıkması, merkez bankasının ayrıntılı bir açıklama yapmasını gerektirmektedir (Şıklar, 1999; 43).

İktisat literatüründe enflasyon hedeflemesi durumunda hedeften sorumlu olma konusunda iki farklı uygulama göze çarpmaktadır. Hükümet yetki veren (principal), merkez bankası ise hükümetin ajanı olarak nitelendirilmektedir. Bu ilişki çerçevesinde değişik şekillerde sorumluluk kavramı incelenmektedir. İlki, hükümet ve merkez bankası arasında resmi kontratla olması durumudur. Kontratla merkez bankasının görevi ve sorumluluk alanının altı çizilip neleri açıklamakla yükümlü olduğu belirlenir ve başarısızlık durumundaki cezai yaptırım belirlenir (Yeni Zelanda gibi). Diğer bir

uygulama ise, hükümet ile merkez bankası arasında resmi bir kontrat olmaz, ancak merkez bankası nihai hedef olan fiyat istikrarını, bu hedefe ulaşırken uygulayacağı para politikasını kamuoyuna açıklayarak bilgilendirmeye ve beklentileri etkilemeye çalışır (İngiltere, Kanada, İsveç gibi). Her iki durumda da, enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları hedeflenen fiyat endeksini kamuoyuna açıklamaktadır. Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte bazı merkez bankaları çekirdek enflasyon diye tanımlanan büyüklükten sorumlu olmaktadır. Enflasyonun kendi kontrollerinin dışındaki faktörlerden etkilendiği konusunu önceden kamuoyuna bildirerek sorumluluk alanlarını belirlemeye çalışmaktadırlar. Bu durum enflasyon hedefine ulaşamaması durumunda, bunun nedeninin merkez bankasının yaptığı hatadan kaynaklanıp kaynaklanmadığını veya politika kararı alındığı zaman bu durumun öngörülür olup olmadığını daha açık ortaya koyacaktır. (Kahn; Parrish, 1998; 6).

6.5. Gelişmiş Mali Piyasalar

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulanması ve enflasyonun hedeflenen düzeyde tutulması amacıyla para otoriteleri tarafından kullanılacak parasal araçların etkinliği gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının olmasına bağlıdır. Mali piyasaların kullanılan parasal araçlara yeterli çabuklukta tepki verememesi enflasyon hedeflerinden sapmalara yol açabilecektir. Ayrıca mali piyasaların devlet tahvili gibi enstrümanlarla kamu borçlanmasını karşılayacak derinlikte olması merkez bankasının kamu borçlanmasında taşıyacağı yükün azaltılması ya da hiç olmaması açısından da önem taşımaktadır.

6.6. Disipline Edilmiş Kamu Maliyesi

Alternatif bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçecek bir ülke için mali disiplinin sağlanıp sağlanmamış olması uygulamanın başarı şansını büyük oranda belirleyecektir. Uygulama sürecinde merkez bankasına bağımsızlık verilip verilmemesi, para politikasının tek amacının fiyat istikrarını sağlamak olup olmaması gibi konular mali disiplinle yakından ilişkilidir.

Hükümet, yapacağı harcamaları vergi gibi normal gelir kaynaklarından karşılamıyor ve bunun yerine merkez bankası kaynaklarından karşılamaya çalışıyorsa, hükümet merkez bankasının bağımsızlığını tanımamak veya merkez bankası üzerindeki denetimini kaybetmemek için direnecektir. Çünkü, hem hazinenin merkez bankasından aldığı kısa vadeli avans hem de bankalara satılan kamu kağıtlarının 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 bu yolla parasallaşmakta ve sonuçları açısından enflasyonist etkilerin oluşmasına yol açmaktadır.

Kamu maliyesi, kamu açıklarından kaynaklanan nedenlerle bir disiplin altına alınmamış ise mali dengesizliklerin baş göstermesi kaçınılmaz olacaktır. Büyük orandaki mali dengesizlikler para politikasının etkinliğini azaltacak ve merkez bankalarını yüksek enflasyonu daha da hızlandırıcı bir şekilde politika uygulamaları yönünde zorlayacaktır.

6.7. Para Politikası İle Maliye Politikası Arasında Eşgüdümün Sağlanması

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

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

6.8. Uygulama Öncesinde Enflasyonun Belirli Bir Düzeye Çekilmiş Olması

Uygulama öncesinde enflasyonun belirli bir seviyeye çekilmiş olması gerekliliği ekonomi üzerindeki mali baskınlığın kaldırılması ve merkez bankasının bağımsızlığının sağlanması için gereklidir. Bir ülke ekonomisi yıllık yüzde 15 ve üzerinde bir enflasyon yaşıyorsa, para politikasının tek başına bazı hedeflere ulaşması imkansız olacak ve bu durum para politikasının etkinliğini de azaltacaktır. Yüksek enflasyon oranları para politikası ve maliye politikasını ayrılmaz bir ikili yaptığı için, yüksek enflasyon oranlarında sadece para politikasına güvenmemek gerekir. Bundan dolayı uygulama öncesinde enflasyon oranları, yüzde 5-6 gibi tek haneli düzeylere, bu yapılamıyorsa en azından yüzde 15'in altına indirilmelidir.

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

Uygulama öncesi enflasyon oranının düşük seviyelere çekilmiş olması halkın uygulanan enflasyon hedeflemesine desteğini de arttıracaktır. Çünkü yapısal sorunlar

çözülerek düşürülen enflasyon oranlarının enflasyon hedeflemesi ile düşük seviyelerde tutulması daha kolay olacaktır. (Oktar, 2001; 22).

6.9. İleriye Yönelik Bir Yaklaşım Benimsenmesi

Merkez bankası belirsizlikleri azaltmak amacı ile enflasyon hedeflerini ve politikalarını ileriye dönük olarak belirlemektedir. Belirsizliğin istikrarı bozucu en önemli unsur olması nedeniyle ileriye yönelik bekleyişleri belirli hale getirmek merkez bankasının temel stratejilerinden birini oluşturmaktadır.

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

7. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN UYGULAMA YÖNÜ

Enflasyon hedeflemesine geçilirken uygulamanın gelişimini etkileyebilecek konularda karar verilmesi zorunluluğu doğmaktadır. Bu bölümde, ülke deneyimlerinden hareketle enflasyon hedeflemesi sürecinde önem kazanan noktalar üzerinde durularak; hedefin belirlenmesi, diğer politika hedefleri ile enflasyon hedefleri arasındaki ilişki, hedefin tanımlanması, enflasyon tahminlerinin rolü ve yaklaşımın uygulamadaki sorunları gibi konular irdelenecektir. Belirtmek gerekir ki, enflasyon hedeflemesinin temel özellikleri konusunda bir fikir birliği olmasına karşın, uygulamasının detayları konusunda aynı fikir birliğine rastlanamamaktadır. Bu detaylar, para politikasının başarısını farklılaştırabilir. Enflasyon hedeflemesinin temel rehberliği olan fiyat istikrarı hedefi her ülkede aynı olurken, uygulamanın, hedeflenecek fiyat endeksinin seçimi, hedefin seyri, çıktı açığının ağırlığı, merkez bankasının tepki fonksiyonunun diğer değişkenleri gibi operasyonel görünümüleri, her ülkenin karşılaştığı şokların tiplerini de içerecek şekilde, kendi karakteristiğine geniş kapsamda bağlıdır. Dolayısıyla, enflasyon

hedeflemesi, ülke bazında seçilmesi gereken operasyonel özellikler konusunda karmaşık bir konu olarak kalmaktadır (Loayza; Soto, 2001).

7.1. Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi

Enflasyon hedefinin belirlenmesinde hangi kurumun yetkili olacağı konusu merkez bankasının bağımsızlığı ile yakından ilişkilidir. Bu doğrultuda bağımsızlık kavramının hedefin belirlenmesi anlamında değil, belirlenen hedefe uygun para politikasının yürütülmesi anlamında değerlendirilmesi daha uygun olmaktadır. Başka bir deyişle, merkez bankasının bağımsızlığı, kendi amaçlarını belirleme açısından bağımlı olması (para politikası amaçlarının hükümet veya yönetim tarafından belirlenmesi), ancak araçların uygulanması açısından bağımsız olması (belirlenen amacın gerçekleştirilmesinde faaliyetlerinin kısıtlanmaması) merkez bankası açısından daha uygundur (Debelle-Fischer, 1995).

Hedefin kim tarafından ilan edileceği önemli olmakla birlikte bunun önemi, aslında hükümet ve merkez bankası arasındaki mutabakatın derecesini göstermesi ve bunun içerdiği enformasyondan kaynaklanmaktadır. Yapılan açıklamaların politika belirleyen bu kurumların biri ya da sadece bir kaç tarafından yapılmasından daha etkilidir. Eğer, bu yapılmayıp ilanı bir kurum tarafından yapılıyorsa, o zaman bunun hedef üzerinde en fazla inisiyatifte sahip kurum tarafından yapılması uygundur. Buna göre, tam anlamıyla bağımsız bir merkez bankası söz konusuysa, enflasyon hedefinin veya parasal hedeflerin bu kurum tarafından ilanı yeterlidir. Buna karşın, hedeflenecek değişken üzerinde birden fazla kurumun yetkisi oluyorsa ya da merkez bankası hedef belirleme serbestisine sahip değilse, o ilgili kurumların tamamının hedefler ilan edilmesi sırasında hazır bulunması (örneğin; merkez bankası, maliye ve hazine) kredibilitenin tesisi açısından gereklidir (Malatyalı, 1998; 12).

Enflasyon hedefinin belirlenmesi, belirleyici kurum açısından, ülkeler arasında farklılıklar göstermektedir. Avustralya, Finlandiya ve İsveç'te hedefin açıklanması merkez bankaları tarafından gerçekleştirilirken, diğer uygulamalarda merkez bankası başkanı ve maliye bakanının ortak olarak belirlenen hedefi açıkladıkları görülmektedir.

Bu anlamda, uygulamada etkinliğin sağlanması ve güvenilirliğin sağlanması artması açısından, sadece merkez bankasının değil, hükümetin de onayının yansıtıldığı ikili açıklamanın daha uygun olduğu görülmektedir. Bu durum ülke ekonomisini yönlendiren karar alıcılar arasında anlaşmayı teşvik edici olduğu için oldukça yararlı bir yol olarak değerlendirilmektedir. (Mishkin, 1999). Enflasyon hedefinin merkez bankası tarafından tek taraflı olarak açıklanması, hedefin hükümet tarafından desteklenmemesi durumunda, bu stratejisinin etkinliği azalır ve kredibilitesi zayıflar.

Belirlenen bir enflasyon hedefi merkez bankaları tarafından hazırlanan dökümanların (tebliğ, yönetmelik, sirküler vb.) hiçbirisinde somut olarak kullanılmamaktadır. Aksine, bu stratejiyi izleyen merkez bankaları belirlenen hedefi, nihai amaçları olan fiyat istikrarının gerçekleştirilmesinde bir faaliyet biçimi olarak değerlendirmektedirler. Kısa dönem Phillips eğrisi ile ortaya çıkan kısa dönemdeki ters yönlü ilişki veri iken, amaçları arasında enflasyonun yanısıra tam istihdam da bulunan merkez bankaları bir amacı diğerine tercih edebilecekleri şeklinde değerlendirilebilirler. Bu sorunu ortadan kaldırmak için merkez bankaları uzun dönemde üretim ve enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki bulunmadığı görüşünü benimsemişlerdir. Buna göre, uzun dönemde daha yüksek bir ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesine yardımcı olabilmek için merkez bankalarına düşen görev düşük bir enflasyon oranının sürdürülmesini sağlamaktır.

Yeni Zelanda'da uygulanan strateji amaç ve araç bağımsızlığı arasındaki farkı net olarak ortaya koymaktadır. Bu ülkede 1989 yılında çıkarılan ve 1990'da yürürlüğe giren Yeni Zelanda Merkez Bankası (Reserve Bank of New Zeland-RBNZ) Yasası, Maliye Bakanı ile RBNZ guvernörü arasında imzalanacak olan bir Politika Hedefi Anlaşması'nı (Policy Target Agreement) zorunlu kılmaktadır. Anlaşmanın şartları konusunda merkez bankası ve hükümet arasında pazarlıklar yapılmaktadır. Sözü edilen bu anlaşma merkez bankası guvernörünün görev süresinin başlangıcında imzalanmakta ve görev süresi boyunca (5 yıl) yürürlükte kalmaktadır. Enflasyon hedefinin başarılması guvernörün sözleşmesinin yenilenmesinde gözönüne alınacak temel performans kriteri olarak kullanılmaktadır. Yapılan anlaşma 6 ay içinde hükümet tarafından geçersiz kılınabilir, ancak bu tür bir iptal kamuya açıklamak zorundadır (Şıklar, 1999; 32).

7.2. Diğer Politika Hedefleri İle Etkileşim

Bir istikrar aracı olarak para politikasının çeşitli amaçları bulunmakla birlikte, hiç kuşkusuz en önemli amacı uzun dönemde fiyat istikrarını gerçekleştirmek ve bunu devam ettirmektir. Para politikasında fiyat istikrarı amacının açık bir biçimde tanımlanması önemlidir. Çünkü, fiyat istikrarı amacı ile saptanacak diğer amaçlar arasında çatışmaların yaşanması her zaman olasıdır. Büyüme ile fiyat istikrarı amaçlarını kısa dönemde eşanlı olarak gerçekleştirebilme çabası potansiyel bir çatışma konusudur. Bu iki amaç arasında dengenin sağlanabilmesi ancak uzun dönemde gerçekleşebilir. Bu nedenle, kısa ve uzun dönemli amaçlar arasında meydana gelebilecek uyumsuzluk ve çatışma para politikasının etkinliğini ciddi biçimde zaafa uğratabilecektir.

Enflasyon hedefinin belirlenmesine dayalı rejimde para politikası açısından temel amaç, belirlenen enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesidir. Bu anlamda, diğer hedefler ancak enflasyon hedefi ile tutarlı olduğu oranda uygulamaya konulabilmektedir. Örneğin; sabit döviz kuru rejimi enflasyon hedefi ile tutarlı olmamakta, para politikasının endojenlik kazanması orta vadede enflasyon oranının hedeflenmesine olanak tanımaktadır. Bu doğrultuda, sabit döviz kuru uygulaması olan ülkelerde bu uygulamanın yerini doğrudan enflasyon hedefinin aldığı görülmektedir.

Öte yandan, uzun dönemde belirlenen enflasyon hedefinin tutturulması tam istihdam hedefine ulaşılması açısından da önem taşımakla beraber, kısa dönemde her iki hedef arasında bir çelişki söz konusudur (Alicı, 1999; 36). Uzun dönemde enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi para politikasının tam istihdam amacına ulaşmada yapabileceği en iyi katkıdır. Ekonominin enflasyonsuzlaştırılma döneminde ortaya çıkabilecek üretim kayıpları da, fiyat istikrarına kavuşulduğunda ortaya çıkacak üretim artışı düşünüldüğünde, kabul edilebilir bir maliyet oluşturmaktadır (Svensson, 1997b).

Merkez bankalarının ulaşmayı istedikleri bir diğer amaç da finansal istikrardır. Her ne kadar derinleşmemiş bir bankacılık sistemi faiz oranlarını değişebilirliğini azaltsa da, finansal istikrar amacının enflasyon hedeflemesi stratejisi ile çelişmesi bir

zorunluluk değildir. Uzun dönemde krizdeki bankacılık sektöründen kaynaklanan deflasyonist baskılar enflasyon hedefinden sapma ile sonuçlanabilir. Kısa dönemde ise, enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi için para politikasını sıkılaştırılması belirli bir finansal kurumun varlığını tehlikeye sokarsa, merkez bankası bir çelişki ile yüzyüze gelebilir. Oysa, tüm finansal sistemi ilgilendiren riskler ancak para politikasının aşırı derecede sıkı olması halinde ortaya çıkabilir ve dolayısıyla enflasyon hedefinden bir sapma söz konusu olabilir (Şıklar, 1999; 33).

Enflasyon hedefi uygulamasında para ve maliye politikaları arasında da dolaylı bir ilişki olduğu görülmektedir. Bu anlamda uygulanan maliye politikasının enflasyon hedefini destekler nitelikte olması gereklidir. Örneğin, iç borç stokunun yüksek olması, ileriye dönük enflasyon beklentilerini artırması nedeniyle, merkez bankasının kısa dönemde enflasyon hedefini gerçekleştirmesini engellemektedir. Faiz oranındaki artış, borç faiz ödemelerini arttırarak yeniden borçlanmaya gidilmesini zorunlu kılmakta ve dolayısıyla yüksek faiz ve yüksek borçlanma şeklinde bir kısır döngü oluşturmaktadır. Bu durum, özellikle Kanada ve Yeni Zelanda'nın enflasyon hedefi uygulamasına başladığı dönemde görülmektedir. Uygulamaya geçildiği dönemde her iki ülkede sırasıyla yüzde 60 ve yüzde 50 oranında olan İç Borç/GSMH oranı, enflasyonu düşürme sürecinin maliyetini yükseltirken parasal koşulların daha sıkı olması sonucunu doğurmuştur (Alıcı, 1999; 37).

Yeni Zelanda'da yaşanan son tecrübede enflasyon hedeflemesi stratejisi tarafından öne sürülen maliye politikası-para politikası ilişkisine güzel bir örnek teşkil etmektedir. Yeni Zelanda hükümeti seçim öncesinde 1996 yılından itibaren yürürlüğe girecek bir vergi indirimi kararını açıklamıştır. RBNZ bu vergi indiriminin talep üzerindeki etkisini tahmin etmiş ve sıkı para politikası koşullarının vergi indiriminin söz konusu olmaması durumuna göre daha uzun süre yürürlükte kalması gerektiği sonucuna ulaşmıştır. Görüldüğü gibi, maliye politikası değişikliklerinin enflasyon hedefi üzerindeki etkisinin derecesine bağlı olarak, para politikasında da değişiklikler gündeme gelebilmektedir.

7. 3. Enflasyon Hedefinin Tanımlanması

Enflasyon hedefinin tanımlanması uygulamaya geçen ülkeler arasında çeşitli farklılıklar göstermektedir. Söz konusu farklılıklar temel olarak, enflasyon hedefi için belirlenen süre, hedefin düzeyi, fiyat endeksinin seçimi ve belirlenen hedefin niteliğinden (belli bir aralık veya belli bir oran) kaynaklanmaktadır.

7.3.1. Hedefin Seyri

Enflasyon hedefine ulaşılması için belirlenen takvim, öncelikle uygulama başlangıcındaki enflasyon oranı yüksekliğine bağlıdır. Bu doğrultuda hedefleme politikasının uygulama dönemlerine bakıldığında, enflasyon oranı başlangıçta düşük olan ülkelerin hemen hedefleme politikasına geçtikleri, buna karşın, enflasyon oranları istenen oranlardan farklılık gösteren ülkelerin politika uygulamasına geçmeden bir geçiş dönemi yaşadıkları görülmektedir. Örneğin, Yeni Zelanda ve Kanada merkez bankaları, enflasyonu düşürme sürecine bir referans olması amacıyla önce 18 aylık hedef belirlemişlerdir. Yeni Zelanda hedef belirleme süresini daha sonra 12 aya indirmiş, Kanada bunu 18 ay olarak devam ettirmiştir. Enflasyon oranı uzun dönem seviyesine indikten sonra her iki ülkede hedef dönemini 5 yıllık olarak devam ettirmişlerdir. İngiltere’de bu dönem, parlamentonun görev süresi olarak belirlenirken Avustralya’da bir iş çevrimi (business cycle) olarak alınmaktadır.

Politikanın uygulama dönemi uzadıkça nispeten bağımlı olarak merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi stratejisinden ayrılma ihtimali artar. Buna karşın, optimal politika süresinin bir dönemden fazla olduğu savunulmaktadır. Buna göre, seçilecek süre merkez bankalarının bağımsızlık seviyesi ve ülkenin şartlarını da göz önüne almayı gerektirmektedir (Cukierman, 1992).

Hedefin istendiği zaman dilimi hem hedefin erişilebilirliğini hem de merkez bankasını sorumlu tutmadaki rolünü etkiler. Burada iki önemli unsur söz konusudur. Birincisi, cari para politikası enflasyonu sadece gelecekteki bir tarihte değil, aynı zamanda uzun dönem etkiler. Buradan, enflasyon hedeflerinin ileriye dönük olması ve

önemli bir zaman dilimi kapsamı gerekmektedir. Gelecek iki yılın ortalaması için enflasyon hedefleri takip etmek, yetkililere değişen ekonomik koşullara göre para politikasını uygulamak ve uygun bir uyum stratejisi bulmak için bir alan bırakacaktır (Timothy; Griffiths; Prati, 1999; 22).

7.3.2. Hedefin Düzeyi

Burada en önemli sorun, ideal enflasyon oranının ne olması gerektiğidir. Bilindiği gibi, enflasyon ile ekonomik performans arasındaki ilişkinin ampirik olarak doğruluğunu belirleyebilmek oldukça güçtür. Öncelikle, enflasyon endojen bir değişkendir. Bu yüzden arz şokları, siyasal istikrarsızlık gibi faktörlerin dışında kalan bir faktörle ilişkisi olmayan enflasyondaki değişim çok seyrek görülür. Bu bakımdan hedeflenecek enflasyon oranının belirlenmesi hiç kolay olmayacaktır. Yaklaşımın uygulandığı ülkelerde enflasyon hedefi genellikle yüzde 2-3 gibi düşük bir düzeyde oluşturulmaktadır. Bazı ülkelerde ise bu düzeyin de altındadır (Bernanke; Mishkin, 1997; 109). Böylesine düşük enflasyon düzeylerinde daha düşük bir enflasyon oranını (örneğin yüzde 1) hedeflemenin yararları konusunda yeteri kadar ampirik kanıt bulunmamakta, bu tür düşüşün oldukça maliyetli olacağı hususunda görüş birliği bulunmaktadır. Bu tür bir ortamda elde edilecek yarar, belirsizliğin azalmasından kaynaklanabilir (Şıklar, 1999; 36).

Enflasyon hedefi bir çok ülkenin fiyat istikrarına bakışlarını ve bu kavramı nasıl yorumladıklarını göstermektedir. Teorik olarak sıfır enflasyon fiyat istikrarı anlamına gelmesine karşın, uygulamada fiyat istikrarı, ölçümde sapmalar, nominal sertlikler gibi çeşitli faktörlerden etkilenmektedir. Bu nedenle istikrar kavramı TÜFE bazında küçük bir enflasyon oranı ile ifade edilmektedir. Sıfır enflasyonun fiyat istikrarı anlamına gelmemesinin gerekçelerinden biri, ürünlerin kalitelerindeki değişimin ve yeni ürünlerin ekonomiye etkilerinin bilinen fiyat endekslerince tam olarak yansıtılmaması olduğu biçimindedir. Gerçek anlamda sıfır enflasyonun bilinen endekslerde bir miktar enflasyona denk geldiği kabul edilmektedir. Resmi TÜFE baz alınarak tahmin edilmiş enflasyon oranları, gerçek enflasyon oranını, sabit ağırlıklı ikame sapmasını yeterli ölçüde hesaplamamanın güçlüğünden dolayı abartma eğilimi vardır. ABD üzerine yapılan

çalışmalar enflasyondaki bu abartının her yıl yüzde 1,5-2 puan arasında gerçekleştiğine işaret etmektedir. Kanada ve İngiltere’de ise bu oran en az yüzde 0,5-1 düzeyindedir. Bu nedenle, merkez bankaları gerçek enflasyonu sıfır düzeyinde tutmayı hedeflemiş olsalar bile, ölçülen enflasyon oranı için hedef, sıfırdan daha büyük olmalıdır (Crawford, 1997).

Bir diğer gerekçe ise, fiyatların gerçek dünyada aşağıya doğru katı olduğu ve düşük seviyeli enflasyonun bu problemi çözmede sıfır enflasyon durumuna göre daha başarılı olduğu şeklindedir. Fiyatların ve ücretlerin aşağıya doğru rijit olması olasılığı küçük oranlı bir pozitif enflasyonun nispi fiyatların uyum göstermesine olanak tanıyacağı öne sürülmektedir. Ücretlerdeki katılık çalışanların nominal ücretlerde bir azalışa tepki verirken reel ücretlerdeki gerilemelerin o kadar da tepki ile karşılanmadığı gözlemine dayanmaktadır. Diğer bir klasik örnek nominal faizlerle ilgilidir. Nominal faiz oranları sıfır ile sınırlandırıldığı için, sıfır enflasyon hedefi negatif reel faiz oranının söz konusu olamayacağını ifade etmektedir. Enflasyonun sıfır olduğu bir ortamda, aynı zamanda ekonomide durgunluk yaşıyorsa, reel faizlerin düşerek negatif olması mümkün olmamaktadır. Reel faizlerin negatif olması ile nominal faizlerin negatif olması sıfır enflasyonda aynı şeyi ifade etmekte, ancak bilinen sebeplerden dolayı, nominal faizler sıfırın altına düşmemektedir (Mishkin, 1999). Oysa, kimi zaman özellikle resesyonun son aşamalarında ekonomik canlanmayı teşvik etmek için negatif reel faiz oranı gerekli olabilmektedir. Ekonomi düşük enflasyon rejimine uyum gösterdiği zaman ücretlerde ve fiyatlardaki aşağıya doğru rijitlik azalabilir ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi teşvik edebilmek için reel faiz oranına duyulan ihtiyaç da ortadan kalkabilir. Ancak, özellikle geçiş döneminde, aşağıya doğru nominal rijitlik enflasyon oranına bir taban getirebilir ve dezenflasyonist sürecin maliyetini arttırabilir.

7.3.3. Fiyat Endeksinin Seçimi

Enflasyon hedeflemesinde ülkelerin hangi endekse bağlı oranı hedefleyecekleri bir diğer önemli konudur. Enflasyon hedefini tahminde kullanılan fiyat seviyelerinin belirlenmesi bu yaklaşımın en önemli yönünü oluşturmaktadır. Burada halkın beklentilerini oluştururken bunun hangi endeks üzerinden yapıldığı önem

kazanmaktadır. Öncelikle, kullanılabilir fiyat serilerinin ekonomik birimler tarafından doğru, zamanında ve kolay anlaşılır olması gerekmektedir. Enflasyon hedefinde kullanılan endeksin halkın çoğunluğunu ilgilendiren ve geniş tabanlı bir endeks olması kredibilite açısından tercih edilmektedir. Bu özelliği taşıyan endeks tüketici fiyat endeksidir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler genellikle TÜFE'nin hesaplanmasında ölçüm hataları olabileceğinin farkında olmakla birlikte söz konusu ölçüm hatalarının TÜFE'nin kullanılmasının avantajları karşısında nispeten daha az önemli olduğunu düşünerek TÜFE'yi tercih etmişlerdir. TÜFE'nin enflasyon hedefinin tanımlanmasına neden olan bu avantajlarının en önemlileri arasında kamuoyunun bu kavrama aşına olması ve kolay elde edilebilir oluşu gibi özellikler belirtilmektedir. (Svensson, 1999a).

Ayrıca, politikaların sonuçlarının değerlendirilmesinde, şokların neden olduğu geçici etkilerin elimine edilerek “çekirdek enflasyon” (core inflation ya da underlying inflation) oranlarındaki gelişimin izlenmesi bir başka yöntemdir. Bu nedenle, uygulanan para politikasının sonuçlarını değerlendirebilmek amacıyla, kullanılan fiyat endeksinin “çekirdek enflasyon” oranlarını izleyebilecek biçimde gerekli unsurların elimine edilerek oluşturulması uygulamada rastlanan bir diğer özelliktir (Cihan; Malatyalı, 1999). Uygulamada çekirdek enflasyon ölçütleri belirli şokların ilk aşamadaki etkilerini dışarıda bırakmakta, ancak ikinci aşamada bu şokların ücretler ve fiyatlar üzerindeki etkileri dışarıda bırakılmaktadır.

TÜFE enflasyon oranı ve çekirdek enflasyon oranı arasındaki temel farklılık, çekirdek enflasyon oranının ipotek faiz ödemelerini kapsamamasıdır. Enflasyonda hedeflenen düzeyin üzerine bir çıkış söz konusu olduğunda, merkez bankası kısa dönem faiz oranlarını yükseltirse, ipotek kredileri faiz oranlarındaki artış nedeniyle artan borçlanma maliyetine bağlı olarak, TÜFE enflasyon oranı da daha fazla yükselecektir. Çekirdek enflasyon oranında olduğu gibi, eğer kullanılan ölçüt bu artışları içermiyorsa, ortaya çıkacak sorunlardan kurtulma olanağı doğmaktadır. İpotek maliyetlerindeki değişmelerden etkilenen TÜFE'nin bu bileşenini ayırt etmek son derece kolaydır; ipotek ve kredi maliyetlerindeki değişimleri dışarıda bırakan enflasyon oranı merkez bankasının genellikle ülkedeki istatistik bürosu tarafından yayınlanmaktadır.

Bazı ülkeler çekirdek enflasyon hedefini kullanırken TÜFE'nin hesaplanmasında kullanılan diğer bazı bileşenleri de hesaba katmamaktadırlar. Örneğin, Kanada ve Finlandiya dolaylı vergilerdeki değişiklikleri dışarıda bırakma ve böylece maliye politikasında istenmeyen değişiklikler yaratmasına engel olunmaktadır. İlke olarak sözü edilen bu bileşenin de ayırt edilmesi oldukça kolaydır. Kanada ve Finlandiya'da kullanılan çekirdek enflasyon oranı, yüksek ölçüde değişken olma eğilimi gösteren, ancak uzun dönemde (2 ya da 3 yıl) ortalama değere geri dönen bir kavram olarak değerlendirilen gıda ve enerji fiyatlarını da dışarıda bırakmaktadır. Sözü edilen bu sorunun çözümlenebilmesi için önerilen bir yöntem, enflasyon hedefinin 1 yıldan daha uzun bir süre için tanımlanması ve böylece kısa dönemli dalgalanma eğilimi gösteren fiyat değişikliklerinin dengelenmesidir.

Yeni Zelanda'da İstatistik Bürosu tarafından hesaplanan TÜFE enflasyon oranı, Politika Hedefleri Anlaşmasında belirlenen bir dizi ilke kullanılarak değiştirilmekte ve böylece çekirdek enflasyon oranı hesaplanmaktadır. Bu ilkelere RBNZ'nin uyum göstermesine olanak tanınan (arz yönlü) şokların türleri belirtilmektedir. Bu şoklar arasında ipotek faiz oranı değişiklikleri, doğal afetlerin neden olduğu fiyat değişiklikleri, dolaylı vergilerdeki ve devlet tarafından belirlenen diğer fiyatlardaki değişiklikler ve ithalat-ihracat fiyatlarındaki önemli değişikliklerin direkt etkileri yer almaktadır. İthalat-ihracat fiyatlarındaki önemli değişiklikler ifadesi ile, fiyat düzeyi üzerinde kümülatif olarak 12 aylık sürede yüzde 0,25'ten daha yüksek bir etki kastedilmektedir.

Ekonomideki tüm fiyat ve ücretlere ilişkin kararlar alınırken yayınlanan manşet enflasyon oranı esas alınıyorsa, çekirdek enflasyon oranı üzerinde yoğunlaşılması sorun yaratabilmektedir. Ancak, manşet enflasyon oranındaki değişimler karşısında fiyatların ve ücretlerin göstereceği tepkiyi çekirdek enflasyon oranı ile yakalamak da mümkündür. Bunun ötesinde, çekirdek enflasyon oranı şeffaf bir değer olmadığı şeklinde eleştirilebilir, ancak söz konusu oran ülkedeki istatistik bürosu tarafından hesaplanırsa, bir ölçüde bu sorundan kurtulmak mümkündür.

7.3.4. Hedef Aralığının Genişliği

Hedeflemenin bir nokta hedef ya da belli bir bant aralığında olması tercihi ile ilgili olarak en büyük belirleyici husus, nokta hedefin tutturulmasının zorluğudur. Bu nedenle uygulamada çoğunlukla enflasyon hedeflemesi bir aralık üzerine yapılmaktadır. Söz konusu bantlar ölçüm hataları ve bazı fiyatlardaki beklenmedik şoklar karşısında esneklik kazanılması amacını taşımaktadır. Ülkelerin tercih ettikleri yöntemin nokta hedef yerine belli bir bandı izlemek olduğu görülmektedir. Avustralya ve Finlandiya'da uygulanan stratejide enflasyon oranına ilişkin belli bir tek oran üzerinde durulmakta iken; Kanada, İsveç, İngiltere ve Yeni Zelanda'da enflasyon hedefi için bir aralık belirlenmekte, İspanya'da ise hedef, enflasyon oranı için bir tavanın belirlenmesi ile ifade dilmektedir.

Enflasyon hedefi beklentileri etkileyerek bu beklentilerin enflasyonist şoklara karşı verecekleri reaksiyonların yumuşamasına neden olmaktadır. Bu nedenle de hedefin açıklanma biçimi, kapsadığı enformasyon ve bu hedefin önceki uygulamalar referans alındığında, merkez bankasına duyulan güven söz konusu etkinin istenen şekilde gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinin belirleyicisidir.

Bu şartlar altında hedefin bir nokta ya da dar bir bantta belirlenmesi, merkez bankasına duyulan güvenin tam olduğu varsayımı altında, beklentileri hedef gösterilen noktaya ya da banda sabitleyecektir. Buna karşın, ilan edilen hedefin tutturulamaması ve bunun süregelen bir hal alması merkez bankasının kredibilitésini zedeleyecektir. Enflasyonun ya da fiyat endeksinin direkt olarak merkez bankası tarafından belirlenemeyeceği de göz önüne alınarak nokta hedef yerine hedefin belirli bir bantta belirlenmesinin daha akılcı bir yaklaşım olduğu söylenebilir (Debelle, 1997; 35).

Enflasyon hedefi için bir aralık belirlemenin nedeni, para politikasının enflasyon oranı üzerinde tam bir kontrol kuramamasıdır. Para politikasının etkisi ile ilgili olarak uzun ve değişken bir gecikme yapısı ve de gelecekteki enflasyonu tam olarak tahmin etmenin olanaksızlığı veri iken, enflasyon oranındaki değişkenliği belli bir düzeyin altına indirebilmek mümkün değildir. Öte yandan, kısa dönemli şoklar

karşısında gösterilecek tepkiler de bir esneklik gerektirdiği için, bir aralık gerekli olmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı ülkelerde kullanılan aralık genişliğinin birbirinden farklı olması kısmen enflasyonda uygulanabilir minimum değişkenliğin ne olacağı konusundaki farklı görüşleri yansıtmaktadır (Cukierman, 1996).

Uygulama sonuçlarının hedef aralığı içerisinde kalması, merkez bankasının izleyen dönemlerde başarısını etkileyecek bir unsur olmasına karşın, kamuoyunun ilan edilen hedef bandının tutturulacağına dair inancı da merkez bankasının önceki dönemlerdeki hedef-uygulama farkları arasındaki ilişkinin bir fonksiyonudur. Aralık genişliğinin -veya nokta hedef yerine hedef aralığının- seçimi keskin sınırlar içinde ilan edip bu sınırları ihlal etmek ile geniş bir aralık açıklayıp -hatta kimi zaman açıklamayıp- merkez bankasına bir olanak sağlamak arasındaki çelişkiyi ifade etmektedir. Aralık tercihi, kabul edilebilir bir sapmayı içerdiği için sorumluluğun gerçekleşmesi açısından bir avantajdır. Kredibilitesi daha düşük olan merkez bankalarının hedef aralıklarını daha geniş belirlemeleri daha inandırıcı olmaktadır. Bununla beraber, hedef aralıklarının çok geniş tutulması halkın beklentilerinin yönlendirilmesi yönündeki amacın etkisini zayıflatmaktadır. Hedef aralığının geniş tutulması durumunda kamuoyunun ve piyasaların merkez bankasının enflasyon taahhüdüne olan bağlılığı konusunda kuşkuları olacaktır. Nispeten dar bir aralık ise, enflasyon hedefi ile ilgili daha güçlü bir taahhüdün göstergesi olarak yorumlanabilir. Tespit edilen dar bir aralık, enflasyon hedefinin başarılması konusunda, merkez bankasının kısa dönemli hesapverebilirliğini ön plana çıkarır. Ancak, uygulamada belirlenen aralık içerisinde kalmak zor oluyorsa, aralığın sık sık ihlal edilmesi kredibilite konusunda olumsuzluklar yaratabilir. Ortaya çıkan bir aralık ihlali merkez bankası tarafından bu konuda bir açıklama getirilmesini gerektirmektedir. Oysa, daha geniş bir aralık tanımlandığında, merkez bankasının kısa süreli performansını değerlendirebilmek oldukça güçtür; bu nedenle merkez bankasının orta vadedeki hesapverebilirliği artar.

Sayılan bu nedenlerden dolayı, kredibilitesi görece düşük olan merkez bankaları için önerilebilecek olan, optimal genişlikte bir aralık belirleyerek bunu uygulama sonuçlarında elde edilen başarı oranında zaman içinde daraltmaktır.

Kredibilite açısından dar olarak belirlenen aralıkları başarısızlık sonucu genişletmenin maliyeti bunun tersi yönünde yapılacak bir uygulamadan daha yüksek olmaktadır (Debelle, 1997).

Enflasyon hedefinde uygun aralık genişliğinin ne olması gerektiği sorunu sistematik olarak bazı çalışmalarda ele alınmıştır. Bu çalışmalarda enflasyon ve üretim eşitlikleri ile para politikası tepki fonksiyonunun yer aldığı küçük makro ekonomik modeller aracılığıyla simülasyonlar gerçekleştirilmiştir. Bu modellerde gerçekleştirilen simülasyonlarda merkez bankasının ekonomik yapıyı bildiği, üretim açığı ve enflasyonun ağırlıklı ortalamasından oluşan bir amaca dönük hedefe sahip olduğu kabul edilmektedir. Örneğin, İngiltere için yapılan çalışmada yüzde 1-4 gibi bir enflasyonu gerçekleştirme olasılığı sadece yüzde 50'dir. Avustralya'da hedeflenen enflasyon oranı için yüzde 95 güven aralığının hedeflenen oranın 5 puan üstü ve altı olacağı hesaplanmaktadır. Bu çalışmalardan çıkarılacak temel mesaj, para otoriteleri optimal para politikası izleseler bile, enflasyon hedefi için belirlenen dar aralıkların sık sık ihlal edildiğidir (Şıklar, 1999; 41).

7.4. Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları

7.4.1. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları

Enflasyon hedeflemesinin orta dönemli bir para politikası olarak sahip olduğu temel avantajlar aşağıdaki gibi sıralanabilir: Enflasyon hedeflemesi rejimi;

- Para politikasının uygulanmasında şeffaflığı artırmaktadır.
- Alternatif politikalara göre daha anlaşılır bir politikadır.
- Merkez bankalarının belirlenen enflasyon hedefine ulaşmaları için kredibilitelerini ve hesapverilebilirliğini artırmaktadır.
- Para otoritelerinin fiyat istikrarı hedefine ulaşmaları için gerekli tüm bilgiyi kullanmalarını sağlamaktadır.
- Para politikasının ulusal ekonomideki şoklara ağırlık vermesini sağlamaktadır.

- Merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanmalarında ve kontrol etmelerinde bağımsız olmalarını sağlamaktadır.
- Para politikasının operasyonel olarak uygulanmasına yardımcı olmaktadır.
- Politika tartışmalarının merkez bankasının para politikası ile gerçekleştirebileceği hususlar üzerinde odaklanmasını sağlamaktadır.

7.4.2. Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajları yanında bir takım dezavantajları da bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimi,

- Çok katı ve tavizsiz olarak uygulanması gereken bir politikadır.
- Diğer para politikası rejimleriyle karşılaştırıldığında etkin olmayan bir üretim dengesine (inefficient output stabilization) yol açmaktadır. Bu durum özellikle önemli arz şoklarında (petrol fiyatındaki ani değişiklikler gibi) kendini göstermektedir.
- Kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandırabilir.
- Mali politikaların para politikalarına üstünlük sağlamasını engelleyemez.
- Rejimin uygulanması için gerekli olan esnek döviz kuru rejimi mali istikrarsızlığa sebep olabilir (Alparslan-Erdönmez, 2000; 9).

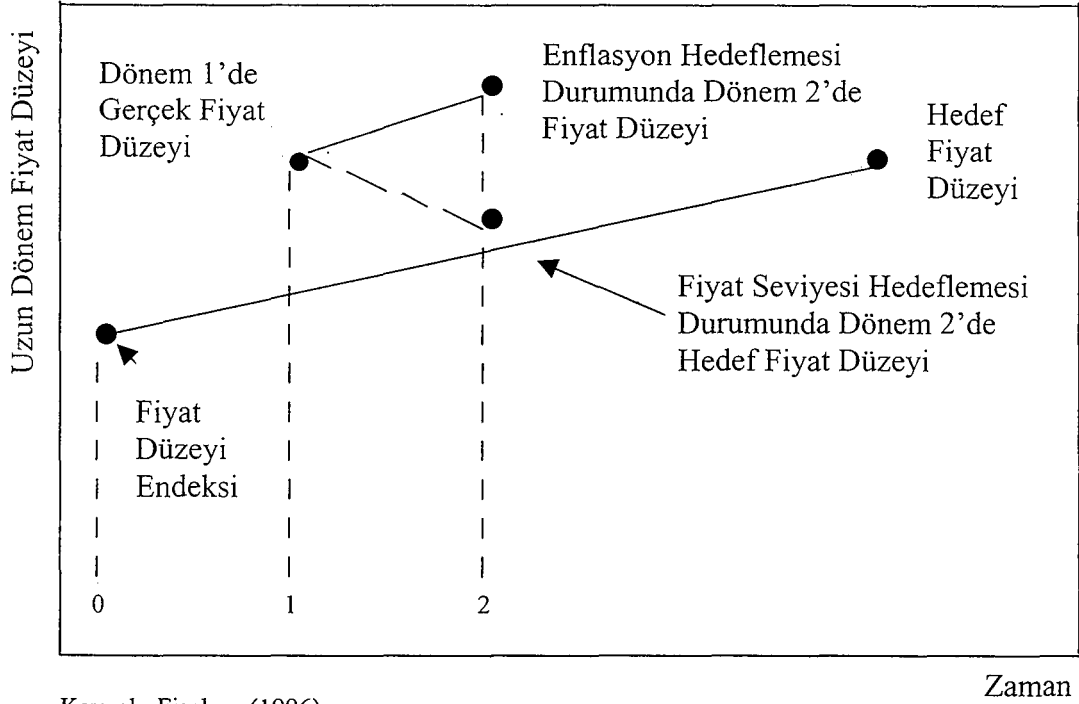
7.5. Enflasyon Oranı ve Fiyat Düzeyi Hedeflemeleri

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı uygulamada yarattığı sorunlar dışında sonuçları açısından da gerek ekonomistler gerekse politikacılar arasında çeşitli tartışmalara neden olmaktadır. Bu bağlamda üzerinde durulan iki önemli nokta, fiyat istikrarı temeline dayandırılan para politikasının ekonomik büyümeyi de içermesinin gerekliliği ve “fiyat düzeyi” hedefi ile “enflasyon” hedefi arasındaki ayrımın tanımsal olmasının ötesinde ekonomik anlamda farklılıklar taşımalarının doğuracağı sonuçlardır (Alıcı, 1999; 34).

Enflasyon oranının tam olarak kontrol edilebilmesi durumunda her iki değişkenin hedeflenmesi aynı sonucu verebilecekken, uygulamada enflasyonu tam olarak kontrol etmek mümkün değildir. Bu nedenle, yapılan tercihe göre hedeften sapmaların düzeltilmesi hususundaki uygulamaların neden olabileceği sonuçlar farklılık taşımaktadır. Enflasyon oranının hedeflenmesi durumunda, hedeften sapmaların oluşması halinde geçmişteki bu sapmaların bir sonraki dönemde tekrar edilmemesine çalışılarak politikaların uygulamalarına -gerekli önlemler alınmak suretiyle- bir sonraki dönemde devam edilir. Fiyat düzeyi hedeflemesi durumunda ise, hedeflenen fiyat düzeyinden sapma olması halinde (hedefin aşılması durumu), uygulanan politikalara kamuoyunun güveninin devamının sağlanmasına yönelik olarak, fiyat düzeyinin hedeflenen düzeye geri çekilmesi gerekebilir. Bu ise ekonomide deflasyonist sonuçların doğabileceği anlamına gelmektedir. Bunun yanında fiyat düzeyi hedeflemesinin kısa dönemde enflasyon oranlarının daha yüksek bir oynaklık göstermesine sebep olduğu ve buna bağlı olarak da işsizlik oranlarında salınımlara neden olma özelliğine sahip olduğu savunulmakla beraber, literatürde fiyat düzeyi hedeflemesini savunan argümanın özünde başarıyla uygulanan bir fiyat düzeyi hedeflemesinin toplumun enflasyonist eğilimleri üzerinde, enflasyon hedeflemesine göre, daha olumlu sonuçlar doğuracağından hareketle uzun vadede fiyat oynaklığını en az düzeyde tutma özelliği taşıdığı ve işsizlik oranının politikalara olan esneklik düzeyinin nispeten düşük olduğu ekonomilerde enflasyon hedeflemesine nazaran tercih edilmesi gerektiği görüşü bulunmaktadır (Svensson, 1999b).

Her yıl için enflasyon oranı hedeflenmişse, merkez bankasının geçmiş yıllardaki hedeflerini gerçekleştirmedeki başarısızlıklarını telafi etmesi talep edilmeyecektir. Fiyat düzeyi hedeflenirse, merkez bankası geçmiş yıllardaki hedeften sapmaları karşılama girişiminde bulunmak zorundadır. Örneğin, hedef enflasyon oranı yüzde 2 ve geçen yıl enflasyon oranı yüzde 4 ise, enflasyon hedeflemesi durumunda bu yıl hedef yüzde 2, fiyat düzeyini hedefleme durumunda bu yıl yüzde 2'den daha az olabilirdi (örneğin yüzde 1). Çünkü merkez bankasının hedef fiyat düzeyine dönme zorunluluğu vardır (Şekil 2).

Şekil 2. Fiyat Düzeyi Hedeflemesine Karşı Enflasyon Oranı Hedeflemesi



Kaynak: Fischer (1996).

Fischer (1996)'ya göre, fiyat düzeyi hedeflemesi uzun dönemde enflasyon hedeflemesine göre fiyatlar hakkında daha kesin sonuçlar verir. Böylece, fiyat düzeyi hedeflemesi uzun dönem nominal sözleşmeleri teşvik eder. Fakat, örnekte gösterildiği gibi o, bunu enflasyonda daha fazla kısa dönem değişkenlik maliyetine gerçekleştirir. Bu sebeple fiyat düzeyinden çok enflasyon hedeflemesi tercih edilir.

Fiyat düzeyi hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesi seçimindeki püf nokta, kısa dönemde hedeflenen enflasyon (mesela aylık) ile birkaç ayın ortalama enflasyon oranının hedeflenmesi arasındaki farkın önemli boyutta olmasıdır. Merkez bankasının fiyat istikrarını sağlamak için belirleyeceği operasyonel hedefi; enflasyon oranını uzun dönemli bir hareketli ortalama doğrultusunda sıfıra indirgemek ya da fiyatlar genel düzeyinin yatay bir çizgide ilerlemesini sağlamak olabilir. Ama ister aylık isterse üç aylık olsun enflasyonun her dönem için belirli bir çizgide gitmesi o kadar da gerekli değildir. Genellikle, fiyat düzeyi hedeflemesi konusundaki itirazlar, fiyatların hedeften sapması halinde merkez bankasının buna derhal reaksiyon göstererek fiyatları eski düzeyine getirmesi gerekeceğini öne sürmektedir. Fakat bunun için bir sebep yoktur.

Uzun dönemde enflasyonun belirlenen hedefe yakın olup olmaması, enflasyon ile üretimin kısa dönemdeki dalgalanmasının az ya da çok olmasına bağlıdır. Çünkü, enflasyon-üretim değişkenliği ekonominin nasıl çalıştığına ve merkez bankasının para politikasını nasıl yürüttüğüne bağlı bir konudur.

Hangi yöntem benimsenirse benimsensin, fiyat düzeyi hedeflemesinin anlamı; merkez bankasının bir uzun dönem ortalama enflasyon oranını hedeflediği ve geçmiş dönemdeki hedeften sapmaları buna göre ayarlayacağıdır. Teknik olarak; “fiyat düzeyi hedefleme rejimi”ni deterministik bir trend gösteren logaritmik fiyat düzeyi olarak tanımlamak mümkündür. Buna karşılık “enflasyon hedefleme rejimi”, logaritmik fiyat düzeyinin “birim kökü” olması ve stokastik bir trend izlemesi olarak tanımlanabilir (Dittmar; Gavin; Kydland, 1999; 25).

7.6. Enflasyon Tahminlerinin Hedeflenmesi

Para politikasındaki gecikmeler göz önüne alındığında, enflasyon hedefinin “ileriye dönük (forward-looking)” olması zorunludur. Bu anlamda, para politikasındaki değişikliklerin enflasyon oranı yükselmeye başlamadan önce uygulamaya konulması gerekli olmakta ve dolayısıyla merkez bankasının tahminleri belirleyici rol oynamaktadır. Yayınlanan resmi enflasyon tahminlerinin uygun bir ara hedef niteliği taşıdığı yönünde çeşitli argümanlar bulunmaktadır (Debelle; Masson; Savastano; Sharma; 1999). Bunu savunan iktisatçı Svensson’a göre, enflasyon hedefleme politikasının eksikliklerinden biri de hedefe ulaşmada açıkça ara hedeflerin konmamasıdır. Merkez bankasına öngörülen enflasyonun (forecasted inflation) üstü kapalı bir şekilde ara hedef olarak kabul edilmesi mümkündür. Merkez bankasının politikasını oluştururken öngördüğü enflasyonu ara hedef olarak kabul ettiğini açıkça belirtmesi para politikasındaki belirsizlikleri azaltmaktadır.

Svensson (1997a) ara hedef olarak belirlenecek enflasyon öngörüsünün merkez bankasınca oluşturulacak makro modelden tahmin edilebileceğini ileri sürmektedir. Bu enflasyon öngörüsü, merkez bankasının enflasyonun temel belirleyicileri ve para politikasının aktarım mekanizması üzerine yapılan tahminlerine dayanmaktadır. Bu

öngörülen enflasyon gerçekleşen enflasyonu etkilemekte ve ara hedef olarak algılanmaktadır. Burada bankanın amacı, modelde öngörülen enflasyon rakamının hedeflenen bant içinde olmasını sağlamaktır. Merkez bankası daha sonra ara hedef olan enflasyon öngörüsünü etkileyecek politika araçlarını belirlemekte son olarak da hedefe ulaşmada bu politika araçlarının ne oranda kullanılması gerektiğini hesaplamaktadır. Gerçekleştirilen tahmin o andaki enflasyon oranı ile korelasyon içinde olmasının yanısıra, kontrol edilebilir, kolayca etkilenebilir ve tahminlerin yayınlandığı varsayılsa şeffaf olma özelliği taşımaktadır (Svensson, 1997a).

Enflasyon hedeflemesi merkez bankasının enflasyonu veya enflasyonist beklentileri hedeflenen belirli bir düzeyde tutması anlamına gelmektedir. Svensson, enflasyonist beklentilerin hedeflenmesi olgusunu enflasyon tahminlerinin hedeflenmesi olarak adlandırmaktadır. Bu iki yaklaşım arasındaki fark, enformasyonun oluşumunda yatmaktadır. Merkez bankası ekonomide cari dönemde yaşanan şokların farkına varırsa enflasyonu kontrol edebilir. Ancak, merkez bankası önceden hareket etmek zorundaysa –yani merkez bankası şok ortaya çıkmadan para politikası aracının değerini belirlerse– sadece beklenen enflasyon oranını hedefleyebilir (Şıklar, 1999; 73). Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının uygulamasında karşılaşılan güçlükler ampirik gözlemlerden izlenebilir. Nitekim, enflasyonun para politikasındaki, değişikliklere cevap vermesinde 1 yıldan 2 yıla ya da daha fazla bir zamana yayılan bir gecikmenin yaşanması bu duruma örnek gösterilebilir.

Politikadaki değişiklikler ile enflasyon oranındaki değişiklikler arasında yaşanan gecikmelerin neden olduğu problemin olası çözüm yollarının bulunduğu açıktır. Bunlar arasında merkez bankasının enflasyonun kendisinden çok, orta vadeli enflasyon tahminlerini hedeflemesi belki de en ilginç olanıdır. Gelecekteki fiili enflasyonun aksine, cari enflasyonun tahmini, eşanlı olarak gözlemlenebilen ve ölçülebilen bir değişkendir. Enflasyon tahminlerinin hedeflenmesi hem merkez bankasının hem de kamuoyunun uygun politikayı sürekli olarak izleyebilmelerini sağlar. Üstelik, rasyonel olarak oluşturulmuş enflasyon tahmini gelecek enflasyon kavramında mevcut olan tüm bilgiyi içermiş olacaktır. Bu durumda enflasyonun kendisinin hedeflenmesi ile enflasyonun hedeflenmesinin amaçları arasında herhangi bir

çatışma da ortaya çıkmayacaktır. Bu bakımdan yukarıda belirtilen zaman gecikmesi sorununu aşmak için enflasyon tahmini ideal bir ara değişken rolünü üstlenebilir. Bu uygulama süreci, bir anlamda para politikasının aktarımında yaşanan gecikmelerin kaçınılmaz bir sonucudur. Enflasyon hedeflemesinin etkin biçimde uygulanabilmesi için enflasyon hedefleyen merkez bankasının ileriye dönük bir perspektife sahip olması gerekir. Üstelik, merkez bankası cari aracı belirlemeyi kararlaştırabilmek için koşullu enflasyon tahminlerini de yapmak durumundadır.

Uygulamada enflasyon tahmininin hedeflenmesinin çeşitli yolları bulunmaktadır. Bu konuda en azından üç ayrı yaklaşımdan bahsedilebilir. Bunlardan birincisi, merkez bankasının özel sektör tahmincilerinin tahminlerini hedeflemesidir. Bu hedefleme, özel sektörün enflasyon tahminlerinin merkez bankasının açıkladığı hedefin üzerinde olması durumunda faiz oranlarını arttırarak; enflasyon tahmininin hedefin altında kalması durumunda ise faiz oranlarını azaltarak yapılmaktadır. Merkez bankasının çeşitli varlık fiyatları (örneğin; mal fiyatları ve TÜFE'ye göre geleceğe ilişkin fiyatlar gibi) üzerinden enflasyonun zımni olarak tahmininin hedeflenmesi ikinci yaklaşımı oluşturur. Sonuncusu ise, merkez bankasının kendisinin yaptığı tahminlerin hedeflenmesidir. Diğer bir deyişle, merkez bankasının kendi personeli tarafından yapılan tahminlerin bu hedeflemede esas alınmasıdır (Oktar, 1998a; 64).

Enflasyon tahmini açısından en önemli nokta, uygun tahmin yönteminin belirlenmesi ve geçmişe yönelik yeterli istatistiğin bulunmasıdır. Ayrıca, enflasyon tahminlerinin yayınlanması da merkez bankasına olan güvenin artması açısından önem taşımakta, tahminlerde yapılan sistematik hatanın kamuya yansması merkez bankasının tahmin yöntemini geliştirmesi yönünden sinyal oluşturmaktadır. Merkez bankasının hesapverebilir olmasına dönük gereksinim enflasyon tahminlerinin de yayınlanmasını gerektirmektedir. Yayınlanan enflasyon tahminleri enflasyon hedefinin ihlal edilmesi durumunda merkez bankasının bunu tahmin hatalarına bağlayarak açıklamasına imkan tanır. Tahmin aşamasında meydana gelen sistematik hatalar da kamuoyu açısından şeffaf olmalı ve böylece merkez bankasını tahmin metodolojisini iyileştirmeye zorlamalıdır (Bernanke; Woodford, 1997; 681).

7.7. Yaklaşımın Uygulamadaki Sorunları

Enflasyon hedeflemesinin uygulamadaki birkaç meselenin tartışılmasını gerektirmektedir. Bu meselelerin çözümü ülkelere göre değişebilen bazı hususlara bağlıdır.

7.7.1. Beklenmedik Şokların Güvenilirliği Azaltması

Para politikası uygulama sürecinde ekonominin merkez bankasının kontrolü dışındaki şoklara maruz kalması enflasyonun merkez bankasınca tam anlamıyla kontrol edilmesini güçleştirmektedir. Enflasyonun para politikası araçları dışında bir çok değişkenden de etkileniyor olması piyasaların para politikasının sağlıklı değerlendirmelerini zorlaştırmaktadır. Burada en büyük sorun, para otoritesinin kontrolü dışındaki şokları bahane ederek enflasyon hedefinden sapabileceği ve hedefe ulaşmada daha isteksiz davranabileceği yönünde kamuoyunda oluşan endişedir. Oysa, enflasyon hedeflemesinde piyasaların bu politikanın sapma göstermeden tutarlı biçimde uygulanacağına dair inancı ve güveni hedefin tutturulması için çok önemlidir. Piyasalarda merkez bankasının şoklar karşısında enflasyon hedefinden uzaklaşacağı yönünde oluşan kanaat, beklenen enflasyonun, enflasyon hedefinin üzerine çıkmasına yol açacaktır. Beklenen enflasyonun hedeflenen enflasyonun üzerinde olması durumunda ise, doğru politikalar uygulansa bile, merkez bankası enflasyon hedefini aşacaktır (Karasoy; Saygılı; Yalçın, 1998; 20).

Diğer önemli bir sorun, enflasyon hedefinin örneğin Yeni Zelanda'da olduğu gibi, ekonomiyi etkileyen şoklara dayandırılmasının gerekip gerekmediğidir. Gözlemlenebilen olaylara dayanan bir taahhütte bulunmak için iyi bir teorik örnek vardır: Merkez bankası somut değerlendirme yapmadan basit olarak hedeften sapmalara izin vermektense, bu şokların üstesinden gelmek için hedefleri açıkça yenilerse, şokların olumsuz etkisini daha az kredibilite kaybıyla önleyebilir. Hedeflerin yenilenmesini gerektirecek geçerli istisnalar, örneğin, petrol fiyatı şokları veya dış ticaret hadlerindeki kontrol edilemeyen değişiklikleri içerebilir. Ancak istisnaların kullanılması konusunda bazı sınırlamalar koymak önemlidir. Bunlardan biri, Kanada'da

olduğu gibi, hedefte yapılacak değişikliği ücretler üzerindeki ikinci etkileri değil, şokun doğrudan etkilerini içerecek şekilde sınırlamak olabilir.

7.7.2. Enflasyon Yeterince Tahmin ve Kontrol Edilebilir Bir Hedef Olabilir mi?

Genel olarak kabul gören görüşe göre, enflasyonu özellikle hem çok kısa hem de çok uzun dönemler için tahmin etmek çok güçtür. Enflasyonun tahmin edilebilirliğinde karşılaşılan güçlük enflasyon hedeflemesi yaklaşımı için iki önemli sorun oluşturmaktadır. Parasal politika uygulamaları ile enflasyonla mücadele arasında uzun gecikmelerin olduğu dikkate alındığında, tahmin edilebilirlikteki yetersizlik, enflasyonu tam olarak hedeflemenin büyük ölçüde güç olduğunu ortaya koymaktadır. İkincisi, merkez bankasının güvenilirliği ile ilgilidir. Eğer, enflasyon tahmin edilemiyor ve bu nedenle de kontrol edilemiyor ise, o zaman merkez bankasının enflasyon hedefini yakalamak için gerekli çabayı gösterip göstermediğini anlayabilmek güç olacaktır. Örneğin, merkez bankaları hedefleri yakalayamamalarını ya da bu hedeften büyük sapmaları beklenmedik şoklara bağlama eğilimindedirler. Bunun aksini kanıtlayabilmek kolay kolay mümkün değildir. Merkez bankaları için bu tür mümkün kaçışlar, enflasyon hedeflemesinin para politikasının sorumluluğunu arttırır argümanını zayıflatmaktadır. Üstelik, kredibilitenin oluşturulması da hem uzun hem de güç bir süreci gerektirme ihtimalini taşımaktadır.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının etkinliğinin sınırlı olduğu ve enflasyon oranını tahmin edebilirlikte ya da kabul edebilirlikte güçlük yarattığı görüşü üzerine şu çıkarsamalar yapılabilir: Birincisi, tahmin edilebilirliğin istatistiki ölçümlerinin kendileri para politikasına karşı duyarlı olacaktır. Para politikası uygulayıcılarının petrol fiyatlarının yarattığı şoklar ve diğer enflasyonist baskılarla mücadele etmek zorunda kaldıkları 1970’li yıllar boyunca enflasyonu tahmin etmede ne büyük güçlükler yaşadıkları açıktır. Buna karşılık 1980’li yılların ortalarından itibaren ABD’de ve diğer sanayileşmiş ülkelerde enflasyon oranının istikrarı, enflasyonun gelecekteki durumunu tahmin etmenin daha kolay olacağını ortaya koymuştur.

İkincisi, hedef değişkenlerin tahminindeki güçlükler para politikasının yürütülmesinde ara değişkenlerin kullanılması için bir gerekçe oluşturamaz. Svensson'a göre, mümkün olan en iyi ara hedef mevcut hedef değişkenin kendisinin tahminidir. Başka bir deyişle, enflasyonun doğrudan kendisinin hedeflenmesidir. Para arzı artışı gibi bir ara hedefin kullanılması, ancak ara hedef hedef değişkenin tahminiyle ilgili tüm bilgiyi içeriyorsa, kabul edilebilir ve dolayısıyla kullanılabilir. Bu uç örnekte ara hedefin kullanılması hedef değişkenin tahmininin hedeflenmesiyle aynı anlama gelmektedir. Bununla beraber, eğer ara hedeften başka herhangi bir değişken hedef değişkenin gelecek değerleri konusunda marjinal bilgi içeriyorsa, o zaman enflasyonun tahmininin hedeflenmesi herhangi bir tek ara hedefin kullanılmasına kesinlikle üstün gelecektir. Bu nedenle, uygulama açısından bakıldığında, hedef değişkeni tahmin etmek ya da kontrol etmek güç olsa bile, bir ara hedef kullanarak herhangi bir gelişmenin elde edilmesi mümkün olmayacaktır (Oktar, 1998a; 57).

7.7.3. Modelleme

Enflasyon hedeflemesini uygulamada bir diğer sorun, enflasyonu öngörmeye kullanılan modelin dizaynıdır. Uygulanan para politikası enflasyonun hedeften yapacağı sapmalara tepki gösterecekse, bu tepkinin yönü, ölçüsü ve zamanlaması büyük önem kazanmaktadır ve tüm bu unsurlar büyük ölçüde merkez bankasının kullandığı ekonomik modeline bağlıdır. Ancak, buna aykırı olarak, merkez bankalarının çoğu fiyat istikrarından sorumlu olmasına rağmen, bir çok merkez bankası tarafından kullanılan ekonometrik modeller para politikasının enflasyonu ne zaman ve nasıl etkilediğini gösteren parasal aktarım mekanizması hakkında çok az analiz olanağı vermektedir. Enflasyon hedefinin veya herhangi bir makro ekonomik hedefin izlenmesinde para politikasına rehberlik etmede modelin etkinliğinin artırılması için bu eksikliklerin mümkün olduğu kadar giderilmesi gerekmektedir.

Bununla birlikte, belli ölçüde modelleme zorlukları söz konusudur. Para politikasının etkili olabileceği kanalların potansiyel çokluğu ve etkisinin belirlenmesinde beklentilerin önemi göz önüne alındığında, ekonometrik bir yapı içerisinde parasal aktarım mekanizmasını genel olarak araştırmak bile güçtür. Bu konu,

sadece daha büyük ve daha makro ekonometrik modeller oluşturmanın değil, aynı zamanda bir çok farklı modele özellikle de “İndirgenmiş VAR (Vector Autoregression Models)” veya “P-star” gibi daha basit modellere başvurmanın önemini göstermektedir. İstatistiksel çalışmalar bu modellerin gerçek enflasyon yönelimlerinin rasyonel olarak belirlenebildiğini göstermektedir. Daha basit modeller, çoğunlukla para politikası ile enflasyon arasında daha karmaşık modellerde görüldüğünden daha sıkı bir bağın varlığını ifade etmektedir (Timothy; Griffiths; Prati, 1999; 23).

Para otoriteleri yurtiçi enflasyon oranını modellemek ve tahmin edebilmek için gerekli kurumsal ve teknik kapasiteye sahip olmak, enflasyonu belirleyen unsurların enflasyon oranı üzerinde hangi sürede etkili olduğu konusunda bilgileri veya tahminleri almalı, parasal değişikliklerin temel makro ekonomik değişkenleri etkileme biçimi ve açıkladıkları faaliyet prosedüründe kullanılacak çeşitli para politikası araçlarının nispi etkinlikleri konusunda güçlü bilgilere sahip olmalıdır (Şıklar, 1999; 30).

7.7.4. Bilgi Değişkenleri Setinin Oluşturulması

Gelecek aylardaki enflasyon hedeflerine ilişkin oluşturulacak model ile öngörülen ekonomik değişkenler setinin projeksiyonlarını enflasyon öngörülerıyla birlikte yapmak gerekir. Bu değişkenler üç kategoriye ayrılabilir: Birinci değişkenler seti için, bu yaklaşımdaki ara hedeflere en yakın şey olan izleme aralıkları her öngörü döneminde bir sonraki döneme kadar olan dört ay için tesis edilebilir. Para ve kredi büyüklükleri -örneğin M1 ve kamu kesimi borçlanma gereği- bu gruba dahil edilebilecek iyi bir seçenek olabilirler. Bu değişkenlerin izlenme aralıkları, nihai politika hedefi olan enflasyon öngörülerini oluşturan modele dayanarak hesaplanan projeksiyonlarla tutarlı olacak şekilde tesis edilmelidir. Bu hedefle ilgili bandlar ya da aralıklar erişilebilecek kadar geniş fakat politika belirleyicilerine belli bir rehberlik sağlayacak kadar da dar olarak tespit edilmelidir. Başka bir deyişle, izleme aralıklarının uygun olması için değişkenlerin bazen izleme aralıklarının dışına çıkması gerekir ki, bu bir politika değişikliğini gösterir. Bu izleme aralıkları kısmen kamuoyuna merkez bankasının belirlenen enflasyon hedefini tutturmasındaki performansını değerlendirebileceği bir kıstas sağlamak için açıklanabilir.

İkinci bir değişkenler seti, haftalık ya da aylık olarak izlenecek göstergelerden oluşmalıdır. Bu değişkenler için merkez bankası enflasyon hedefi ile ilgili ve enflasyon hedefinin tutturulması ile tutarlılığı değerlendirilen bir referans düzeyi belirleyecektir. Göstergelerin referans düzeylerinden sapmaları bu durumda politikanın aylık gözden geçirilmesinde odak noktası olacaktır. Göstergeler ara hedef olarak seçilenlerin dışındaki para ve kredi büyüklüklerini içerebilir.

Üçüncü ara değişkenler seti ise, sürekli olarak izlenebilen göstergelerden oluşmalıdır. Kısa bir listede döviz kuru ve cari (kısa vadeli) ve forward piyasa faiz oranları yer alacaktır. Bu göstergeler günlük ve aylık politika kararlarında dikkate alınacak ve muhtemelen de kamuoyuna açıklanmayacaktır. Bu kısa vadeli göstergeleri dikkate almanın bir yolu, önemli göstergelere politika oluşturmada kullanılmak üzere ağırlıklar veren bir parasal koşullar endeksi oluşturmaktır. Bu endeksin kullanımı, bir değişkendeki gevşeme işaretinin -örneğin, para biriminin değer kaybetmesi veya forward piyasa faiz oranlarında bir yükselme- merkez bankasının enflasyon hedefi açısından aynı durumunu sürdürebilmesi için, kısa vadeli faiz oranlarında da bir artışa ihtiyaç duyulduğu sinyalini verecektir. Ancak, uygun tepki, veri bir faiz oranında döviz kurunu etkileyen şokun yapısına bağlı olduğu için bu sinyal otomatik olarak verilemez (Timothy; Griffiths; Prati, 1999; 23).

İKİNCİ BÖLÜM

GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMALARI

1. GENEL DEĞERLENDİRME

1990'lı yılların başında uygulama alanı bulmaya başlayan ve ilk aşamada sınırlı sayıda ülkenin ilgisini toplayan enflasyon hedeflemesi yaklaşımı günümüzde birçok ülkenin ilgi odağı durumundadır. Yaklaşımın özellikle fiyat istikrarı sorunu yaşayan ülkelerde uygulanabilirliği sorgulanmakta ve üzerinde yoğun tartışmalar yapılmaktadır. Buna bağlı olarak son birkaç yıldır yapılan özellikle analitik ağırlıklı çalışmalarla konu üzerinde çok zengin bir literatür oluşmuş bulunmaktadır. Yaklaşımın daha çok enflasyonun tek rakamlı düzeyde seyrettiği gelişmiş ülkelerde uygulanıyor olması, yüksek enflasyon yaşayan ülkeler için geçerli olup olmadığı sorusunu da beraberinde getirmektedir. Bugüne kadar ki uygulama sonuçları dikkate alındığında, yaklaşımın yüksek oranlarda enflasyon yaşayan ülkeler dışında, uygulanabilir özellikler taşıdığı ve başarılı olduğu değerlendirilmesi yapılabilir. Gelişmekte olan ülkeleri enflasyon hedeflemesi uygulayabilmeleri için gerekli ön koşullar yönünden değerlendirebilmenin güçlükleri söz konusudur. Dolayısıyla, sanayileşmiş ülkelerde başarılı uygulama sonuçlarına rağmen enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, gelişmekte olan ülkeler açısından ayrıca değerlendirilmesi gereken bir konuyu oluşturmaktadır.

Enflasyonun açık olarak hedeflemesine yönelik politikaların ilk kez Yeni Zelanda'da 1990 yılının Mart ayında ilan edilerek uygulanmaya başlanmasının ardından bu politika, Kanada (Şubat 1991), İngiltere (Ekim 1992), İsveç (Ocak 1993), Avustralya (Nisan 1993), Finlandiya (Şubat 1993) ve İspanya (Ocak 1995) tarafından uygulanmaya başlamıştır. Yeni Zelanda Merkez Bankasının (RBNZ) öncülüğünde, bu ülkeler genellikle yüzde 3'ten daha düşük bir enflasyon oranını hedeflemektedirler (Debelle, 1997). Ayrıca, gelişmiş ülkeler kadar, İsrail, Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti, Meksika, Polonya, Tayland, Güney Afrika, Kolombiya gibi gelişmekte olan ülkeler de enflasyon

hedeflemesi uygulamasını benimsemişlerdir (Brash, 1998). Tablo 2 enflasyon hedeflemesi uygulayan bu ülkelerin elde ettiği sonuçları göstermektedir.

Tablo 2. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Elde Ettiği Sonuçlar

Ülke	Başlama Tarihi	Başlangıç Tarihinde Enflasyon (%)	2000 Enflasyonu (%)	2001 Enflasyon Hedefi (%)
Yeni Zelanda	Mart 1990	5,7 (1989)	2,7	0-3
Şili	Eylül 1990	26,0 (1990)	3,8	2-4
Kanada	Şubat 1991	4,8 (1990)	2,7	1-3
İsrail	Aralık 1991	19,0 (1991)	1,1	2,5-3,5
İngiltere	Ekim 1992	3,7 (1992)	2,1	2,1
İsveç	Ocak 1993	2,3 (1992)	1,0	2,7
Finlandiya	Şubat 1993	2,6 (1992)	3,0	2,5
Avustralya	Nisan 1993	1,0 (1992)	4,5	4,5
İspanya	Ocak 1995	4,7 (1994)	3,4	2,8
Meksika	Ocak 1996	35,0 (1995)	9,5	6,5
Brezilya	Temmuz 1999	3,2 (1998)	7,0	3,5

Kaynak: "Kritik Dönemeç: Enflasyon Hedeflemesi", Ekonomik Forum Dergisi, Y.8, S.10, Kasım 2001, s. 27

Gelişmiş ülkeler enflasyon hedeflemesi politikasını genel makro ekonomik politikalarına kredibilite kazandırmak için bir araç olarak kullanmışlardır. Diğer yandan enflasyon hedefleri için para politikası ile mali politikalardan sorumlu otoriteler arasında karşılıklı bir anlaşmanın olması kamuoyunun güveninin kazanılmasında önemli bir rol oynamıştır.

Dikkat çeken önemli bir diğer husus ise bu ülkelerin hepsinde enflasyon hedeflemesi politikasının uygulamaya geçirilmesi öncesinde enflasyon oranının nispeten düşük seviyelerde (yüzde 10'un altında) bulunmasıdır. Dolayısıyla, enflasyon oranında çok büyük düşüşler için söz verilmesi gerekmediğinden programın kredibilitésinin sağlanması nispeten daha kolay olmuştur.

Enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan bu ülkelerde tamamen olmasa bile para politikası araçlarının büyük ölçüde serbestçe belirlenebilmesi ve kamu bütçesinin finansmanında mümkün olan en az yükün üstlenilmesi gibi merkez bankasının bağımsızlığının ölçüsü olabilecek koşullar mevcuttur. Uygulamada tüm bu

ülkelerde kısa vadeli faiz oranları temel operasyonel araç olarak kullanılmakta, uzun vadeli faiz oranlarının değişmesi ve bu değişimin toplam talep ve enflasyon üzerindeki etkileri açısından gelişmiş mali piyasaların varlığı ise önem taşımaktadır.

Bu ülkelerde enflasyon hedefleri ileriye dönük amaçlar için belirlenmiştir; öyle ki bir ya da iki yıllık bir dönem için belirlenen hedefler ile gerçekleşecek enflasyon oranları arasındaki tahmin edilebilir sapmaların dengeleneceği sözü verilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi politikası genellikle ülkelerin merkez bankaları ile hükümetler arasındaki anlaşmalar çerçevesinde oluşturulmuş ve ülkelerin koşullarına bağlı olarak farklılık göstermiştir. Örneğin; Yeni Zelanda, Kanada, Avustralya ve İsrail gibi ülkelerde enflasyonun yanında kurlar da ara hedef olarak benimsenmiştir. Çünkü, bu ülkeler genellikle küçük ve dışa açık bir yapıya sahip olduklarından fiyatlar kurlardan önemli ölçüde etkilenmektedir. Enflasyon hedefleyen ülkelerin hedefledikleri enflasyon oranları genelde tüketici fiyat endekslerinin baz alındığı oranlar olurken, bunlardan bir kısmı mevsimselliklerinden veya şok etkisi yapacak ya da fiyat endeksinin ortalaması üzerinde artış trendine sahip unsurlarından arındırılmış bir “çekirdek enflasyon” oranını hedeflemekte ya da politika değerlendirmesinde bu tür oranları referans almaktadır. Ülkelerin hedef enflasyon oranları ve bunların uygulanma süreleri ile hedeflenen enflasyon oranlarının tanımını Tablo 3'ten izlemek mümkündür.

Bazı merkez bankaları enflasyon hedeflerine ulaşmada belirli bir tarih ortaya koyarken, diğerleri hedefe ne zaman ulaşılacağı veya hedefin hangi süre için geçerli olduğu hususlarında belirli bir tarih vermemektedirler. Enflasyon hedefleyen ülkelerin yaklaşık yarısında hedef hükümet tarafından genellikle merkez bankasına danışılarak belirlenmekte, diğer yarısından ise merkez bankası hedefi kendisi belirlemektedir. Hemen hemen tüm bankalar konuyla ilgili olarak bir enflasyon raporu yayınlamakta, ancak günümüzde az sayıda merkez bankası enflasyon tahminlerinin yayınlanmasını gerçekleştirmektedir (Şıklar, 1999; 47).

Tablo 3. Ülkelere Göre Uygulanan Politikanın Özellikleri

Ülkeler	Baş. Tarihi	Hedef Enflasyon Tanımı	Cari hedef (%)	Zaman Boyutu	Hedef Açıklaması	Enf. Rap.	Enf. Tah. Yayını
Y.Zelanda	Mart 1990	Temel TÜFE (dolaylı vergiler, ihracat ve ithalat fiyat endekslerindeki önemli oynamalar, faiz maliyeti ve doğal afetlerin etkilerinden arındırılmış endeks üzerinden)	0-3	5 yıl (2003'e dek)	Maliye Bakanı ve Governör arasında yapılan anlaşmada belirlenmektedir.	Evet	Evet
Kanada	Şubat 1991	TÜFE (dolaylı vergilerin ilk etkilerinden, gıda ve enerji fiyatlarından arındırılmış endeks üzerinden hesaplanan temel TÜFE politika uygulamalarının değerlendirilmesi için kullanılmaktadır).	1-3 ara nokta olarak 2	2001 sonu	Maliye Bakanı ve Governör tarafından belirlenmektedir.	Evet	Hayır
İngiltere	Ekim 1992	RPIX olarak bilinen perakende fiyatları endeksi (faiz ödemelerinden arındırılmış perakende fiyat endeksi)	2,5	1997 sonrası	Maliye Bakanı	Evet	Evet
İsveç	Ocak 1993	TÜFE üzerinden	2±1	1995 sonrası	Merkez Bankası Yönetim Kurulu	Evet	Evet
Finlandiya	Şubat 1993	Temel TÜFE (Hükümet tarafından verilen sübvansiyonlar, dolaylı vergiler, konut fiyatları ve konut sahibi olmak için ipotek sistemine yapılan ödemelerden arındırılmış endeks üzerinden)	2	1996 sonrası	Merkez Bankası	Hayır	Hayır
Avustralya	Nisan 1993	Temel TÜFE (meyve-sebze, petrol, kamu kesimi fiyatları, faiz harcamaları ve diğer fiyatı oynak malların fiyatlarından arındırılmış endeks üzerinden)	2-3	Belirsiz	Merkez Bankası	Evet	Hayır
İsrail	Aralık 1991	TÜFE	7-10	1 yıl	Maliye Bakanı ve Governör	Evet	Hayır
İspanya	Yaz 1994	TÜFE	3'ten düşük	1997 sonrası	Merkez Bankası	Hayır	Hayır

Kaynak: Bernanke; Mishkin (1997); Debelle (1997); Masson; Savastano; Sharma (1998).

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı ister katı isterse esnek biçimde uygulanıyor olsun, şimdiye kadar tüm ülke deneyimleri bu yaklaşımın olumlu makro ekonomik sonuçlar sağlayabildiğini ortaya koymuştur. Bu yaklaşımın uygulandığı ülkelerde

yüksek enflasyon kontrol altına alınmış ve belli bir düzeyde istikrar sağlanmıştır. Enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerin bu politikaya geçtikleri dönemde ortalama TÜFE enflasyon oranlarının önceki döneme göre düştüğü görülmektedir (Tablo 4).

Tablo 4. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde TÜFE Artış Oranları (*)

Ülkeler	85-90 Ort.	1991	1992	1993	1994	1995	1996	91-96 Ort.
Yeni 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
Avustralya	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.(Arit.)	12.2							4.2
Dünya Ort.	17.0	18.0	18.1	19.6	23.7	11.6	7.5	16.3
G.Ü.Ort.	3.9	4.4	3.2	2.8	2.3	2.5	2.3	2.9
G.O.Ü.Ort.	44.3	42.1	45.3	50.9	65.1	26.8	15.9	40.1

(*) Politikanın uygulanmaya başladığı döneme denk gelen oranlar altı çizili olarak ifade edilmektedir.

G.Ü.: Gelişmiş Ülkeler; G.O.Ü.: Gelişmekte Olan Ülkeler

Kaynak: Malatyalı (1998), s.18

Öte yandan 1985-1990 dönemi incelendiğinde, günümüzde enflasyon hedeflemesi yapan ülkelerin ortalama enflasyon oranlarının bu dönemde, İsrail haricinde, dünya ortalamasının altında kalırken tamamının gelişmiş ülke ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Söz konusu ülkelerin tedrici olarak enflasyon hedeflemeye başladıkları 1991-1996 yılları arasında gerçekleşen ortalamalara bakıldığında dünya ortalamasının bir hayli altına düşmeyi başardıkları görülmekle beraber bu ülkelerin, İsrail hariç tutulduğunda, gelişmiş ülke ortalamasını yakaladıkları dikkat çekmektedir.

Enflasyon oranlarına ait bu karşılaştırmalardan da anlaşılacağı gibi, kendilerine enflasyon hedefleme politikalarını seçen ülkelerin fiyat istikrarının sağlanması açısından ulaştıkları sonuçlar, bu ülkelerin bu politikaya yönelik kararlı tavrını yansıtmaktadır. Bununla beraber, söz konusu ülkelerde bu politikalara geçiş aşamasındaki şartlar, kurumsal altyapının yeni politikalara göre yeniden tanımlanması

ve politikaların uygulanma biçimleri ülkelere göre farklılık göstermiştir. Bu bölümde enflasyon hedeflemesini uygulayan bazı ülkelerle ilgili değerlendirmeler yapılacak, bu ülke merkez bankalarının enflasyon hedeflerine uyum sağlayabilmek için para politikasını nasıl değiştirdikleri, her bankanın hedef olarak kullandığı fiyat endeksi, fiyat endeksinde kullanılan istisnalar, enflasyon tahmin yöntemleri ve hesapverebilirlik ve şeffaflık konuları için kullanılan farklı yaklaşımlar ele alınacaktır.

2. GELİŞMİŞ ÜLKE UYGULAMALARI

2.1. Yeni Zelanda

Enflasyon hedeflemesi politikalarını ilan ederek resmi biçimde uygulayan ilk ülke Yeni Zelanda'dır. Bunun yanında bu politikada başarılı olunabilmesi için gereken kurumsal düzenlemeleri kanunla gerçekleştirmiş olması açısından bu ülke bir ayrıcalık göstermektedir. Yeni Zelanda hedef enflasyon uygulamasına başarılı bir örnek sayılmaktadır. Çünkü tahmin edilen hedefler büyük ölçüde gerçekleşmiştir. 1990 yılında yüzde 6.1 olan enflasyon sırasıyla 1991'de yüzde 2.6, 1992'de yüzde 1 ve 1993'te de yüzde 1.3 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon artışının 1994'te de yüzde 2'nin altında kalması fiyatlar genel düzeyinde istikrarın sağlandığını ortaya koymaktadır.

Yeni Zelanda'da 1989 yılında yürürlüğe konulan bir Yasa (The Reserve Bank of New Zeland Act) ile ihtiyari para politikası uygulamalarına son verilmiş ve Merkez Bankasının önceden açıklanan bir enflasyon hedefini gerçekleştirmesi kararlaştırılmıştır. Söz konusu yasada Merkez Bankasına sadece fiyat istikrarı sağlama görevi verilmiş ve söz konusu amacı gerçekleştirmek için Merkez Bankası ile Hükümet arasında önceden bir protokol hazırlanması ve kamuoyuna açıklanması yaklaşımı benimsenmiştir. Yeni Zelanda Merkez Bankası ile Maliye Bakanı tarafından hazırlanan protokole 1990-1996 yılları için enflasyonda yıllık hedef olarak yüzde 0-2 oranı kabul edilmiştir. Aynı protokole göre Kasım 1996 sonrasında ise enflasyon hedefinin yüzde 0-3 oranları arasında gerçekleştirilmesi kararlaştırılmıştır. Yeni Zelanda'daki uygulama daha sonra 1994 yılında yürürlüğe giren Mali Sorumluluk Yasası (Fiscal Responsibility

Act) ile desteklenerek parasal disiplinin yanısıra mali disiplinin de sağlanması benimsenmiştir (Archer, 1997; 3).

Enflasyon hedeflemesi politikaları ve buna ilişkin para politikası, hedeflerin Politika Hedef Anlaşmaları (Policy Targeting Agreements, PTA) adı altında merkez bankası ve hükümetin mutabakatıyla önceden belirlenmesi, bunların açık biçimde kamuoyuna ilan edilmesi, ilan edilen bu hedeflere sıkı sıkıya bağlı kalınması ve bu hedeflere uygun merkez bankası uygulamaları ve para politikası açısından Yeni Zelanda Rezerv Bankasının tüm sorumluluğu üstlenmesi çerçevesinde işletilmektedir.

2.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

Enflasyon hedeflemesi politikasına geçmeden önceki dönemde Yeni Zelanda'da uygulanan para politikasını zaman zaman enflasyonu düşürmek zaman zaman da faiz oranlarını kontrol etmeye yönelik olmak üzere değişiklikler arz etmiştir. 1984 yılına kadar faiz oranları ve döviz kurlarının hükümet tarafından belirlendiği ve bu yöndeki önceliklerin değişiklikler arz ettiği Yeni Zelanda ekonomisi Temmuz 1984'te işbaşına gelen hükümetle birlikte mali serbestleşme yönünde önemli adımlar atmıştır. 1985 yılının Mart ayından itibaren para birimi olan doları dalgalanmaya bırakan Yeni Zelanda, aynı dönemde parasal tabanı kontrol etmeye başlayarak parasal büyüklük hedefleme sistemine geçecek altyapıyı elde etmiştir. Bununla beraber, artan liberalleşme sonucu bu tür bir hedefleme politikasında başarılı olamayan RBNZ, belli sayıda ekonomik değişkenin gösterge olarak izlendiği bir yaklaşımı benimsemiştir (checklist approach). Döviz kurları, faiz oranlarının düzeyi, parasal büyüklükler, enflasyon beklentisi ve reel üretim düzeyini içeren izleme listesinde yer alan bu değişkenlerden faiz oranları ve döviz kurları en dikkatle takip edilen büyüklükler olmuştur. Bununla beraber RBNZ, likiditeyi kontrol etmek amacıyla bankaların serbest rezervlerini referans alarak bir politika aracı olarak bu büyüklüğü hedefleme politikasını da sürdürmüştür. 1986 yılından beri bu rezervlere ilişkin hedeflerini önceden bildiren RBNZ, bu şekilde nakit yönetimi hususunda piyasalarını yönlendirebilmektedir.

Ekonominin performansı açısından liberizasyon yönünde önemli adımların atıldığı 1984-1985 dönemine kadar başarılı denemeyecek Yeni Zelanda ekonomisi bu dönemde ortalama büyüme hızı açısından OECD ülkeleri ortalamasının altında kalmıştır. Yeni Zelanda dolarının ABD doları karşısında değer kaybettiği, faiz oranlarının değişkenlik arz ettiği, enflasyon oranlarının yükseldiği, Bütçe Açığı/GSYİH oranının yüksek düzeylerde seyrettiği (Tablo 5.a) 1980'lerin ilk yarısından sonra 1986 yılıyla beraber önceki dönemde uygulamaya konulan politikaların sonuçları alınmaya başlamıştır.

Tablo 5.a. Ekonomik Göstergeler - Yeni Zelanda

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Döviz Kuru	1,528	2,094	2,006	1,910	1,521	1,592	1,674
Dev. Tah. Faiz Or. (%)	12,18	12,57	17,71	16,52	15,69	13,11	12,78
Rezervler (Milyar Dolar)	0,8	1,8	1,6	3,8	3,3	2,8	3,0
TÜFE Enf. (%)	7,4	6,1	15,5	13,2	15,7	6,4	5,7
Cari Açık (Milyar Dolar)	-1,0	-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-0,6	-2,1
GSYİH Büy. (%)	0,1	6,4	1,2	2,5	0,5	-1,7	0,9
BA/GSYİH (%)	-9,2	-8,2	-4,6	-3,6	1,0	2,0	n.a.
M3 (%Değ.)	14,4	21,0	25,4	20,4	13,5	3,4	3,8
U	n.a.	n.a.	n.a.	4,0	4,1	5,6	7,1

Döviz Kuru: 1DOLAR = YZDOLARI; Rezervler: Altın Hariç Uluslararası Rezervler
BA/GSYİH : Bütçe Açığı Oranı; U: İşsizlik Oranı; n.a.: Veri Bulunamadı
Kaynak: Malatyalı (1998), s. 21

1984 yılından itibaren para politikasında temel amacın enflasyon oranlarının dış ticaret yapılan ülkelerin seviyesine çekilmesi gibi geniş kapsamlı belirlenen bir hedef çerçevesinde uygulanmaya başlamasıyla 1986 yılında para arzı artış hızında ve kamu açıklarında görülen düşüşler, enflasyon oranlarının ve faiz oranlarının düşmesini, Yeni Zelanda dolarının değer kazanmasını getirmiştir.

1984 yılından itibaren uygulanmaya başlayan politikaların olumlu sonuçlarıyla beraber başlangıçta genel anlamda ifade edilen "fiyat istikrarının sağlanması" hedefinin 1987 yılı sonu- 1988 yılı başlarından itibaren daha formal ve spesifik bir biçimde ilan edilerek hedeflenmesi yönünde tartışmalar başlamıştır. Daha bağımsız ve tek görevi fiyat istikrarının sağlanması olan bir merkez bankasının gerekliliği konusunda tartışmaların başlaması da aynı döneme denk gelmektedir (Malatyalı, 1998; 21). 1988

yılı başından itibaren başlayan tartışmalarla şekillenen merkez bankasının yeni yapısı 1 Şubat 1990 tarihinden itibaren yürürlüğe girmiştir. Bu yasa düşük enflasyon hedefini resmileştirmiş, bunun gerçekleştirilebilmesi amacıyla Banka temelde daha bağımsız bir yapıya kavuşturulmuş ve ayrıca hedeflerin belirlenme ve bunların kamuoyuna aktarılma aşamasında uygulayıcıların ortak tavır belirlemeleri yönünde bir düzenleme yapılmıştır.

Merkez Bankasının amacı, Merkez Bankası Başkanı ve Maliye Bakanı arasında periyodik olarak görüşülen Politika Hedefleri Anlaşmaları aracılığıyla hayata geçirilmiştir. Böylece, Mart 1990'da yasa gereği Merkez Bankası Başkanı ile Maliye Bakanı arasında yapılan anlaşmayla dünyada ilk enflasyon hedeflemesi yaklaşımı fiilen başlamıştır. Bu anlaşma daha sonraki dönemlerde belirlenen aralıklarda tekrarlanmış, rakamsal olarak enflasyon hedefi ve uygulama dönemi açıkça belirlenmiştir. Politika Hedefleri Anlaşmalarına göre, Merkez Bankasına hedefe ulaşması için gerekli özgürlük verilirken, Hükümet de para politikası hedefleri üzerindeki kontrolünü sürdürmektedir. Bu anlaşmayla taraflar gelecek enflasyon hedefinin hangi koşullarda yenileneceğini açıkça saptamışlardır (Brash, 1998).

Yeni Zelanda'nın enflasyon hedefleme politikasına geçtikten sonraki ekonomik göstergeleri şöyle bir gelişim süreci göstermiştir: 1987-1989 döneminde enflasyonu düşürme yönünde zımnî bir hedefe yönelen Hükümet, 1989 yılı sonunda gerekli kurumsal altyapıyı tamamlayarak 1990 yılından itibaren açık bir biçimde enflasyon hedefleme politikasını başlatmıştır. Bu şekilde RBNZ Kanununun öngördüğü ilk Politika Hedef Anlaşması 2 Mart 1990 tarihinde imzalanarak ilan edilmiştir. Buna göre, ilk Hedef Anlaşması, 1990 yılının Aralık ayına kadar olan dönem için TÜFE enflasyon hedefini yüzde 3-5, Aralık 1990-Aralık 1991 dönemi için bu oranı yüzde 1,5-3,5 aralığına çekmeyi hedeflemiştir. Daha sonra 1990 yılının Aralık ayındaki bir anlaşma ile Aralık 1991 dönemine kadar uygulanması öngörülen hedefler Aralık 1992 dönemine kadar uzatılmıştır.

16 Aralık 1992 tarihinde imzalanan üçüncü Politika Hedefleri Anlaşması TÜFE'nin referans alınarak bu endeksteği değişiminin 12 aylık hareketli ortalamasının yüzde 0-2 bandında kalmasını öngörmüştür. 1992 Politika Hedef Anlaşmasının yerine

geçen ve 10 Aralık 1996 tarihinde imzalanan anlaşmayla hedeflenen band yüzde 0-3 düzeyine çekilmiştir. Burada aynı zamanda TÜFE temel alınarak izlenecek enflasyon oranlarında sapmaya neden olabilecek nedenler sayılırken CPIX olarak ifade edilen çekirdek enflasyon oranının hesaplanması esnasında düşülecek kalemler sayılarak bunlardaki şokların dikkate alınmayacağı belirtilmiştir. Bu şekilde, gerçekte hedeflenen enflasyon oranı olarak TÜFE'den bahsedilirken, CPIX'in önemli bir referans olarak alındığına dair bir çıkarım yapmak mümkündür. 15 Aralık 1997 tarihinde imzalanan Anlaşma, tanımı yukarıda verilen CPIX'in yüzde 0-3 bandında kalmasını açıkça ifade ederken, 1999 yılından itibaren de o döneme kadar hazırlanacak bir fiyat endeksinin referans alınmasını öngörmektedir.

RBNZ Kanunu 1985 yılından itibaren yürütülen para politikasında herhangi bir değişikliğe neden olmazken, bu Kanunla belirli ekonomik değişkenlerin izlenmesi yaklaşımı formel hale getirilmiş, şeffaflık, hedeflerin belirlenmesi ve politikaların uyumlu olması yönünde ilerlemeler kaydedilmiştir. Örneğin, Kanunun yayınlanmasından önceki uygulamalarda Maliye Bakanının kamuoyuna herhangi bir açıklama yapmadan Merkez Bankasından politika değişikliğine gitmesini isteme hakkı bulunurken, yeni uygulamada Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı arasında bir görev dağılımının yapılması, üzerinde anlaşılan politikaların bir kez ilan edildikten sonra ancak Bakanlar Kurulunda ve Mecliste görüşüldükten sonra ve değişikliklerin detayları tekrar kamuoyuna yansıtılmak suretiyle uygulanması pratiği benimsenmiştir. Bu haliyle yeni Kanun, 1985 yılından beri yürürlükte olan para politikası hedefleri ya da araçları üzerinde bir değişiklik yapmamış olmakla birlikte, ekonomiye ilişkin hedeflerin belirlenmesi ile ilgili olarak RBNZ'nin söz hakkına sahip olmasına, bir kez hedef büyüklükler belirlendikten sonra bu hedeflere bağlı kalınmasına, bu çerçevede söz konusu hedeflere ulaşmak için RBNZ'nin kendi araçlarını seçmekte özgür kalmasına ve uygulanan politikanın şeffaf olarak yürütülmesine zemin hazırlamıştır (Malatyalı, 1998; 22).

Uygulamanın ilk döneminde Merkez Bankası halkın yakından takip ettiği tüm malların içinde yer aldığı tüketici fiyatları bazlı enflasyon oranını yüzde 0-2 aralığında hedeflemiştir. Ancak ilk anlaşmada belirlenen enflasyon hedefi, Merkez Bankası

kontrolünde olmayan fiyat hareketlerinden, hükümetin vergi ve gelir politikalarında, dış ticaret hadlerinde ve faiz oranlarında beklenmeyen değişimlerden ve diğer dışsal etkilerden dolayı tam olarak tutturulamamıştır. Daha sonra Merkez Bankası tüketici fiyatları enflasyonu yerine, çekirdek enflasyon diye adlandırılan, petrol ve diğer kontrol edilemeyen fiyatların ve tüketici faiz oranlarının dahil edilmediği enflasyon oranını hedeflemiş ve bu oran yüzde 0-2 aralığında belirlenmiştir. Tüketici fiyatlarındaki enflasyon ise bağımsız bir kurum olan İstatistik Kurumu tarafından açıklanmaktadır. Daha sonraki yıllarda bu hedef genellikle tutturulmuştur (Mishkin; Posen, 1997; 31).

Politika Hedefleri Anlaşmaları, ipotek faiz oranlarının tüketici fiyatları üzerindeki doğrudan etkisinin yanı sıra Merkez Bankasının kontrolü dışında olan yukarıda değinilen olaylara bağlıdır. Böyle durumlarda enflasyon hedefindeki aşırı ve ani bir artışın geçici olduğu konusunda güvence veren bir plan olduğu sürece Merkez Bankasının enflasyon hedefini aşmasına izin verilmektedir. Gelişmeler, altı ayda bir yayınlanan ve Parlamentonun gündemine konulan Merkez Para Politikası Bildirgelerinde izlenmektedir (Svensson, 1997c; 4).

RBNZ ekonomik projeksiyonlarını ve enflasyon tahminlerini hazırlamak için bir modeller sistemi kullanmaktadır. Sözü edilen bu sistem bütünleşik bir temel makro ekonomik bir modeli, ekonominin çeşitli bölümlerini daha ayrıntılı olarak ele alan uydu modelleri ve cari ekonomik göstergelere bağlı olarak istatistik tekniklerle kısa dönemli projeksiyonlar yapabilmek amacıyla kullanılan gösterge modelleri içermektedir. Gerçekleştirilen tahmin, belirlenen enflasyon hedefi aralığının orta noktası için yapılmakta ve böylece hedefin sürdürülebilmesi için gerekli olan parasal şartların tespit edilmesi amaçlanmaktadır (Şıklar, 1999; 49).

Uygulanan politikaların şeffaflığının sağlanabilmesi ve uygulama sonuçları hakkında kamuoyunun bilgilendirilebilmesi amacıyla RBNZ Kanununun 15. maddesinde para politikası sonuçlarının en az 6 ayda bir olmak üzere rapor halinde yayınlanması öngörülmektedir. Bu raporda imzalanan Politika Hedefleri Anlaşmalarındaki hedeflerle uyumlu olacak şekilde para politikasının yürütülmesi ile ilgili olarak Bankanın planı ve enflasyon tahminleri ile bazı öncü göstergeler

konusundaki yorumu bulunmalıdır. Bu zorunlulukları karşılayabilmek için Merkez Bankası her yıl Haziran ve Aralık aylarında Para Politikası Raporu adı altında bir rapor yayınlamaktadır. Ayrıca Merkez Bankası her yılın Mart ve Eylül aylarında Ekonomik Projeksiyonlar adı altında bir broşür yayınlamakta, Banka Governörü çok sayıda konuşma yapmakta ve Merkez Bankası çağdaş, kolay anlaşılır bir internet sitesini kullanıma sunmaktadır. Para Politikası Raporu ve Ekonomik Projeksiyonlarda son dönemdeki para politikası gelişmeleri gözden geçirilmekte, enflasyon da dahil olmak üzere, çok sayıda ekonomik değişkene ilişkin tahminlere yer verilmekte, parasal koşullar ve tahminler açısından riskler değerlendirilmektedir. Yüksek ölçüde şeffaflık içeren bu politika nedeniyle, RBNZ piyasaya direkt olarak müdahale etmeden parasal koşullara uyum göstermede oldukça başarılı olmaktadır (McCallum, 1996).

Yeni Yasayla Merkez bankasının yetki ve sorumlulukları açık bir biçimde düzenlenmiştir. Buna göre, para politikasını doğrudan belirlemekte ve politikanın uygulanmasını da bizzat kendisi gerçekleştirmektedir. Bu nedenle, para politikasının formüle edilmesinde siyasi otoritenin etki ve belirleyici rolü hemen hemen yok gibidir. Ancak bu politika Hükümetin genel ekonomi politikasına ters düşemez. Nitekim, para politikasının genel ekonomi politikasıyla çelişmesi durumunda, Hükümet, Merkez Bankasına uyarılar gönderme hakkına sahiptir. Dahası, Hükümet 1 seneden daha uzun olmayan bir süre için para politikası çerçevesinde bir hedefin gerçekleştirilmesi amacıyla bankaya müdahalede bulunabilmektedir. Böylelikle, RBNZ Kanunu, para politikasının uygulanmasında bankaya önemli oranda bir bağımsızlık sağlarken, 12. maddesi ile para politikasının nihai kontrol hakkını Hükümete vermektedir. Bu şekilde, Hükümetin 12 aylık bir süre boyunca fiyat istikrarının sağlanması dışında bir hedefe yönelik politika izlemesinin istenebileceği belirtilmektedir. Ancak bu talebin yerine getirilmesi fiyat istikrarı dışında uygulanması istenen hedefin Bakanlar Kurulu kararı olarak çıkması ve Parlamentoda görüşülmesi koşuluna bağlamıştır (Knight, 1991; 143).

Merkez Bankasının hesapverebilirliği politikanın başarısı açısından hayati öneme sahiptir. Bu çerçevede, Merkez Bankasının belirlenen hedefleri tutturamaması durumunda, Hükümetin, Merkez Bankası Başkanını görevden alma yetkisi bulunmaktadır. Uygulamaya göre, Merkez Bankasının Governörü Maliye Bakanı ile

periyodik biçimde görüş alışverişinde bulunarak enflasyon hedefini belirlemekte ve bunu kamuoyu önünde deklare etmektedir. Bu deklarasyonla Güvernör enflasyonun düşük düzeylerde tutulacağına ilişkin taahhüt altına girmekte, yapacağı uygulamaların sonuçlarına katlanmayı kabul etmektedir. Bu yükümlülük, kurum olarak Merkez Bankasından çok, özellikle Güvernörü bağlamaktadır. Çünkü, enflasyon hedefi Güvernörün başarısının ölçütü kabul edilmektedir. Merkez Bankası Güvernörü taahhüt ettiği enflasyon hedefinin gerçekleşmemesi durumunda 5 yıllık görev süresinin bitmesi beklenmeden görevden alınmaktadır. Böyle bir uygulama, katı bir yaklaşım olmakla birlikte, Güvernörün kararlı davranmasını ve faaliyetlerinde disiplinli olmasını sağlayıcı yönde zorlayıcı nitelik taşıdığı için olumlu bulunmaktadır. Bir başka yönden de enflasyon hedefi ile Güvernörün performansının ilişkilendirilmesi, Merkez Bankası üzerindeki politik müdahalelerin sona ermesi ve bağımsızlığın bir ölçüde garantisi anlamını taşımaktadır. Merkez Bankasına sağlanan bağımsızlık, hedefin ya da hedefler setinin belirlenmesi ve hedeflerin gerçekleştirilebilmesi erkini vermekle birlikte, politik otoritenin Banka üzerinde nüfuzunu kıramamaktadır. Güvernörün Maliye Bakanına karşı sorumlu olması siyasi otoritenin bir ölçüde denetim gücüne sahip olduğunu gösterir. Merkez Bankasının sorumluluğu sadece siyasi otorite ile sınırlı değildir. Bu sorumluluk, aynı zamanda kamuoyunu kapsayacak kadar geniş bir alanı içerir. Nitekim, Merkez Bankası en az 6 ayda bir yürüttüğü politikanın sonuçlarını ve son performansını yeniden gözden geçirerek belirlenen hedef dönemine ilişkin tahminlerini kamuoyuna açıklamakla yükümlüdür (Oktar, 1998a; 54).

2.1.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme

Yeni Zelanda deneyimi önemli dersler içermektedir. Öncelikle, küçük ve dışa açık bir ekonomide düşük enflasyon beklentisi oluşturma ve trend enflasyonu aşağı çekme çabaları enflasyonu dar tanımlı bir aralıkta tutma çabasından daha kolaydır. Belirlenen hedef aralığının dar olması ve hedef döneminin kısa tutulması politikanın başarısını olumsuz yönde etkilemektedir. Çünkü, yüksek dalgalanma özelliği gösteren faiz oranları ve kurlarda beklenmeyen gelişmeler bu hedeflerin gerçekleşmesini zorlaştırmaktadır. Hedef oluşturulurken belirli esnekliklerin tanınması politikanın güvenilirliğini ve başarısını arttıracaktır. Uygulanan politika önemli ölçüde katı olan

özelliklerinin yanında, içte ve dışta oluşan şokların ve reel değişkenlerdeki gelişmelerin olumsuz etkilerini azaltacak esnekliği de içermektedir. Buna ek olarak, Hükümetin Merkez Bankasına müdahalesi ve kamuoyu yerine Hükümete karşı sorumlu olması politikanın güvenilirliğini azaltmaktadır (Karasoy; Saygılı; Yalçın, 1998; 51). Uygulamanın başladığı 1990 yılından itibaren hedefler büyük ölçüde gerçekleşmiştir. 1995 yılında hedeften sapılmasına karşın, sonraki yıllarda yıllık enflasyon yüzde 2,5'in altında tutulmaktadır. Ancak, 1990 yılından itibaren sürdürülen sıkı ve kontrollü para politikası ekonominin daralmasını da beraberinde getirmiştir. Üstelik, Asya finans piyasalarında yaşanan kriz bölge ekonomilerini olduğu kadar, Yeni Zelanda ekonomisini de ciddi biçimde etkilemiştir. Reel ekonominin daha da kötüleşmesi endişeleri doğmuştur. Olası bir resesyon tehlikesinin yaşanmaması ve daha esnek bir para politikasının uygulanmasının gerekliliği özellikle muhalefet çevrelerinde ciddi biçimde tartışılır olmuştur. Hükümet de bu eleştirilere kayıtsız kalmayarak daha az sıkı bir para politikasının uygulanması yönünde karar almıştır. Ancak krizin olumsuz etkilerinin atlatılmasından sonra uzun dönemde fiyat istikrarı amacına yeniden dönüleceği kesin biçimde vurgulanmıştır (Oktar, 1998a; 79).

Yeni Zelanda ekonomisi enflasyon hedeflemesi uygulamasından sonra Tablo 5.b yardımıyla incelendiğinde, enflasyon oranının, birinci yıl uygulaması sonucu, anlaşmalarla belirlenen hedefler doğrultusunda, yüzde 0-2 bandına indiği görülmektedir. 1991 ve 1992 yılında çekirdek enflasyon oranının düzeyini korumasına karşın, bu dönemde bütçe fazlasının giderek azalarak 1992 yılı sonunda açığa dönüştüğü ve M3 para arzının artış hızından bir dalgalanma içinde olmasına ek olarak dönemin ilk iki yılında daralan ekonominin 1992 yılında da önemli oranda büyümediği görülmektedir. Aynı dönemde artan işsizlik oranı da dikkat çekicidir.

1993 yılında da düşmeye devam eden temel enflasyon oranı bu trendi 1994 yılının ikinci üç ayına kadar sürdürmüş ve bu noktadan sonra 1996 yılının sonuna kadar bir yükseliş içine girmiştir. Bu dönemde Yeni Zelanda doları ABD doları karşısında değer kazanırken faiz oranlarının yönü de yukarı dönmüştür. Aynı zamanda GSYİH büyüme hızı sıçrama kaydeden Yeni Zelanda ekonomisinin yarattığı istihdam, işsizlik oranlarının da hızla gerilemesine yol açmıştır. Ekonomideki hızlı büyümenin

enflasyonist baskıya neden olduğu bu dönemde temel enflasyon oranları hedefin üst limitine yakın seyretmiş, birkaç defa da limiti aşmıştır. Bununla beraber Yeni Zelanda, 1993-1995 yılları arasında OECD bölgesinde en düşük enflasyon oranıyla en hızlı büyümeyi gerçekleştiren ülke olmuştur.

Tablo 5.b: Ekonomik Göstergeler - Yeni Zelanda

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997*
Döviz Kuru	1,701	1,848	1,944	1,790	1,556	1,531	1,416	1,537
Dev. Tah. Faiz Or. (%)	12,46	10,00	7,87	6,69	7,48	7,94	8,04	6,81
Rezervler (Milyar Dolar)	4,1	3,0	3,1	3,3	3,7	4,4	6,0	4,4
TÜFE Enf. (%)	6,1	2,6	1,0	1,3	1,7	3,8	2,3	0,3
CPIX**	3,4	1,8	1,8	1,3	1,5	2,0	2,4	1,6
Cari Açık (Milyar Dolar)	-1,5	-1,2	-1,4	-1,1	-2,1	-3,4	-3,9	-1,5
GSYİH Büy. (%)**	-1,3	-1,3	0,8	6,7	5,7	2,4	3,0	1,3
BA/GSYİH (%)	4,0	2,0	-2,3	0,1	0,8	0,4	5,3	n.a.
M3 (%Değ.)	14,5	6,9	13,7	2,5	3,5	15,6	12,1	0,8
U**	7,8	9,4	10,6	9,8	9,1	6,6	6,2	6,5

* 1997 rakamları Temmuz itibariyledir.

** RBNZ' nin resmi verileridir.

Döviz Kuru: 1DOLAR = YZDOLARI; Rezervler: Altın Hariç Uluslararası Rezervler

BA/GSYİH : Bütçe Açığı Oranı; U: İşsizlik Oranı; n.a.: Veri Bulunamadı

Kaynak: Malatyalı (1998), s. 27

1994 yılının sonundan itibaren başlayan enflasyonist baskının giderilebilmesi için faiz oranları arttırılmış, kamu harcamaları kısılmış ve büyüme hızı yavaşlatılmıştır. Bu şekilde 1996 sonunda en üst noktasına ulaşan temel enflasyon oranının yüzde 0-2 bandı içine döndürülmesi yönündeki çabalar olumlu sonuçlar verdikten sonra hükümet, enflasyon hedefinin parasal politikalara biraz daha geniş bir inisiyatif alanı sağlayacak yüzde 0-3 bandına çekilmesine karar verilmiştir. Ayrıca, bu dönemde enflasyonist bekleyişlerin olumlu yönde etkilenmesini sağlamak üzere bütçe fazlası vermeye ve politikaların koordinasyonuna önem vermeye devam edilmiştir. (Brash, 1998).

2.2. Kanada

Kanada, Yeni Zelanda'dan 1 yıl sonra 1991 yılında enflasyon hedefleme politikasını uygulamaya geçmiş ve Kanada Merkez Bankası (Bank of Canada) tarafından 3 yıl süren bir kampanya ile para politikasının uzun vadeli amacının fiyat

istikrarını sağlamak olduğu Kanada Merkez Bankası Guvernörü ve Maliye Bakanının ortak deklarasyonu ile 1995 yılına kadar enflasyon hedefleri kamuoyuna açıklanmıştır. Bu açıklamada 1995 yılı sonunda enflasyonu belirlenen aralığın (yüzde 1-3) orta noktasına çekebilmek amaç olarak belirtilmiştir (Mishkin-Posen, 1997; 49). Merkez Bankası enflasyonu doğrudan hedefleyerek o dönemdeki katı enflasyonist beklentileri kırmayı hedeflemiştir. Devalüasyon, kur politikasında değişiklik veya ara hedef olarak para arzlarının gözetilmeyeceği gibi bazı ülkelerde gözlenen radikal politika değişiklikleri yapılmamıştır.

2.2.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

Kanada’da enflasyon hedefi açıklanmadan önce, 1990 yılının son üç ayında Kanada ekonomisi derin bir ekonomik durgunluk içine girmiş ve 1989 yılına göre enflasyon oranı düşerek yüzde 4.2 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, hızla artan iç ve dış borçlar, politik belirsizlik ve para politikasının kredibilitesinin son 20 yıldaki enflasyondan dolayı olumsuz etkilenmesi, uzun dönemli Kanada tahvillerinin risk priminin oldukça artmasına neden olmuştur. Bu dönemde yine mal ve hizmetlerine yeni bir dolaylı verginin konması, 1991 yılından itibaren tüketici fiyatlarının yaklaşık yüzde 1.25 oranında artması öngörülmüştür. Dolayısıyla Merkez Bankası bu tür şokların kısa vadede enflasyonist beklentileri hızla arttıracak düşüncesiyle, yeni enflasyon hedefini “enflasyonu düşürmeye yönelik hedefler” adı altında hemen uygulamaya koymuştur (Karasoy; Saygılı; Yalçın, 1998; 44). Kanada 1991 yılında enflasyon hedeflemesi yaklaşımını uygulamaya koyduğunda enflasyon yüzde 6’lar düzeyinde seyrediyordu. Bu koşullar altında Kanada yeni para politikasını hazırlarken, eşanlı olarak maliye politikası hedeflerini de saptamış ve kamuoyuna açıklamıştır (Oktar, 1998a; 81).

Kanada’da Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanının beraber enflasyon hedeflerini ilan ettiği Şubat 1991’de, fiyat istikrarı para politikasının operasyonel amacı haline getirilmiştir. Bu karar, fiyat istikrarının faydaları konusunda geniş bir tartışmanın ortaya çıkmasının başlangıcı olmuştur. Hedefler, enflasyon için kademeli bir düşüş belirlemektedir. Enflasyondaki düşüşün uzun bir vadeye yayılması ve tedrici olarak azaltılması öngörülmüştür. Yüzde 2 ya da bu düzeyin altındaki bir oran fiyat istikrarı

olarak tanımlanmıştır. Tüketici Fiyatları Endeksi baz alınarak belirlenen enflasyon hedefleri şu şekilde tahmin edilmiştir:

- 1992 sonunda yüzde 2-4
- 1994 ortasında yüzde 1.5-3.5
- 1995 sonunda yüzde 1-3
- Yüzde 1-3'lük hedef daha sonra iki kez uzatılmıştır.

Enflasyon hedefinin daha başlangıç aşamasında geniş bir aralık içinde tutulmasına ilişkin yoğun tartışmalar yapılmıştır. Enflasyon hedefinin geniş bir aralık içinde belirlenmesinin gıda ve enerji fiyatları ile dolaylı vergilerin etkileri gibi beklenmedik arz şoklarıyla yeterince mücadele edebilmeye olanak sağlayacağı düşünülmüştür. Merkez Bankası "birinci tur" etkilere uyum sağlayabilmek için enflasyon hedefini değiştirebilecek, ancak vergi sonrası reel ücretleri korumak için, ücretlerde meydana gelen artışlarla ilgili "ikinci tur" etkilere karşı ise önlem alınacaktır (Freedman, 2000a).

Diğer ülke uygulamalarında olduğu gibi, Kanada'da da enflasyon hedefleri toplam TÜFE baz alınarak oluşturulmuştur. Kanada Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı enflasyon hedefini genel TÜFE'deki 12 aylık değişim oranı bağlamında belirlemektedir. Enflasyon hedefi bir aralık olarak açıklanmakta ve aralığın orta noktası belirlenen zaman süreci içerisinde ulaşılabilecek nihai hedef olarak ifade edilmektedir. Kısa dönem için, Kanada Merkez Bankası, çekirdek enflasyon oranı tüketici fiyatlarına ilişkin genel endeksten değişkenlik gösteren gıda ve enerji fiyatlarının dışarıda bırakılması ve dolaylı vergilerdeki değişikliklerin göz önüne alınmaması ile oluşturulan endeks değerinden yararlanarak hesaplanmaktadır. Ayrıca petrol fiyatlarında görülen büyük artışlar ve doğal afetler gibi beklenmeyen olaylar, istisnai durumlar, ortaya çıkan enflasyon oranı ne olursa olsun, herhangi bir taviz olmaksızın belirlenen hedefe dönülmesi gerekmektedir.

Kanada'da fiyat endeksini İstatistik Kurumu hesaplarken, Merkez Bankası enflasyon hedefini gözetmekten ve enflasyonun geçmiş dönemdeki performansını

değerlendirmekten sorumludur. Tüketici Fiyat Endeksi nihai hedef olarak alınırken, gıda ve enerji fiyatlarını ve dolaylı vergilerin etkisini dışlayan çekirdek enflasyon da orta vadede tüketici fiyatlarının gelişimini etkileyecek olan enflasyon eğiliminin ne yönde olduğunun izlenebilmesi amacıyla yayınlanıp gözetilmiştir.

Merkez Bankası yeni enflasyon hedefi uygulamasında Parasal Koşullar Endeksi (Ocak 1987=100 bazlı endeks) olarak tanımlanan bir göstereyi operasyonel hedef olarak gözetmiştir. Bu endeks 1'e 3 olarak, 90 gün vadeli ticari senetlerin ağırlıklı ortalaması ve 10 ülkeyi (group of ten) baz alan dış ticaretle ağırlıklandırılan döviz kurundan oluşmaktadır. Bu endeksin düzeyinden daha çok kısa dönemdeki değişimleri gözönüne alınmakta ve 3-6 aylık bir dönem için, diğer bir deyişle, kısa vadeli bir operasyonel araç olarak kullanılmaktadır. Endeks bir nominal çıpa olarak değerlendirilmemekte, yalnızca faiz oranları belirlenirken kurlardaki değişimlerde çok yakından takip edilmektedir. Ek olarak, 1994 yılının ikinci yarısından itibaren bir gecelik faiz oranlarında binde 5'lik (50 basis points) bir aralık hedeflenmiştir. Uygulamada iş gücü ve mal piyasalarındaki talep veya arz fazlasının öngörülmesi temel girdi olarak alınmakta, geniş para arzlarındaki, kredi arzındaki, tüketimdeki ve ücret kontratlarındaki gelişmeler izlenmektedir. Enflasyonist beklentiler ise, Conference Board of Canada tarafından yapılan anketlerden ve 30 yıl vadeli devlet tahvilleri ve reel tahvillerin getirilerinin farkı gözetilerek izlenmektedir.

Kanada Merkez Bankası sayısal bir enflasyon tahmini yayınlamamasına karşın, para politikasının yürütülmesinde uzmanlar tarafından gerçekleştirilen tahminleri kullanmaktadır. Yeni Zelanda'da olduğu gibi Kanada'da da enflasyon tahminleri, hedef bandına yüzde ± 1 puan hata payı bırakılarak yapılmıştır. Burada enflasyon tahminleri, hedef bandının orta noktaları olarak dikkate alınmaktadır. Mishkin ve Posson (1997)'ye göre, Kanada Merkez Bankası para politikasının yürütülmesinde alınacak kararlara temel teşkil etmek üzere ekonominin bütününe ilişkin yapısal bir tahmin modeli kullanmaktadır. Bu modelde Banka özellikle ilk dönemlere ilişkin kendi yargılarını kullanmakta ve ilk aşama olarak bir ekonometrik modelden yararlanarak bazı projeksiyonlar yapılmaktadır. Gerçekleştirilen bu projeksiyonlarda enflasyonun hedeflenen düzeyde olduğu kabul edilmekte ve 18-24 aylık dönemde enflasyonu

hedefte tutabilmek için ülkedeki parasal göstergelerin (kısa dönem faiz oranları ve döviz kuru) alması gereken değerler elde edilmektedir. Banka uzmanları, bir tanesi temel olmak üzere, alternatif senaryolar hazırlamakta yönetim para politikası kararları için bu senaryoların çıkış noktası olarak kullanmaktadır. Uzmanların projeksiyonları modele dayandırıldığı ve doğal olarak bu model realiteyi basitleştirdiği, piyasadaki gerçekleşebilecek her değişikliği göz önüne alamadığı için, Banka yönetimi tahmin sürecinin sonunda bu projeksiyonları daha gerçekçi hale getirmektedir (Şıklar, 1999; 54).

Kanada'da enflasyon hedeflemesi finansal piyasa katılımcılarının ve genel olarak kamuoyunun Merkez Bankasının aldığı önlemleri daha kolay anlayabilmeleri amacıyla uygulamaya konulmuştur. Çizilen şeffaf politikanın kamuoyuna yansımalarının araçları, 1994 yılında Merkez Bankası Yıllık Raporunun yeniden düzenlenmesi ve 1993 yılından itibaren "Bank of Canada Review" adlı yayının 3 aylık olarak ve enflasyondaki gelişmeleri içerecek şekilde yayınlanması ve 1995 yılından itibaren yılda iki kere Para Politikası Raporunun yayınlanmaya başlanması olarak sıralanabilir (Karasoy; Saygılı; Yalçın, 1998; 47). Yine buna ek olarak, hedefler ve politika önlemleri arasındaki bağlantının kurulabilmesi için, Kanada Merkez Bankası 1995 yılından itibaren de yılda iki kez okuması oldukça kolay Para Politikası Raporu yayınlamaktadır (Mishkin; Posen, 1997; 58).

Bu raporda para politikasının amaçları açıklanmakta, enflasyondaki son gelişmeler gözden geçirilmekte, enflasyonu hedefte tutabilmek için alınan para politikası önlemleri tartışılmakta ve enflasyonun geleceği konusundaki görüşler ortaya konmaktadır. İleriye dönük değerlendirme toplam arz-toplam talep koşullarını, enflasyon üzerindeki geçici baskıları, enflasyonist bekleyişleri ve parasal göstergeleri kapsamaktadır. Yayınlanan Rapor Bankanın yaptığı enflasyon projeksiyonları konusunda nitel değerlendirmeler içermesine karşın, herhangi bir sayısal enflasyon tahmini veya projeksiyonlar için belirli bir zaman süreci içermemektedir.

Kanada'da enflasyon hedeflemesi uygulaması, Yeni Zelanda örneğinde olduğu gibi bir kanunla değil, Merkez Bankası ve Hükümet tarafından ortaklaşa verilen bir

kararla, Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı tarafından duyurulmuştur. Hükümetin desteğini vurgulamak amacıyla bu duyuru ile birlikte aynı gün Hükümet bütçesi de yayınlanmıştır. Merkez Bankası kendisini, Hükümetten daha fazla halka karşı sorumlu olarak görmektedir. Merkez Bankasının kurumsal konum olarak araç bağımsızlığı bulunmaktadır. Merkez Bankası pratikte faiz oranlarını belirlemekte, ancak yasal olarak Maliye Bakanlığının para politikasında değişiklik yapılması direktifi verme hakkı bulunmaktadır. Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı programı olmamakla birlikte hemen hemen her hafta toplantı yapmaktadır. Diğer formel ilişkiler haricinde bir Bakan Yardımcısı, Merkez Bankası Yönetim Komitesine oy hakkı olmadan katılmaktadır.

2.2.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme

Kanada stratejisi, Yeni Zelanda'ya oranla daha az sorumluluk yüklemektedir. Daha önce de belirtildiği gibi, Yeni Zelanda'da Merkez Bankası Governörü, hedefin tutturulamaması durumunda görevden alınabilmesine karşın, Kanada'da böyle bir yaptırım söz konusu değildir. Çünkü, Kanada Merkez Bankası enflasyon hedeflemesini gerçekleştirmeye yönelik politikaları belirlemeye tek başına yetkili değildir. Kanada Merkez Bankasının aslında ne izlediği politikalar konusunda açıklama yapmak ne de para politikasının gelecekteki seyri ile ilgili bir yayın yapma zorunluluğu vardır. Diğer taraftan, bir politik kriz durumunda, Hükümet ile Banka arasındaki anlaşma iptal edilebilmektedir. Oysa, kamuoyu Bankanın aldığı önlemleri izleyerek performansı hakkında yorum yapabilmektedir. Bu nedenle, informel de olsa, Kanada Merkez Bankasının kamuoyu karşısında sorumlu olduğu söylenebilir.

Kanada'nın enflasyon hedefleme uygulaması, Yeni Zelanda örneğindeki gibi kontrata dayalı bir kurumsal yapı olmamasına ve olumsuz arz şoklarına rağmen, başarıyla sonuçlanmıştır. Uygulamanın başladığı 1991 yılından itibaren uzun dönemli enflasyon beklentileri büyük ölçüde kırılmaya başlamış ve yüksek fiyat artışları önemli ölçüde kontrol altına alınmıştır. Kanada'nın başarısındaki en önemli faktörler ise; Merkez Bankasının politika esnekliği, Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı arasındaki uyumlu ilişki ve Merkez Bankasının şeffaf ve kamuoyunu aydınlatmaya yönelik

uygulamaları olarak göze çarpmaktadır. Bunlara paralel olarak da 1995-1997 döneminde enflasyon oranları sırasıyla yüzde 2.17, yüzde 1.56 ve yüzde 1.64 olarak gerçekleşmiştir (Mishkin; Posen, 1997; 70).

2.3. İngiltere

İngiltere'nin enflasyon hedeflemesi politikalarına geçişi, Döviz Kuru Mekanizması'ndan (Exchange Rate Mechanism-ERM) çıkarılmasına bir tepki olarak, üzerinde daha fazla tartışılmaya ve kurumsal yapıyı yeniden gözden geçirmeye yönelik tartışmaya zaman olmadan gerçekleşmiştir. Buna karşın, politikanın başarısı için koşulların zorlaması, kurumlararası ilişkilerin yeniden düzenlenmesi gereğini ortaya çıkarmış ve kanunî olarak gerçekleşme de uygulamada Merkez Bankası zaman içinde daha serbest bir pozisyona geçmiştir. Bu açıdan bakıldığında, enflasyon hedeflemesi politikaları 1992-1997 Mayıs döneminde ve bu dönemden sonra olmak üzere iki alt döneme ayrılabilir. İngiltere'de Merkez Bankasının araç bağımsızlığı, 1998'de politika amaçlarının Hükümet tarafından belirlenmesinin devamına rağmen, Merkez Bankası Kanununda kabul edilmiş ve onaylanmıştır (Haldane, 2000).

2.3.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

İngiltere 1973 yılından beri, önceleri ilan edilmeden, daha sonra da ilan edilerek M3 para stoku hedeflemesi politikasını benimsemiştir. Bu hedefler, ABD ve Almanya'da parasal hedefler açıklanmaya başladıktan ve Sterline olan güven kaybolduktan sonra 1976 yılından itibaren ilan edilmeye başlanmıştır. 1980'lerden itibaren İngiltere'de para politikasının temel aracı, fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi ve para otoritelerinin kredibilitésinin yükseltilmesi olarak belirlenmiştir. Bu çerçevede, 1980 yılı Mart ayındaki bütçeyle beraber Orta Vadeli Mali Strateji Programı ilan edilmiştir. Buna göre, 1980-1981 döneminde yüzde 7-11 olarak hedeflenen M3 artış hızının 1983-1984 döneminde yüzde 4-8 düzeyine indirilmesi öngörülmüştür. Bununla beraber, serbestleşmenin de bir sonucu olarak, geniş tanımlı para arzı artışında bu seviyede bir başarı sağlanamamıştır (Tablo 6.a). Parasal büyüklük hedeflemesinde görülen başarısızlık sonucu bu politikalardan 1986 yılında vazgeçilmiştir.

Tablo 6.a. Ekonomik Göstergeler - İngiltere

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Döviz Kuru	0,689	0,865	0,692	0,678	0,534	0,553	0,623
Dev. Tah. Faiz Or. (%)	11,19	11,29	11,3	10,01	9,36	9,66	10,73
Rezervler (Milyar Dolar)	11,3	9,4	12,9	18,4	41,7	44,1	34,8
TÜFE Enf. (%)	4,6	5,0	6,1	3,4	4,1	4,9	7,8
Cari Açık (Milyar Dolar)	5,3	1,8	3,3	-1,34	-8,1	-29,3	-36,7
GSYİH Büy. (%)	3,7	2,3	3,8	4,3	4,8	5,0	2,2
BA/GSYİH (%)	-4,4	-3,2	-2,9	-2,4	-0,7	1,5	1,5
MO (% Değ.)	6,9	5,6	3,7	5,2	4,3	8,5	5,4
M4 (%Değ.)	13,2	13,5	13,0	14,7	18,0	17,7	18,9
U	n.a.	n.a.	n.a.	11,8	10,6	8,4	6,3

Döviz Kuru: 1 DOLAR = STG; Rezervler: Altın Hariç Uluslararası Rezervler
 BA/GSYİH : Bütçe Açığı Oranı; U: İşsizlik Oranı; n.a.: Veri Bulunamadı.
 Kaynak: Malatyalı (1998), s. 29

Parasal büyüklük hedeflemesinin terk edilmesinin ardından, Almanya'nın düşük enflasyon oranından yararlanabilmek amacıyla, Sterlin-Mark kuru 1 Sterlin=3 Mark düzeyinde sabitlenerek, zımni bir biçimde döviz kuru hedeflemesi uygulanmaya başlamıştır. Bununla beraber, 1985 yılından itibaren, büyüme trendine girmiş İngiliz ekonomisinde 1987 yılında faiz oranlarının gerilemesi üzerine artan talep baskısına karşı faiz oranlarının yeterince yükselmeyip, geniş tanımlı para arzının genişlemesinin sürdürmesi üzerine 1987 yılından itibaren enflasyon oranı yükseliş trendine girmiştir. Bu şekilde faiz oranlarının 1988 yılından başlayarak 1990 yılına kadar yükselme trendine girmesine ve aynı dönemde büyüme hızının düşmesine karşın enflasyon oranları yükselmiş ve parasal genişleme de devam etmiştir.

İngiltere enflasyon hedeflemesi yaklaşımıyla fiyat istikrarı taahhüdüne ilişkin güvenilirliği yeniden sağlamayı amaçlamıştır. İngiltere'nin enflasyon hedeflemesine geçişi parasal politikanın amaçları yönünden değişiklik getirmemiştir. Nitekim, ERM'ye üyeliği devam ederken olduğu gibi, bu yaklaşımı uygulanmaya koyduğunda da para politikasının temel amacını fiyat istikrarına gerçekleştirilmesi oluşturmuştur. Ancak, İngiltere için ana değişiklik, para politikasının oluşturulmasında herhangi bir ara değişkenin belirlenmesine ilişkin stratejik kararın alınması olmuştur. Çünkü, enflasyon hedeflemesine geçişle artık para ve döviz kuru hedeflerine son verilmiştir. Enflasyonun

doğrudan hedeflenmesi, para politikasının amacını gerçekleştirmenin tek pratik yolu olarak görülmüştür (Oktar, 1998a; 85).

İngiltere’de enflasyon hedeflemesi yaklaşımında para politikasının ana hedef değişkeni olarak ipotek faiz ödemelerinin dışarıda bırakıldığı Perakende Fiyat Endeksi⁵(RPIX) seçilmiştir. İngiltere Maliye Bakanı enflasyon hedefini perakende fiyatlara ilişkin bu endeksin 12 aylık değişimi bağlamında açıklamaktadır. Bu endeksin özelliği, İngiltere’de resmi olarak belirlenen faiz oranlarından direkt olarak etkilenen perakende satış fiyatları endeksinden (RPI), konut satışlarında kullanılan ipotek sistemindeki faiz ödemelerinin düşürülmesiyle elde edilmesidir. Böylece, faiz ayarlamaları sonucu fiyat endeksindeki olası hareketler düzeltilerek çekirdek enflasyonun trendi izlenebilmektedir. Ekim 1992’de Hazine tarafından Parlamente’ye gönderilen bir öneri raporunun uygulamaya konulmasıyla başlayan enflasyon oranının yüzde 1-4 aralığına, bu tarihten sonra ise yüzde 2.5 olmasına yönelik olarak uygulanmaya başlamıştır. Ekonomide beklenmeyen şoklar ve dengesizliklerin hedeften sapmaya yol açabileceği gerçeğinden hareketle, Bankanın bu sapmayı göz önüne alarak para politikasında yeni düzenlemeler yapmasından önce, yüzde 1 puanlık bir sapmaya imkan tanınmaktadır. Bu endekste dolaylı vergiler dışarıda bırakılırken, diğer ülkelerin kullandığı fiyat endeksinin aksine petrol ve gıda ürünleri fiyatlarını içermektedir.

İngiltere uygulamasının diğer ülke örneklerinden belirgin farkı, enflasyon tahminlerinin doğrudan doğruya İngiltere Merkez Bankası tarafından yapılmasına karşın, Perakende Fiyat Endeksine ilişkin çeşitli enflasyon serilerinin hesaplanmasının Merkez Bankasının dışındaki bir kuruluşa, Ulusal İstatistik Bürosu’na bırakılmasıdır. Bu uygulama, para otoritesine, kısa dönemde hedeflerde kaçınılmaz sapmalar yapabilmesi konusunda esneklik sağlanmıştır. İngiltere Merkez Bankası enflasyon hedeflerini çok katı bir şekilde uygulamayıp, reel ekonomideki değişmelere tepki verebilen esnek bir yapı oluşturmuştur (King, 1997).

⁵ İpotek faiz maliyetlerinin dahil edildiği Perakende Fiyat Endeksi gelişmiş bir ülkede ender olarak kullanılır. Enflasyonist baskıyı azaltmak amacıyla düzenlenmiş kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artış enflasyonda ani bir yükselişe yol açar. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi, ipotek faiz ödemelerinin kapsam dışı tutulduğu fiyat endeksini baz alır.

Enflasyon hedefleme politikalarına yardımcı olmak üzere, İngiltere’de, M0 olarak tanımlanan dar kapsamlı ve M4 olarak tanımlanan geniş kapsamlı para arzları için izleme bantları (monitoring ranges) belirlenmektedir. Para Politikası Komitesi kurulduktan sonra enflasyon hedeflemesi politikasını izlemeye yardımcı olmak üzere parasal büyüklükler ve bunlar için izleme bantları seçme yetkisi bu komiteye verilmiştir. Para arzlarına ilişkin belirlenen izleme bantları ile hedef enflasyon oranlarının çatışması halinde birinci öncelik enflasyon hedeflerindedir. Ayrıca M0 ve M4 para arzlarının yanında konut fiyatları ve döviz kuru diğer endikatörler olarak kullanılmaktadır.

İngiltere’de Ekim 1992’den itibaren izlenen enflasyon hedefleme politikalarının sonuçları Tablo 6.b yardımıyla incelendiğinde, RPIX’in kısa vadeli hedeflere 1992 sonu itibariyle ulaştığı görülmektedir. Bunun yanında, İngiltere’nin enflasyon hedeflemesine geçtikten sonra, ERM’ye girişiyle beraber ekonomide başlayan daralmanın yeniden büyüme yönüne döndüğü ve bunun nispi bir istikrar kazandığı görülmektedir. Buna karşın işsizlik oranı, enflasyon hedeflemesi sonucunda ekonomide başlayan gelişmeye koşturarak düşürülemedi ve tam tersine 1993 yılında oldukça yüksek bir düzeyde gerçekleşmiştir.

Tablo 6.b. Ekonomik Göstergeler - İngiltere

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997*
Döviz Kuru	0,519	0,534	0,661	0,675	0,640	0,645	0,589	0,611
Dev. Tah. Faiz Or. (%)	12,08	10,18	8,94	6,65	7,83	7,93	7,28	7,11
Rezervler (Milyar Dolar)	35,9	41,9	36,6	36,8	41,0	42,0	39,9	35,2
TÜFE Enf. (%)	9,5	5,9	3,7	1,6	2,5	3,4	2,4	2,0
RPIX	9,5	5,8	3,7	2,7	2,5	3,0	3,1	2,7
Cari Açık (Milyar Dolar)	-32,5	-14,3	-18,4	-16,2	-3,5	-6,0	0,2	-1,4
GSYİH Büy. (%)	0,4	-2,0	-0,5	2,1	3,8	2,5	2,1	1,9
BA/GDP (%)	0,7	-1,0	-5,0	-6,4	-5,2	-5,3	n.a.	n.a.
MO (% Değ.)	2,5	3,1	2,4	5,6	7,3	5,2	6,6	-1,7
M4 (%Değ.)	12,0	5,6	2,5	5,0	4,2	10,0	9,59	7,4
U	5,9	8,1	9,9	10,4	9,4	8,3	7,6	5,5

*1997 rakamları Temmuz ayı itibariyledir.

Döviz Kuru: 1 DOLAR = STG; Rezervler: Altın Hariç Uluslararası Rezervler

BA/GSYİH : Bütçe Açığı Oranı; U: İşsizlik Oranı; n.a.: Veri Bulunamadı

Kaynak: Malatyalı (1998), s. 36

RPIX ilk kez Kasım 1993'te yüzde 2.5 hedefine ulaşmış ve bu düzeyi 1995 yılının başına dek sürdürebilmiştir. Bununla beraber, Maliye Bakanlığı-Merkez Bakanı arasındaki çatışmanın temelini oluşturan ve Merkez Bankasının enflasyonist baskıların oluşmaya başladığını söyleyerek faiz oranlarında belli bir artışı savunmasına karşın Maliyenin bunda direnmesi sonucunda ekonomideki büyüme garanti altına alınmış, işsizlik oranları düşürülmüş fakat RPIX enflasyon oranı artışa geçmiştir. Maliyenin Merkez Bankası'nın faiz oranlarına ilişkin önerilerini kabul etmemesi ve ithalat fiyat endeksinde oluşan artışların enflasyonist etkilerini hesaba katması sonucu Banka, 1996 yılına ilişkin fiyat öngörülerini 1 puan yükselterek yüzde 4 düzeyine çıkarmıştır. Bu şekilde somut bir biçimde kamuoyuna ilan edilen Hazine ve Merkez Bankası arasındaki bu görüş farklılığı, 1996 yılında da devam ederken gelişmeler yukarıda da bahsedildiği gibi, Merkez Bankasının öngörülerinin haklı olduğunu kanıtlayarak Bankanın pozisyonunu güçlendirmiştir. Nitekim, 1996 yılı boyunca RPIX, yüzde 2.8-3.1 bandında gerçekleştirmiştir. Bu çatışmanın sonucunda 6 Mayıs 1997 tarihinde yapılan basın toplantısıyla Maliye Bakanı faiz oranlarının arttırıldığı, buna ek olarak da faiz oranlarını belirlemede ve döviz piyasasına müdahalede bulunma yetkisini Merkez Bankasına devrettiğini açıklamıştır. 1998'de İngiltere Merkez Bankası'nın amaçları öncelikle fiyat istikrarı ve daha sonra da bunun etkisiyle hükümetin büyüme ve istihdam amaçlarını içeren ekonomi politikalarını desteklemek olarak belirlenmiştir (Haldane, 2000).

İngiltere Merkez Bankası enflasyonla ilgili tahminlerini birkaç madde ve bazı temel enformasyon değişkenlere bağlı olarak yapmaktadır. Banka kısa dönemde (3 ay) projeksiyonlar için tek eşitlik tekniğini, orta vadeli (yaklaşık 2 yıl) projeksiyonlar için ise yapısal bir model kullanmaktadır. Yapısal modeli tamamlamak için Banka uzmanları çok sayıda sektöre ilişkin sayısal modeli ve kalitatif enformasyonu (örneğin, anketler gibi) kullanmaya başlamıştır (Şıklar, 1999; 57).

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 Bankasının kısa vadeli değil de orta vadeli bir enflasyon hedefi oluşturmak istemesinden kaynaklanmıştır. İngiltere'de Merkez Bankası Mayıs 1997 tarihine kadar araç bağımsızlığına sahip olamamıştır. Bu

tarihe kadar genel sekreter ve Merkez Bankası Başkanı ayda bir toplantı yaparak para politikasının gidişatını değerlendirmişlerdir. Enflasyon hedefi hükümet tarafından belirlenmiş, uygulanacak politikalar bu toplantılarda değerlendirilmiştir. Para Politikası Komitesinin varlığı nedeniyle, tahmin süreci, “Para Politikası Komitesi ile Merkez Bankası uzmanları arasında yapılan bir dizi toplantı” olarak tanımlanmaktadır. Bu gruplar arasında yapılan ilk toplantının amacı tahminlere ilişkin temel varsayımların belirlenmesidir. Uzmanlar bu varsayımları kullanarak nokta enflasyon tahminini ve risk dağılımını hazırlamaktadırlar. Daha sonraki toplantıda Para Politikası Komitesi tahminleri gözden geçirmekte ve uzmanlarla birlikte gerekli değişiklikler yapılmaktadır. Bu süreç, Komite nihai bir tahmin ve risk dağılımına karar verinceye kadar devam etmekte ve üzerinde uzlaşmaya varılan tahmini değer yayınlanan Enflasyon Raporu’nda yer almaktadır. Bu toplantılarda Merkez Bankası ve Hazine ilerideki dönemlere ilişkin enflasyon öngörülerinde bulunarak, faizlerin değiştirilip değiştirilmeyeceğini kararlaştırmışlardır. Bu çerçevede Merkez Bankasının görevi, oluşturulan model çerçevesinde geleceğe yönelik enflasyon öngörülerinde bulunmak ve toplantılarda alınan kararları uygulamak olmuştur (Allen, 1997).

İngiltere Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlama amacını gerçekleştirirken para politikasını son derece şeffaf bir yapı içerisinde uygulamıştır. Nitekim, Merkez Bankası bu çerçevede iktisadi birimlere ve piyasalara bilgi akışı sağlamak ve gelişmelerle ilgili sinyaller verebilmek amacıyla 3 ayda bir Enflasyon Raporu yayınlamaktadır. Bu raporda para politikasının amaçları açıklanmakta, enflasyon konusunda kritik öneme sahip parasal ve reel değişkenlerdeki son gelişmeler incelenmekte, son dönemlerde alınan para politikası kararları analiz edilmekte ve Para Politikası Komitesinin enflasyona ilişkin sayısal tahminine yer verilmektedir. Özellikle kamuoyunun bilgilendirilmesi enflasyon hedeflemesinin başarısı için bir önkoşul durumundadır. Bunun için de 1993 yılında üç ilave kurumsal değişikliğe gidilmiştir. Bunlardan birincisi, Şubat 1993’te Maliye Bakanı ile Merkez Bankası Governörü arasında para politikasının belirlenmesine ilişkin aylık toplantıların yapılmaya başlanmasıdır. İkincisi, Kasım 1993’ten itibaren aylık toplantılarda alınan faiz oranlarında değişikliklere ilişkin kararların bir sonraki toplantıya kadar geçecek sürede uygulanma zamanının belirlenmesinin tamamıyla Merkez Bankasına bırakılmasıdır.

Üçüncüsü ve en önemlisi, Nisan 1994'ten itibaren Maliye Bakanı ile Governör arasında yapılan aylık toplantıların tutanaklarının gelecek toplantıyı izleyen 15 gün içerisinde kamuoyuna açıklanmasıdır (Bowen, 1995; 64).

İngiltere Maliye Bakanlığı kendisi tarafından belirlenerek ilan edilen enflasyon hedefleri ile politikaları hususunda politika uygulanmaya başlandıktan hemen sonra İngiltere Merkez Bankasının görüşünü sormuş, Merkez Bankasının bu husustaki görüşü 1993 yılının Şubat ayında yayınlanmıştır. Söz konusu rapor kısa bir süre içinde Merkez Bankasının hedeflere ilişkin görüşlerini, izleyen iki yıla ait enflasyon projeksiyonlarını ilan ettiği ve bunları Hazinesinin uygulamasını öngördüğü politikalarla karşılaştırdığı 3 ayda bir yayınlanan Enflasyon Raporu halini almıştır (Şubat-Mayıs-Ağustos-Kasım). Enflasyon Raporunun nihai halini almadan Hazinesinin görüşüne sunulmaması bu raporun uygulanan politikalar hakkında Merkez Bankasının bağımsız görüşlerini topluma yansıtılmasında da önemli bir işlevi yerine getirmektedir.

Merkez Bankasına operasyonel bağımsızlığın verildiği aşamada para politikası kararlarını almakta sorumlu Para Politikası Komitesi Governör Başkanlığında 9 üyeden oluşmaktadır. Komitede Governör dışında, 4 kişi Banka içi (3 ekonomist ve bir başkan yardımcısından) olmak üzere, diğer 4 kişi Hazine temsilcisi, 2 akademisyen ve özel sektörden bir ekonomistten oluşmuştur. 9 üyeden oluşan Komitenin 4 üyesinin Hazine tarafından atanmış ekonomistler olması vasıtasıyla Hazinesinin politikaları etkileme gücü garanti altına alınırken diğer 5 üyenin Merkez Bankası yöneticilerinden oluşması para politikasının belirlenmesinde Merkez Bankasının gücünü arttıran bir unsur olmuştur. Hazine-Merkez Bankası arasında daha önce resmi hale getirilen toplantıların yerini bu Komitenin alması öngörülmüştür. Hazine gözlemcisi toplantılarda tartışmalara katılmasına ve maliye ve para politikası konularında görüşlerini belirtmesine karşın, parasal politika kuralları üzerinde oy hakkı bulunmamaktadır (Oktar, 1998a; 89).

Yeni Zelanda örneğinin aksine, İngiltere'de enflasyon hedeflemesinde olası bir başarısızlık halinde Governör herhangi bir yaptırıma maruz kalmamakta, fakat olası bir sapma halinde halka ve Hükümete hesap vermek zorunda kalmaktadır. Diğer bir deyişle, İngiltere'de enflasyon hedeflemesi uygulaması, Yeni Zelanda örneğinde olduğu

gibi bir sözleşme esasına bağlı değildir. Gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyondan sapma göstermesi durumunda İngiltere Merkez Bankasının bir açıklama yapması beklenir. Eğer enflasyondaki sapma hedefe göre yüzde 1 puan daha fazla ise, Banka Governörü Para Politikası Komitesi adına Maliye Bakanına açık bir mektup göndermek zorundadır. Bu mektupta Governör sapmanın nedenlerini açıklamak, bu sorunun üstesinden gelebilmek için alınacak para politikası önlemlerini ortaya koymak ve enflasyonun tekrar hedefe dönmesi için geçecek süreyi belirlemek zorundadır. Bu durumda İngiltere Merkez Bankasının direkt olarak Hazineye karşı sorumlu olduğu söylenebilir (Mishkin; Posen, 1997).

2.3.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme

İngiltere deneyimi önemli sonuçlar içermektedir. Bunlardan ilki, enflasyon hedeflemesinde kamuoyunun bilgilendirilmesi ve şeffaflığın sağlanmasının politikaların başarısı açısından çok önemli olduğunun anlaşılmasıdır. Merkez Bankası Enflasyon Raporu ile enflasyon hedefini açıkça belirlemiş, enflasyonun gelecek dönemlerde nasıl bir seyir izleyeceği öngörülmüş ve hedeften bir sapma olduğunda bunun sebeplerini kamuoyuna açıkça duyurmuştur. Böylece, piyasalar gelecek dönemde enflasyonun ne olabileceğini ve faizlerin ne yönde hareket edeceğini daha sağlıklı olarak tahmin edebilmiştir. Merkez Bankası faaliyetlerinin şeffaflık taşıması güvenilirliği arttırırken, enflasyon bekleyişlerinin de kırılmasını sağlamıştır.

Çıkarılabilecek ikinci sonuç ise, Merkez Bankasının araç bağımsızlığına sahip olmasının para politikasının kredibilitesini arttırdığını ve piyasaların kısa dönemli politik çıkarlar doğrultusunda para politikasından sapılmayacağına inanmaya başlamalarıdır. Bu gelişme de beklentileri olumlu yönde etkilemiştir. Uygulamanın başlangıcından itibaren enflasyon hedefleri büyük ölçüde gerçekleşmiş, aynı zamanda faiz oranlarında istikrar sağlanmıştır. İngiltere’de enflasyon hedeflemesinin uygulandığı süreç, Merkez Bankası-Hazine ilişkilerinin de yeniden tanımlanarak Merkez Bankasının araç bağımsızlığı yönünde önemli adımlara atıldığı bir süreç olmuştur (Bowen, 1995).

3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER AÇISINDAN ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE UYGULAMALARI

3.1. Enflasyon Hedeflemesinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği Sorunu

Gelişmekte olan ülkelerin hangi şartlarda enflasyon hedeflemesine dönük para politikası stratejisini uygulayabilecekleri, mevcut uygulamaların enflasyon hedeflemesi kabul edilip edilemeyeceği hususu tartışmalıdır. Gelişmekte olan ülkelerin 1990'ların başından itibaren gelişmiş ülkelerde başarıyla uygulanan enflasyon hedeflemesi politikası için gerekli teknik ve kurumsal alt yapıyı kurmaları daha güç olmaktadır. Karmaşık bir yapıya sahip bu ülkelerin dolaylı para politikası araçlarını daha fazla kullanmaya başlamaları, uluslararası sermaye piyasalarına açılmaları ve mali sektör reformlarını gerçekleştirmelerine rağmen, para politikalarının uygulanması açısından her birinin farklı deneyimleri bulunmakta ve her ülke farklı finansal gelişme süreçlerinden geçmektedir. Bu nedenle faiz oranları, finansal derinleşme ve gelir düzeyi gibi standart göstergeler gelişmekte olan ülkeler açısından geniş ölçüde kabul gören bir sınıflandırma yapmaya henüz olanak tanımamaktadır. Enflasyon tahminine ve para politikasının etkilerinin değerlendirilmesine yönelik kabul edilmiş bir analitik çerçevenin eksikliği de gelişmekte olan ülkelerde para politikasının yürütülmesi görevini daha da karmaşıklştırmıştır.

Enflasyon hedeflemesi uygulamanın bu ülkeler açısından sağlayacağı yararları değerlendirebilmek son derece güçtür. Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, bazı yüksek ve orta gelirli gelişmekte olan ülkelerde para politikasını yürütmek için kullanılabilecek yararlı bir araç olarak görülebilir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin büyük bir çoğunluğu için düşünüldüğünde, enflasyon hedeflemesini uygulamak için gerekli ön koşulların henüz hazır olmadığı görülmektedir. Ancak kurumsal yapının zamanla güçlendirilmesi ve piyasa ekonomisinin geliştirilmesiyle enflasyon hedeflemesi yaklaşımının bu ülkeler için de cazip olabileceği düşünülmektedir. Başka bir deyişle, bu yaklaşımın, ekonomik gelişmenin daha ileri aşamasında yararlı olabileceği ve zaten yeni olan bu yaklaşımın

uygulandığı sanayileşmiş ülkelerin deneyimlerinden de yararlanmak suretiyle para politikası uygulamalarına önemli ışık tutabileceği öne sürülmektedir.

Fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik güçlü kurumsal bir sorumluluğun varlığının enflasyon hedeflemesi için en önemli unsur olduğu dikkate alındığında, bunu kötü parasal yönetim tecrübelerine sahip olmuş gelişmekte olan ülkeler için özellikle önem taşıdığı görülmektedir. Kurumsal sorumluluk; siyasi müdahaleden arındırılmış, para politikası enstrümanları üzerinde tam ve bağımsız kontrole sahip ve asıl amacı fiyat istikrarını sağlamak olan bir merkez bankasına sahip olmayı gerektirmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi gelişmekte olan ülkelere uluslararası enflasyon seviyesine ulaşmak için önemli fırsatlar tanımakta, bununla birlikte, somut makro temeller, herhangi bir para politikası çerçevesi dahilinde fiyat istikrarını koruyabilmek için ayrılmaz bir şart olarak kalmaya devam etmektedir.

3.1.1. Temel Gereklilikler

Daha önce de belirtildiği gibi, enflasyon hedeflemesi yaklaşımı uygulamada iki koşulun yerine getirilmesini gerektirir. Bunlardan biri, merkez bankasının para politikasını yürütebilecek kadar bağımsızlığa sahip olması; diğeri ise, otoritelerin diğer hedeflerle ilgili bir taahhütlerinin bulunmamasıdır.

İleride detaylı bir biçimde inceleneceği gibi, kamu açıklarının yüksek düzeylerde olması, siyasi otoriteyi senyoraj yapmak ya da iç piyasadan borçlanmak zorunda bırakmaktadır. Bu koşulların bir sonucu olarak senyoraj yoluyla gelirini arttırmaya çalışan siyasi otorite merkez bankasının da bu yönünü kullanmaya yöneltmektedir. Bunun yanında, kamu kesiminin borçlanma gereğiyle bağlantılı olarak iç piyasadan borçlanmaya yönelen hazine ve mali piyasaların sığılığı oranında özel kesime aktarılabilir fonları daha da daraltmakta ve faiz oranları üzerinde baskıya neden olmaktadır. Bunun bir sonucu olarak da gerek kendi borçlanma maliyetini gerekse de mali kesimin kaynak maliyetini arttırmak istemeyen kamu kesimi, faizlerin kontrolünü elinden çıkarmamaya çalışmaktadır. Bu koşulların varlığı durumunda, siyasi otoritenin çıkarı, merkez bankasının kontrolünü kendi elinde tutmasında yatmaktadır.

Kamu kesimine ilişkin yukarıda bahsedilen şartların düzelmiş olması ve siyasi otoritenin enflasyon hedeflemesi politikalarını yeterince benimsemesi halinde merkez bankasının yalnızca enflasyona ilişkin hedeflere odaklanabilmesi için görev tanımı içinde yer alan ve aynı anda uygulandığında sonuçları açısından çelişebilecek tüm görevlerin elimine edilerek bankalara tek görev olarak “fiyat istikrarının sağlanması” görevinin verilmesi uygun olacaktır. Bununla beraber, bu tür bir görev tanımının yapılabilmesi için asgari şartların kamu kesiminin gelir-harcama durumuna ve fiyat istikrarının toplum tarafından birinci öncelik haline gelmiş olmasına bağlı olduğu gözden kaçırılmamalıdır.

Enflasyon hedeflemesine ilişkin altyapının hazır olduğu varsayımı altında, bu politikaların başarısının merkez bankası uygulamaları açısından gerektirdiği şartlar, nihai hedef olan fiyat istikrarına yönelik süreçte her şeyden önce operasyonel araçların seçiminde dikkatli davranılması, tek hedef olarak belirlenen büyüklüklere ulaşmayı almak ve bunun dışında –belirli bir döviz kurunu tutturmak, belli bir büyüme oranını garanti altına almak, ücretlerin genel seviyesini ya da işsizliği de ek hedef olarak almak, belli bir parasal büyüklük düzeyi tutturmak gibi- herhangi başka bir hedefe fiyat istikrarına ilişkin hedefi tutturmayı riske edecek biçimde bağlanılmamasıdır. Nihai hedef dışında diğer değişkenlere ilişki tespit edilen bantlar, ancak gözlem bantları olarak algılanmalı ve bu bantlarla nihai hedef arasında çıkan çelişkide öncelik enflasyon oranına verilmelidir (Malatyalı, 1998; 57).

Bahsedilen bu şartlar, enflasyon hedeflemesine geçişteki kararlılığın ve uygulamadaki başarının belirleyicileri olmalarına karşın, bu şartların var olması halinde dahi enflasyon hedeflemesine geçişte ve bunun sürdürülmesinde politikaların gücünü belirleyen başlangıç koşullarına ilişkin gözden kaçırılmaması gereken bir diğer unsur da, enflasyon hedeflemesine geçilen dönemdeki enflasyon oranlarıdır. Literatürde herhangi spesifik bir oran olmamasına karşın uzun süre yüzde 30-40 düzeyinin üzerinde kronik enflasyon yaşayan ülkelerde nominal değişkenlerin enflasyonist bir hız kazanmış olmaları ve bu değişkenler arasında kronik bir uyumsuzluğun içsel bir hale gelmesi nedenlerinden dolayı, böyle bir ortamda direkt olarak enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmesi tavsiye edilmemektedir. Böyle bir enflasyon ortamında

uygulanacak para politikası daha uzlaştırıcı yönde çalışırken, para politikasının enflasyon oranı üzerinde hem kısa süreli hem de beklenmeyen etkileri olacaktır. Bu tür ülkelerde izlenecek iktisat politikalarında öncelik, uygulanacak yeterli bir programla enflasyonda kalıcı düşüşler sağlamaya yönelik olmalıdır. Bu program bütçe açığının düşürülmesi, kamu faaliyetlerinin merkez bankasından finansmanına kısıtlar getirilmesi ve enflasyonist beklentileri kontrol edecek bir çapa olarak ya da daha fazla sayıda göstergenin hedeflenmesini içerecek şekilde düzenlenmelidir. Gelişmekte olan ülkelerde para politikasının enflasyon hedefleme stratejisine benzer bir biçimde yürütülmesi bir seçenek olarak değerlendirilebilir, ancak bu seçenek mevcut sorunların maliye politikasıyla ilgili köklerinin ortadan kaldırılmasıyla ve enflasyon oranının yönlendirilebilir düzeye çekilmesinden sonra söz konusu olabilir. Ard arda birkaç yıl yüzde 15-25 ve üzerinde enflasyon yaşamış bir ekonomide enflasyonu düşürmek için sadece para politikasına güvenmenin mümkün olmadığı savunulmaktadır. Öte yandan, enflasyon hedeflemesine güvenin başlangıçta sağlanıp bu şekilde devam ettirilebilmesi için enflasyon hedeflemesine geçişteki oranların –başarılı olmuş gelişme ülke deneyimlerine de bakılarak- yüzde 10 düzeyinin altında olması gerektiği savunulmaktadır (Masson; Savastano; Sharma, 1998).

Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının bağımsızlığı üzerine yapılmış çalışmalar, bu ülkelerde para otoritelerinin gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının karşılaştıklarına oranla daha radikal olarak çok daha farklı bir ortamla karşı karşıya olduklarını ortaya koymuştur. Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankaları bağımsız bir para politikasını yürütürken üç temel faktörün sınırlayıcı ve engelleyici etkisi altındadır. Bunlar; hükümetlerin büyük çapta senyoraj gelirine dayanmaları, sık finansal piyasalar ve narin bankacılık sistemidir.

3.1.1.1. Senyoraj Gelirine Bağımlılık

Parasal yetkiyi yegane yasal otorite olarak elinde bulunduran hükümetin piyasaya sürdüğü yeni paraların kendisine yarattığı cari satın alma gücüyle, kendi lehine piyasadan mal ve hizmet alımı her zaman söz konusu olabilmekte ve bu olgu, “senyoraj” kavramı adı altında bir gelirin de sağlanması olanağını tanımaktadır.

Özellikle kronik yüksek enflasyon dönemlerinde kamunun elindeki parasal nakitlerini bu döneme özgü bilgilere dayanarak ekonomize etmeye olan eğilimi gelir politikası olarak bu sürecin kullanımının özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere özgü olabileceğini ortaya koymaktadır. Senyoraj, bütçe içeriğini bütünleyebilmek için senyoraj seviyesiyle belirlenen ayarlamalar yönünden ekonomik araçlar ile merkez bankası arasındaki etkileşimin bir görüntüsüdür.

İç piyasalardan yoğun olarak borçlanmak zorunda kalan hükümetler merkez bankasına bağımsızlık vermeyerek bu kaynağı da kullanmaya yönelik politika izlerler. Ekonomide beklenmeyen şokların hükümetin harcama ve gelirlerini daha yüksek oranda etkileme gücü olan hükümetler, senyoraj gelirlerine ulaşabilmek için merkez bankası bağımsızlığına yatkın değillerdir. Öte yandan, ücret yapısının şartlara kolay uyum sağlayamayan bir yapıda olduğu bir ekonomide istihdam ve üretim nominal şoklar karşısında daha fazla etkilenir. Bunun yanında, bu tür esnekliği düşük bir ekonomide istihdamın kısa sürede artmasını sağlamak amacıyla hükümet para politikasını bizzat elinde tutmak eğilimindedir. Görüldüğü gibi, senyoraj gelirin güvenmek maliye politikasına bağımlılığın göstergelerinden birisidir.

Senyoraj, özellikle merkez bankasından borçlanma konusunda sınırlayıcı kuralları olmayan ülkelerde daha rahat uygulanabilmektedir. Bu etken, enflasyonist olmayı önemli oranda belirlerken bundan elde edilecek gelir, halkın para tutma eğiliminin yüksek olduğu oranda artmaktadır. Bununla birlikte, yüksek enflasyon ortamında toplum paradan kaçma eğilimine girdiği için bu politikadan elde edilebilecek avantaj da o oranda azalmaktadır. Senyoraj gelirlerinin elde edilmesinde yerli para biriminin kullanımının yükselen enflasyon oranı ile birlikte terkedilerek yabancı bir ülke parasına doğru yönelme ve artan enflasyon oranı ile aynı oranda artan enflasyon vergisi oranlarından kaçma, “dolarizasyon” süreci olarak bilinir. Dolayısıyla, kamuoyu kendini yabancı paraya endeksleyeceği için senyoraj gelirin güvenmenin uzun vadede hedefine ulaştığını söylemek güçtür (Cukierman; Sebastian; Guido, 1992; 547).

3.1.1.2. Sığ Finansal Piyasalar

Gelişmekte olan ülkelerin finans piyasaları yeterince gelişmiş değildir ve etkinlikleri oldukça zayıftır. Bu piyasalardan ekonomiye kaynak yaratma olanağı büyük ölçüde sınırlıdır. Mali piyasaları yeteri kadar derin olmayan, vergi sisteminde sorunlar olan ve bu şekilde iç borç stoku yükselmiş ülkelerin hükümetleri, faiz ödemelerinin yükünü hafifletmek için faizlerdeki oynamalardan kaçınılmasını tercih etmektedirler. Bu nedenle, sıkı para politikasının faiz oranları üzerinde neden olacağı etkiler yüzünden, bu kapsamdaki ülke hükümetleri tercihlerini genişlemeci para politikası yönünde kullanma eğilimi içindedirler. Sonuçta bakıldığında, yapısal sorunların olduğu ülkelerin hükümetlerinin bu yoldan çıkış için başvurdukları araç, yapısal sorunların üzerine gidilmesi yerine, günün gereklerine uygun parasal politikalar uygulanmasıdır. Bu nedenle de bu tür ülkelerde enflasyon hükümetler için gerçekten maliyetli hale gelmedikçe, para politikası gibi önemli bir araç üzerindeki etkilerini kaybetmek, otoritenin bu kısmını merkez bankasıyla paylaşmak veya hedefler belirleyerek politika kurallarına uygun hareket etmek gibi amaçlar gerçekleştirilememektedir.

Mali sistemin gelişmişliği ile bağlantılı bir diğer husus, hükümetin borçlanma gereği ile ilgilidir; vergi sistemlerinde yapısal sorun olan, harcama gereksinimi yüksek olan hükümetler elastik olmayan bir fon arzıyla karşı karşıyadır. Bunun çaresi olarak piyasadaki devlet iç borçlanma senetleri talebinin esnekliğinin azaldığını hissederler. Bu şekilde, alternatif bir gelir aracı olarak senyorajı kullanmak durumunda kalma halinde daha rahat kullanabilecekleri bağımsız olmayan bir merkez bankasını tercih ederler. Buna yönelik politikanın sonuçları, aynı politikanın mali sistemi derin olan ülkelere uygulanmasına nazaran daha düşük maliyetli olmaktadır.

Sığ finansal piyasalar gelişmekte olan ülkelere maliye politikasına bağımlılığın göstergesidir. Kamu harcamalarının artma eğiliminde olması, devletin sosyal niteliklerinin biraz daha ön plana çıkması ve kamu kaynaklarının kısıtlılığı sebebiyle, vergiden vazgeçip borçlanma yoluyla finansmana başvuran iktidarlardan oluşan devletlerde kamu kesimi, büyük bir borç baskısı altındadır. Bütçe açıklarını

finanse etmek için finans piyasalarının müşterisi haline gelen devlet, aynı zamanda spekülâtif kazançların da sebebi olabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin finans piyasaları üzerindeki hükümet kontrolleri, sadece tavan belirlemekle kalmaz, devlet, ayrıca kurumları oluşturmak ve bunlarla ilgili düzenleme yapmak suretiyle, piyasalar üzerinde etkin müdahalede bulunur. Bu piyasalar devletin uyguladığı finansal baskı araçları (faiz tavanları, hazine bonusu, devlet tahvili satın alma zorunluluğu, düşük faizli kredi verme zorunluluğu, sektörel kredi politikaları, vb.) ile finansal sistemden gelir elde etmeye yönelik devlet politikalarının bir yan ürünüdür (Toprak, 1996; 115).

Merkez bankasının bağımsızlığı kararının siyasiler tarafından verilebilmesinin düşünölmeye başlanması için bazı yapısal şartların oluşmuş olması gerekmektedir. Bunlardan birisi de, mali piyasaların derinliği ile yakından ilişkilidir. Mali piyasaları yeterince gelişmiş ve aracılık faaliyetleri etkinleşmemiş bir ülkenin mali sistemde enflasyon oranlarının yüksekliği, değişkenliği ve buna ilişkin beklentilerin belirsizliği daha maliyetli sonuçlara neden olur. Çünkü, bu husustaki belirsizlik bir yandan sisteme girecek mali kaynakların akışında miktar yönünden belirsizliklere neden olurken, diğer yandan düşük aracılık maliyetleri ile çalışan mali sistemin maliyetlerini ve risk primini arttırarak rekabet kaybına da neden olur (Malatyalı, 1998; 51).

Enflasyon hedefleme politikalarına geçilebilmesi ve bunun sürdürülebilmesinin imkanı üzerinde bir karara varabilmek için, o ülke ile ilgili “mali baskınlık (fiscal dominance) ölçütü” incelenmelidir. Buna göre, kamu kesiminin baskısının ekonominin tümü üzerindeki yoğunluğunun derecesi anlamına gelen mali baskınlık ölçütü, aynı zamanda bir hedefe ulaşılmasında tek başına para politikasının ne derece etkili olabileceğinin de bir göstergesidir. Mali baskınlığın yanısıra mali piyasaların derinliği de, kamunun ihtiyacı olan fonların mali piyasalardan ne derece rahatlıkla temin edilebildiğini ve dolayısıyla faiz oranları üzerinde ne derece baskı yarattığının anlaşılması için bir başka ölçüttür.

Enflasyon hedeflemesinin başarıyla uygulanabilmesi için gerekli şartların Tablo 7 yardımıyla enflasyon hedeflemesi yapan ülkeler açısından incelenmesi

mümkündür. Buna göre, geniş tanımlı para arzının GSYİH'ya oranı alınarak değerlendirilen mali sistemin derinliği incelendiğinde ve bu oranlar Tablo 8'de görülen oranlarla karşılaştırıldığında, şu sonuçlara varılmaktadır: Enflasyon hedeflemesi politikalarını uygulayan ülkelerin mali derinliğe ilişkin ortalama rasyosu, Gelişmiş Ülkelerin ortalama rasyosunun üzerindedir. Söz konusu ülkelerin rasyoları, yüzde 45,2-100,9 değerleri arasında yer alırken, ortalamada Gelişmekte Olan Ülkelerin rasyolarının üzerindedir. Bununla beraber, mali baskınlık açısından bütçe açıklarının GSYİH'a oranları incelendiğinde, bu oranların yeterli bir karşılaştırma olanağı vermediği görülmektedir (Malatyalı, 1998; 54).

Tablo 7. Enflasyon Hedefleyen Ülkelerde Mali Derinlik ve Mali Baskınlık Rasyoları

	M2/GSYİH*	Bütçe Dengesi/GSYİH**
Kanada	61,4	-3,5
Yeni Zelanda	91,9	0,5
İngiltere	105,8	0,6
İsveç	42,9	0,3
Finlandiya	48,3	-2,5
İspanya	73,5	-1,2
Avustralya	70,5	0,3
İsrail	98,7	-1,3
Meksika	25,9	-1,4
Brezilya	31,2	-6,0
Şili	51,4	0,4

* M2/GSYİH oranı için Brezilya, Finlandiya, İspanya, Yeni Zelanda'da 1998, kalan ülkeler için 1999 yılı verileri alınmıştır.

** Kamu Açığı/GSYİH oranı için Brezilya'da 1994, Kanada'da 1995, Finlandiya, Avustralya'da 1997, İspanya, Şili, İsrail, Meksika, Yeni Zelanda, İngiltere'de 1998, kalan ülkelerde 1999 yılı verileri alınmıştır. Kaynak: International Financial Statistics, 2000, Year Book.

Tablo 8. Ülke Grupları İtibariyle Kriterler (1995)

	G.O.Ü. (1)	G.O.Ü. (2)	G.O.Ü. (3)	G.Ü.
M2/GSYİH	25,4	40,1	70,0	71,2
B.A. /GSYİH	-4,1	-1,8	-2,2	-2,6

G.O.Ü. (1): Çin ve Hindistan haricindeki düşük gelir ülkeleri

G.O.Ü. (2): Düşük orta gelir düzeyi ülkeleri,

G.O.Ü. (3): Yüksek orta gelir düzeyi ülkeleri,

G.Ü.: Gelişmiş Ülkeler

Kaynak: Malatyalı (1998), s.55

3.1.1.3. Narin Bankacılık Sistemi

Kırılgan bankacılık sistemleri uzun süredir devam eden mali baskı dönemlerinin en önemli sonucudur. Fakat gelişmekte olan ülkelerde mali sektör reformlarını takiben kırılgan bankacılık sistemleri para politikası uygulamaları üzerindeki bağımsız etkilerini beyan etmişlerdir. Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarının sağlanması ile bankacılık sektörünün karlılığı ve korunmasının aynı anda sağlanması çok nadiren gerçekleşmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde bankacılığın yapısı, büyük görelî fiyat değişmelerine ve güven kaybına karşı bankaları duyarlı yapmaktadır. Bankaların, borçluların kredi değerliliğini bildiklerinden başka herhangi birinden daha iyi bildikleri kabul edildiğinden kredileri donuktur. Bankalar tipik olarak kısa süreli borçlanırlar ve uzun süreli kredi verirler. Bankalar yüksek kaldıraçla (düşük sermaye) ve küçük (fractional) karşılık esaslı ile (yani, görelî olarak küçük miktarda nakit tutarak) çalışır. Mevduat başabaş değeri ile geri çekilebilir ve mevduat sahiplerine –yalnızca herkes fonlarını eş anlı olarak çekmeyi denemezse- derhal likiditeye ulaşabilecekleri konusunda söz verilmiştir. Oynaklık, banka varlıkları ile yükümlülüklerinin değerleri arasındaki ilişkiyi –banka sermayesi, spesifik kredi zarar karşılıkları ve mevduata karşı rezerv yükümlülükleri tarafından ex ante sağlanan korumanın ötesinde- ani bir biçimde değiştirirse bankalar özellikle duyarlı olabilirler. Gelişmekte olan piyasalarda oynaklık çeşitli kaynaklardan -hem dışsal hem içsel- doğabilir.

Dışsal kaynaklardan birisi, ticaret hadlerindeki görelî büyük dalgalanmalardır. Bankaların müşterileri aniden kendilerini ticaret hadlerinin keskin bir biçimde onlara karşı dönmesi durumunda bulursa, mevcut kredilerinin faizini ve anapara ödeme yeteneklerinden mahrum kalabilirler. Bankacılık krizi yaşamış gelişmekte olan ülkelerin yüzde 75'inin kriz öncesi ticaret hadlerinde en azından yüzde 10 (ortalama yüzde 17) düşüş ile karşılaştıkları görülmüştür. Ticaret hadlerindeki oynaklık, özellikle ihracat yoğunlaşması olan ülkeler için söz konusudur; görelî olarak düşük ihracat çeşitliliği olan ülkeler bankacılık krizlerine karşı daha duyarlıdır. Uluslararası faiz oranlarındaki oynaklık ve bunun özel sermaye akımları üzerinde neden olduğu etki bir diğer önemli

dışsal faktördür. Uluslararası faiz oranlarındaki dalgalanmalar yalnızca gelişen piyasalar için borçlanma maliyetini etkilemez, aynı zamanda gelişen piyasalarda yatırımın göreceli çekiciliğini değiştirir. Kambiyo kurları, dışsal oynaklık ölçüsünün üçüncüsüdür. Reel kambiyo kuru oynaklığı bankalar için doğrudan (banka varlık ve yükümlülükleri arasında para türü veya vade uyumsuzluğu olduğunda) veya dolaylı (kambiyo kuru oynaklığı banka borçluları için büyük zarar yarattığında) olarak güçlülere neden olabilir.

Ülke içi tarafında ise, hem büyüme hem de enflasyon oranları çoğunlukla büyük ölçüde oynaktır. Büyüme ve enflasyon geniş ölçekte dalgalandığında kredi riskini değerlendirmek güçtür. Bunun dışında, bankaların bir iş çevriminin yukarıya doğru giden aşamasında kredi vermedeki hesapsızlığı büyük ölçekli sermaye girişlerini yansıtır. Finansal sistemin aşırı ölçüde kısa süreli yönetimi, menkul kıymet piyasalarının görece olarak küçük desteği, bazı zamanlar yabancı para üzerinden ifade edilmiş borca yoğun bir biçimde dayanma ile uluslararası rezervlerin, faiz oranlarının ve kambiyo kurlarının görece olarak yüksek değişkenliğinin bankaların normal likidite/vade uyumsuzluklarını büyüttüğü bir ortamda banka pasifleri hızla genişler. Girilen risklerin güvenli bir biçimde yönetilmesi için denetleyici ve düzenleyici bir sistem yeterince güçlendirilmeden finansal serbestleşme uygulanmıştır. Finansal sektörde etkin kriz önleme ve yönetmede yardımcı olacak kambiyo kuru düzenlemeleri yoktur. Nihayet gelişen ülkelerde tipik ödemeler sistemini çalıştıran ve finansal varlıkların büyük kısmını ellerinde tutan bankalar devlet tahvillerinin başlıca alıcısıdırlar.

Ciddi bankacılık sorunları para politikasında güçlükler yaratır. Bu sorunlar, yalnız parasal araçlar ile para politikasının ara ve nihai hedefleri arasındaki normal ilişkiyi bozmaz, aynı zamanda genellikle para politikasının genel yapısını da tehlikeye düşürür. Örneğin, yabancı yatırımcıların güveninin kaybı veya enflasyonist baskılarda bir artış, para otoritelerinin krizi yönetmek amacıyla para politikasını sıkılaştırma konusunda kısıtlar (Goldstein-Turner, 1996). Bütün bunlar finansal liberizasyonun ilk aşamalarında para politikasının amaçlarının açık bir biçimde ortaya konması ve bir öncelik çerçevesinde yürütülmesi gerektiğini göstermektedir.

3.1.2. Genel Özellikler ve Güçlükler

Gelişmekte olan ülkelerde yukarıda ele alınan üç faktörün nispi önemine ilişkin olarak gerçekleştirilen istatistikî bir analizde bazı önemli bulgular elde edilmektedir. Bu bulguların özeti Tablo 9'da verilmektedir.

Tablonun incelenmesinden görülebileceği gibi, senyoraj gelirine bağımlılık geliştirmekte olan ülkelerde, sanayileşmiş ülkelere göre, çok daha yüksektir. Gelişmekte olan ülkelerde senyorajdan elde edilen yıllık gelir ortalama olarak bölgelere göre GSMH'nın yüzde 1,4 ile 3,4'üne ulaşmaktadır. Oysa gelişmiş ülkelerde bu kaynaktan elde edilen yıllık gelirin son 10 yıldaki ortalaması yüzde 1'in altında kalmıştır.

Tabloya göre, mali açık ortalaması, enflasyon ve senyoraj gelirleri arasındaki ilişki hem bölge hem de ülke grupları itibariyle büyük farklılık içermektedir. Örneğin, mali açık ortalaması 1980-95 döneminde Asya ve Latin Amerika için benzer sonuçlar ortaya koyarken, enflasyon ve senyoraj gelirleri ortalaması şaşırtıcı ölçüde farklıdır. Ülkenin GSMH'nın yüzdesi olarak ölçülen mali açığın ortalama büyüklüğü Afrika genelinde Latin Amerika ortalamasının iki kat üzerindedir. Ancak, Afrika ülkelerinin ortalama enflasyon oranı ve senyoraj gelirleri ortalaması Latin Amerika'ya göre çok daha düşüktür.

1990'lı yıllarda enflasyon hedeflemesi uygulayan yedi sanayileşmiş ülkedeki, ortalama anlamdaki senyoraj bağımlılığı tüm gelişmiş ülkeler için hesaplanan ortalama orana oldukça yakındır. Ancak bu oranın ABD'de ve Almanya'daki orandan düşük olduğunu da belirtmek gerekir. Bu durum söz konusu iki gelişmiş ülkenin neden enflasyon hedeflemesi stratejisine gerek duymadığı sorusunun cevabını da vermektedir.

Bir diğer belirtilmesi gereken de şudur; son zamanlarda Endonezya, İsrail, Güney Kore, Meksika ve Güney Afrika gibi orta gelir grubunda bulunan geliştirmekte olan ülkelerin senyoraj gelirine dayanmaları ve enflasyon konusundaki performansları, enflasyon hedeflemesi uygulamasına giden yedi sanayileşmiş ülkenin bu uygulama öncesi dönem ortalamasından çok farklılık göstermemektedir. Bu nedenle, geliştirmekte

olan ülkeler ile pazar ekonomisine geçen Doğu Avrupa ülkelerinin büyük bir bölümünde senyorej gelirlerinden yararlanılmasına devam edilmesi ve zayıf bir finansal altyapının varlığı, bağımsız para politikasını uygulamaya fırsat bırakmamıştır

Tablo 9. Seçilmiş Ülkelere İlişkin Senyorej, Enflasyon ve Kamu Dengesi Durumu¹

	Senyorej ²			TÜFE Enflasyonu			Kamu Kesimi Dengesi ³		
	1980-1991	1992-1995	1980-1995	1980-1991	1992-1995	1980-1995	1980-1991	1992-1995	1980-1995
Gelişmiş Ülk. (21)⁴	0,75	0,32	0,64	7,2	3,3	6,2	-3,8	-4,7	-4,0
ABD	0,35	0,44	0,37	5,4	2,8	4,8	-3,5	-3,3	-3,4
Almanya	0,48	0,30	0,44	2,9	3,5	3,1	-2,4	-1,6	-2,2
Japonya	0,63	0,32	0,55	2,6	0,9	2,2	-3,1	-3,0	-3,1
<i>Enflasyon</i>	0,59	0,54	0,58	8,0	2,7	6,7	-2,4	-5,7	-3,2
Hedefleyen Ülk. (7)									
Geliş.Ol.Ülk. (19)	1,42	1,31	1,41	19,6	22,2	20,2	-5,2	-4,7	-5,1
Afrika	0,78	0,37	0,68	14,7	10,3	13,6	-3,9	-6,5	-4,6
Asya (13)	1,53	2,04	1,79	7,6	7,1	7,5	-3,2	-1,3	-2,7
Çin	3,54	7,75	6,52	6,5	16,1	8,9	-1,8	-1,9	1,8
Çin hariç Asya (12)	1,34	1,57	1,39	7,8	6,5	7,5	-3,3	-1,2	-2,8
Hindistan	2,09	2,23	2,12	9,5	9,6	9,5	-8,1	-6,2	-7,6
Endonezya	0,80	1,00	0,85	9,5	8,8	9,3	-0,7	-0,3	-0,6
Kore	0,79	1,12	0,87	8,5	5,4	7,7	-1,2	0,1	-0,9
Malezya	1,42	3,63	1,97	3,5	3,9	3,6	-6,3	0,8	-4,5
Filipinler	1,40	1,39	1,40	15,0	8,4	13,3	-3,0	-1,5	-2,6
Singapur	1,57	1,22	1,48	2,9	2,3	2,8	5,2	13,1	7,2
Tayvan	2,80	1,41	2,45	4,5	3,8	4,3	0,0	-1,9	-0,5
Tayland	0,94	1,39	1,05	5,8	4,6	5,5	-1,2	2,3	-0,3
Doğu Avrupa									
Macaristan	0,42	4,12	2,52	12,7	23,1	15,3	-1,3	-6,1	-2,5
Polonya	7,01	2,23	5,81	99,5	34,6	83,3	-2,3	-3,9	-2,7
Latin Amerika ve Karayip (15)	3,22	2,37	3,00	251,4	110,1	216,1	-3,3	-0,8	-2,6
Arjantin	4,58	0,91	3,66	678,5	10,8	511,6	-5,2	0,1	-3,9
Brezilya	4,35	7,46	5,13	535,9	1319,6	731,8	-0,7	-0,3	-0,6
Şili	1,70	1,53	1,66	21,8	11,9	19,3	0,9	2,8	1,4
Kolombiya	2,20	1,97	2,15	24,5	23,3	24,2	-2,3	-0,5	-1,9
Meksika	3,72	0,69	2,96	61,7	16,8	50,5	-6,8	0,1	-5,1
Ortadoğu ve Avrupa (9)	2,37	1,60	2,18	22,9	13,8	20,5	-7,2	-4,3	-6,4
Mısır	6,53	3,02	5,66	17,9	12,7	16,6	-16,9	-2,8	-13,4
İsrail	1,92	0,53	1,57	111,1	11,3	86,1	-10,8	-3,2	-8,9
Türkiye	2,98	3,14	3,02	53,3	84,0	60,9	-3,3	-4,7	-3,6

1. Yüzde olarak

2. Parasal tabandaki değişimin GSMH'ya oranı anlamında

3. GSMH'ya oranı

4. Parantez içindeki rakamlar ülke sayısını göstermektedir.

Kaynak: Masson; Savastano; Sharma, (1998).

Bu değerlendirmeler altında gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi politikasının uygulanması ile ilgili karşılaşılabilecek güçlükler ve önem arz eden temel hususlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmında mali üstünlük ve zayıf mali altyapı bağımsız bir para politikasının uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Bu ülkelerin çoğunda merkez bankasının araç bağımsızlığının sağlanması, vergi gelirlerini artıran ve senyoraj gelirlerine olan bağımlılığı azaltan geniş tabanlı bir kamu kesimi reformu ile bankacılık ve mali sistemin yeniden yapılandırılması gerekmektedir.

Gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarının sağlanması para politikasının giderek önem kazanan bir hedefi haline gelirken, gelişmekte olan ülkelerde henüz bu konuda bir görüş birliği oluşmamıştır. nk bu ülkelerde büyüme ve istihdam yaratma, uluslararası ticarete rekabet edebilme gücü ve mali piyasalarda istikrarın sağlanması gibi çeşitli hedef ve koşulların gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu durum devletin ve merkez bankasının fiyat istikrarını para politikasının tek amacı olarak belirlenmesi yönünde ortak bir karara ulaşmalarını güçleştirmektedir.

Mali piyasaları iyi işleyen, enflasyonu çok yüksek olmayan, mali üstünlük lct fazla olmayan gelişmekte olan ülkelerde dahi bağımsız bir para politikasının uygulanabilmesi, döviz kuru rejimine ve sermayenin hareketliliğine bağlıdır. Örneğin kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğun olduğu koşullarda sabit döviz kuru uygulaması enflasyon hedeflemesinin başarısız olmasına neden olurken, hareketli döviz kuru uygulaması enflasyon hedefleriyle elişmese bile parasal yetki uygulamalarının kamuoyu tarafından Şeffaf olarak izlenememesine yol açabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi ve para politikasının etkilerinin değerlendirilmesi ile ilgili genel kabul görmüş analitik bir çerçevenin olmaması, gelişmekte olan ülkelerde para politikasının uygulanmasını güçleştirmektedir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması enflasyon hedefi seviyesi ve enflasyon göstergesi olacak endeksin seçimine ilişkin sorunları gündeme getirmektedir. nk, gelişmekte olan ülkeler enflasyon ve fiyat endeksini etkileyen çeşitli arz Şoklarıyla karşılaşabilmektedir.

Gelişmekte olan çoğu ülkede idari ya da kontrollü fiyatlar fiyat endekslerinin en önemli bileşenleri olup, enflasyonun kısa dönemli yönünün belirlenmesinde etkili olmaktadır. Bu durumda iyi bir enflasyon tahmini, bu fiyatlarda görülen değişimlerin zamanı ve ne ölçüde değişim gösterdiğini göz önünde bulundurmalıdır. Gelişmekte olan ülkelerde bu durum fiyatların büyük oranda piyasa tarafından belirlendiği gelişmiş ülkelere oranla gelişmekte olan ülkelerde para ve mali otoriteleri arasında sıkı bir işbirliğinin olmasını gerektirmektedir.

Gelişmekte olan çoğu ülkede, optimum enflasyon oranı hakkında bir görüş birliği bulunmamaktadır. Sonuç olarak, enflasyon hedefiyle ilgili yapılacak her tercih "keyfi" olarak nitelendirilebilir. Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedefinin gelişmiş ülkeler için kabul edilebilecek orandan daha yüksek bir aralık için belirlenmesi gerektiği düşünülmektedir.

Gelişmekte olan çoğu ülkede enflasyon oranı hala çok yüksek seviyelerde olup, genelde açık ya da zımni olarak geriye yönelik endeksleme yapılmaktadır. Sonuç olarak enflasyonun hedeflemesi politikasını seçen merkez bankalarının güvenilirliği ve hesapverebilirliği belirlenen enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilememesi durumunda zarar görebilmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin en önemli koşullarından birisi enflasyon dışında başka bir hedefin belirlenmemesidir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde yabancı para cinsinden aktif ve pasiflerin oranının büyük olmasına bağlı olarak merkez bankası döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı çok dayanıklı değildir. Özellikle ulusal parası dolara endekslenmiş ülkelerde, döviz kuru şoklarına karşı ihtiyatlı düzenlemeler bulunmadığı sürece enflasyon hedeflemesi politikasının uygulanması mümkün görülmemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru dışında nominal ücret ve kamu fiyatları para politikası çıpası olarak görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için para aktarma mekanizmasının çok iyi anlaşılması gerekmektedir. Fakat bu tür bir mekanizma çoğu ülkede ya hiç mevcut değildir ya da istikrarsız bir şekilde işlemektedir. Bu

istikrarsızlık ile tutarlı ve doğru verilerin olmayışı nedeniyle para politikasının etkilerinin belirlenmesi ve enflasyonun tahmin edilmesi güç olmaktadır.

Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde parasal ortam mali liberilizasyondan ve sermaye hareketlerinden kaynaklanan yapısal sorunlarla karşılaşmaktadır. Enflasyon hedeflemesi politikasıyla geriye dönük endekslemeden ileriye dönük endekslemeye geçilmesi ve piyasa yapısındaki değişiklikler nedeniyle aslında bu politikanın kendisinin yapısal bir sorun oluşturduğu düşünülmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler arasında halen enflasyon hedeflemesi politikasını uygulamaya geçirmiş ülkeler bulunmaktadır. Ancak söz konusu ülkelerde enflasyon hedeflemesi politikası enflasyon makul seviyelere indirildikten, ihtiyatlı düzenleme ve gözetim güçlendirildikten ve yapısal reformlar gerçekleştirildikten sonra uygulamaya geçirilmiştir (Masson; Savastano; Sharma, 1998; 36,37).

3.2. Gelişmekte Olan Ülke Uygulamaları

3.2.1. İsrail

İsrail'in enflasyon hedeflemesi politikasına geçişi, özünde, bir hareketli kur sisteminin tamamlayıcısı biçimindedir. Bugün uygulanan politikanın temeli, Temmuz 1985 döneminde uygulanmaya başlanan anti-enflasyonist politikaların belli bir oranda başarılı olmasına karşı, nihai hedefe ulaşmada, serbestleşen sermaye hareketlerinin de etkisiyle, yeni bir çıkış noktası aramanın bir sonucu olarak kabul edilebilir.

İsrail'de enflasyon hedeflemesi, pozitif eğime sahip hareketli kur (upward crawling peg) bantlarının belirlenmesi esnasında kamuoyuna bunu tamamlayıcı biçimde enflasyon hedeflerinin ilan edilmesi yöntemine dayanmaktadır. Detayları aşağıda verilen bu sistem, gerçek enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer ülkelerde uygulandığı şekilde fiyat istikrarını nihai hedef olarak alma pratiğinden farklı olmak üzere, enflasyonist bir ortamda hareketli döviz kuru rejimini sürdürebilmek için enflasyon oranının da hedef seti içinde yer aldığı bir politika seti olarak tanımlanabilir. Bununla

beraber, enflasyon hedeflerinin açıkça ilan edilerek para politikasının bu yönde sürdürülmesini enflasyon hedeflemesi uygulamasının temel kriteri olarak kabul edilmesi fikrinden hareket edildiğinde, İsrail'in enflasyon hedeflemesi yapan ülkeler listesinde yer almasını savunmak mümkündür.

3.2.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

İsrail'de enflasyon hedefinin belirlenmesi fiyatın önemli bir belirleyicisi olan kurun hedeflenen düzeyde tutulmasını sağlamaya yönelik olmuştur. 1991 yılından itibaren kur hedefi, belirlenen enflasyon hedefi ile İsrail'in ticaret yaptığı ülkelerdeki beklenen enflasyona bağlı olarak belirlenmeye çalışılmıştır. Bu politika çerçevesinde, reel kur da 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 şokları sisteme dahil etmek üzere hedeflenen değişkenlerin bir değer değil de belirlenen aralıklarda dalgalanması öngörülmüştür.

İsrail'de ilk enflasyon hedefi Aralık 1991'de, 1992 yılı için ilan edilmiştir. Buna göre, enflasyon hedefi 1987-1991 arasında yüzde 18,5 düzeyinde gerçekleşen ortalama enflasyon oranları (Tablo 10.a ve Tablo 10.b) referans alınarak bu oranların bir miktar altında, yüzde 14-15 olarak, belirlenmiştir. Aynı dönemde enflasyon hedefine ek olarak kur bandının pozitif eğimi için yüzde 19 düzeyinde bir hedef ilan edilmiştir.

İsrail'de belirlenen enflasyon hedefini gerçekleştirmek için faiz için de hedeflenen kur ve dış dünya faiz oranlarına bağlı olarak bir hedef aralığı belirlenmesi öngörülmüştür. İsrail'de para talebi istikrarlı bir yapı gösterdiği için parasal büyüklükler ara hedef olarak para politikasına dahil edilmiştir. 1992 yılı için TÜFE'deki değişimin yüzde 8-11 aralığında hedefine ek olarak kurun hedeflenen aralıkta dalgalanması ile parasal değişkenlerin ara hedef olarak belirlenmesi para politikasının özünü oluşturmuştur. Aralık ayından itibaren uygulanan enflasyon hedeflemesinin amacı, döviz kuru hedeflerine yardımcı olmak olmuştur.

Tablo 10.a. Ekonomik Göstergeler – İsrail

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Döviz Kuru	0,108	0,639	1,500	1,487	1,539	1,685	1,963
Haz. Bon. Faiz Or. (%)	..	217,3	210,1	19,9	20,0	16,0	12,9
Rezervler (Milyar Dolar)	3,7	3,1	3,7	4,7	5,9	4,0	5,3
TÜFE Enf. (%)	145,6	373,8	304,6	48,1	19,8	16,3	20,2
Cari Açık (Milyar Dolar)	-2,1	-1,4	1,2	1,5	-1,1	-0,4	0,6
GSYİH Büy. (%)	2,6	2,1	4,0	4,1	6,1	3,1	1,3
BA/GSYİH (%)	-26,7	-19,0	-3,4	0,8	-3,5	-8,3	-4,3
Gen. Para Arzı (% Değ.)	207,7	509,8	168,5	20,8	27,2	22,2	21,1
U	n.a.	n.a.	6,7	7,1	6,1	6,4	8,9

Döviz Kuru: 1 DOLAR = Yeni Şekel; Rezervler: Altın Hariç Uluslararası Rezervler
 BA/GSYİH : Bütçe Açığı Oranı; U: İşsizlik Oranı; n.a.: Veri Bulunamadı
 Kaynak: Malatyalı (1998), s. 40

Zaman içinde bir yandan döviz kuruna ilişkin hedeflerin tutturulabilmesi için hedeflenen enflasyon düzeylerinin tutturulmasının önemi ortaya çıkarken, diğer yandan da, enflasyon hedeflerinin tutturulmasında problemler ortaya çıktığında Hükümet, bu politikanın uygulanmasına daha hassas yaklaşılmaya başlamıştır. Bu şekilde 1994 Eylül ayında Bakanlar Kurulu toplantısıyla belirlenen ve ilk kez bir bant olarak ifade edilen 1995 yılı enflasyon hedefleri Hükümetin de desteğini alan ilk hedefler olmuştur. Bu hedeflerin tutturulabilmesi için alınan bir dizi önlem olmasına karşın hedeflere ilişkin politikaların uygulanmasına yönelik bir kurumsal yapılanmaya gidilmemiştir. Bu şekilde, Hazine-Merkez Bankası ilişkileri ya da Merkez Bankasının görevlerinin yeniden tanımlanmasına ilişkin yeni bir düzenleme söz konusu olmamıştır. Bu nedenle de İsrail Merkez Bankasının görevleri arasında birbiriyle çelişen hususlar yer almaktadır.

Enflasyon hedefleme politikalarına ilişkin ilk yıl uygulamaları başarılı olmuştur. 1991 sonunda yüzde 19 olan TÜFE enflasyon oranı 1992 yılında hedefin altında bir oran olan yüzde 11,9 düzeyinde gerçekleşmiştir. Uygulamanın ilk yılında kazanılan başarının nedenleri içinde, bu yıl bütçe açığının GSYİH'ya oranının yüzde 6,8'den yüzde 4,3 düzeyine gerilemesi (Tablo 10.b), ithalat fiyatlarında düşüş olurken dış ticaretin serbestleştirilmesi sonucu yurtiçindeki fiyatların bundan olumlu

etkilenmesi, bu yıl içinde İsrail'in yaşadığı bir göç dalgası sonucu ücret maliyetlerinde düşüşlerin ekonomi üzerindeki etkileri yatmaktadır.

Tablo 10.b. Ekonomik Göstergeler – İsrail

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997*
Döviz Kuru	2,048	2,283	2,764	2,986	3,018	3,135	3,251	3,540
Haz. Bon. Faiz Or. (%)	15,1	14,5	11,8	10,5	11,8	14,4	15,6	13,5
Rezervler (Milyar Dolar)	6,3	6,3	5,1	6,4	6,8	8,1	11,4	18,0
TÜFE Enf. (%)	17,2	19,0	11,9	10,9	12,3	10,0	11,3	6,0
Cari Açık (Milyar Dolar)	-0,1	-1,0	-0,8	-2,1	-3,6	-5,3	-6,3	n.a.
GSYİH Büy. (%)	5,8	6,3	6,6	3,5	6,8	7,1	4,4	2,0
BA/GSYİH (%)	-5,3	-6,8	-4,3	-2,5	-3,1	-5,0	n.a.	n.a.
Gen. Para Arzı (% Değ.)	19,4	17,7	26,5	21,9	24,6	21,7	25,6	-
U	9,6	10,6	11,2	10,0	7,8	6,9	6,7	7,6

*1997 rakamları Temmuz ayı itibariyledir.

Döviz Kuru: 1 DOLAR = Yeni Şekel; Rezervler: Altın Hariç Uluslararası Rezervler

BA/GSYİH : Bütçe Açığı Oranı; U: İşsizlik Oranı; n.a.: Veri Bulunamadı

Kaynak: Malatyalı (1998), s. 41

1993 yılı için uygulanacak hedefler, 1992 Kasım ayında ilan edilmiştir. Buna göre enflasyon hedefi yüzde 10, döviz kuru artış hızı da yüzde 8 olarak belirlenmiştir. Bu şekilde, 1993 yılı içinde Bütçe Açığı/GSYİH oranı gerilemeye devam etmiş, parasal genişlemenin hızı düşmüş, işsizlik oranı düşüş trendine girmiş, buna karşılık GSYİH büyüme hızı düşmüş ve tüm bunların bir bileşkesi olarak enflasyon oranı gerileyerek yüzde 10,9 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon oranında görülen gerilemeye karşın, gerçekleşen oran bu yıl hedefi , az da olsa, aşmıştır. 1993'teki enflasyonist baskı yılın ikinci yarısından itibaren artmıştır. Bu gelişmede söz konusu yılın ikinci yarısında hız kazanan barış görüşmelerinin de önemli bir etkisi vardır; barış görüşmelerinin hız kazanması sonucu reel sektörde hızlanan aktivite, yükselen konut fiyatları ve artan iyimser beklentilerin etkisiyle likit varlıklara olan talep artmış ve dar tanımlı para arzındaki genişleme hız kazanmıştır. Bu gelişmelerin sonucunda enflasyonist beklentiler artmış ve bu da yılın sonunda enflasyon hedefinden sapma getirmiştir.

1994 yılının belirlenen enflasyon hedefi yüzde 8 ve kur artış oranı da yüzde 6 olarak belirlenmiştir. Bununla beraber, bu konuda önemli bir stratejik hata yapılarak 1994 yılı hedefleri oldukça erken bir dönemde 1993 yılının Temmuz ayında ilan

edilmiştir. Hedeflerin erken ilanından sonra gelişen enflasyonist baskılar 1994 yılı uygulama sonuçlarını da etkilemiş, buna karşın hedefleme politikalarına kamuoyunun inancını sarsacak bir etkiye sahip olabilecek 1994 hedeflerinin revizyonuna gidilmemiştir. 1994'te büyüme hızı sıçrama göstermiş, geniş tanımlı para arzı artmış, Bütçe Açığı/GSYİH oranı yükseliş trendine girmiş ve bunların sonucunda yılın ikinci yarısında enflasyonist beklentiler tırmanışa geçmiştir. Bunun üzerine yılın son 5 ayında İsrail Merkez Bankası tarafından faizler 3 kez arttırılmak zorunda kalmıştır. Ekonomideki dengelerin bozulması sonucunda enflasyonist gelişmeleri görüşmek ve 1995 hedeflerini tespit etmek üzere 3 Bakanlar Kurulu toplantısı gerçekleştirilmiştir.

1995 yılı için ilk kez Bakanlar Kurulu toplantıları ile tespit edilen hedef enflasyon yine ilk kez yüzde 8-11 gibi bir bant olarak belirlenmiştir. Bu noktada hedeflerin 1 yılı aşkın bir vade için tespit edilmesi görüşleri rağbet görmeyerek tespitlerin yıllık olarak yapılmasına devam edilmesi kararlaştırılmıştır. 1995 yılı için tespit edilen oranların belirlendiği Bakanlar Kurulu toplantılarında bir diğer gelişme de enflasyonla mücadele amacıyla, belirlenen hedeflere ulaşılmasında başarı sağlanabilmesi için, bir dizi karar alınması olmuştur. Buna göre, konut üretimini hızlandırarak konut piyasasından kaynaklanan enflasyonist baskıyı ortadan kaldırmak, ithalatın kolaylaştırılması için gerekli tedbirleri almak, yurtiçi üretimde bir sıkışma olması halinde tarımsal ürün ithalatını serbest bırakmak ve enflasyon hedefinin sapmasına neden olabilecek ücret ve faiz dışında kalan bütçe harcamalarına tavan getirmek alınan kararların önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. 1995 yılı içinde ekonomi canlılığını korumuş, Bütçe Açığı/GSYİH oranı artış trendini sürdürmüş, işsizlik azalmaya devam etmiş, buna mukabil alınan kararların uygulanmasıyla cari açık artmış ve enflasyon oranı hedef bandının içinde kalmıştır.

1997 enflasyon hedefi, yüzde 7-10 olarak belirlenmiştir. Bu yıl içinde ekonomik aktivitede bir yavaşlama görülürken genişletici maliye politikası uygulanmış, buna mukabil para politikası sıkılaştırılabilmesi amacıyla faiz oranlarında artışlara gidilmiştir. Bunlara karşı enflasyon oranı, hedeflenen bandın üzerinde kalmıştır. 1997 yılı için belirlenen hedefler aynı iken bu yılın bütçesinin daraltıcı bir bütçe olmasından dolayı düşen toplam talep ekonomideki yavaşlamanın sürmesine neden olmuştur. Bu

yılın ikinci üç aylık dönemi itibariyle, beklenen enflasyon oranları hedef bantlarının içinde kalırken aynı dönem itibariyle gerçekleşen yıllık enflasyon yüzde 11,3 oranıyla hedef bandı aşmıştır.

Enflasyon hedefinin tutturulması amacıyla para politikasının aşırı genişlemesinin önüne geçilmesi için faiz oranlarının artmasının bir sonucu olarak İsrail'e 1994 yılından itibaren kısa vadeli sermaye girişi artmıştır. Bu durum bir yandan İsrail Merkez Bankasının uluslar arası rezervlerini arttırırken diğer taraftan da döviz kuru hedeflerinin üzerinde kur artış oranını düşürme yönünde bir baskıya neden olmuştur. Bunun giderilebilmesi için Merkez Bankası piyasalardan döviz alma yoluna gitmiş fakat bunun para arzı üzerinde getireceği artış sonucu enflasyon hedeflerinin tutturulabilmesine ilişkin amaç çelişmeye başlayınca Haziran 1997'de alınan bir kararla, döviz kuruna ilişkin hedef bandının eğimi yüzde 6 olarak bırakılmasına karşın, bu bandın alt limiti yüzde 6'dan yüzde 4'e çekilmiş, üst limiti de yüzde 14'ten yüzde 28'e genişletilmiştir. Bu bandın üst limitinin Mayıs 1998'e kadar yüzde 30'a kadar çıkması karara bağlanırken, bu gelişmelerin İsrail'in mali sektör liberizasyonunun tamamlanması sürecinde Merkez Bankasına sermaye akımlarına karşı esneklik kazandırması amaçlanmıştır (Malatyalı, 1998; 43).

1998'in son çeyreğinde enflasyon oranındaki düşüş tüketici fiyatlarındaki artışla bozulmuştur. Bunda krizdeki yerli para depresyonu ve dünya finansal piyasalarındaki değişim ve temel olarak Rusya'daki finansal krizin etkisi olmuştur. Ancak, sıkı para politikası ve diğer önlemlerin yardımıyla bu fiyat artışları 1999'un başından itibaren tersine dönmüş, azalmaya başlamıştır. Böylelikle, 1999 enflasyon oranına ilişkin cari tahminler, resmi enflasyon hedefi yüzde 4'ün altında belirlenmesine karşın, yüzde 1,5'in altında kalmıştır.

İsrail Hükümeti 2000-2001 yılları için yüzde 3-4 enflasyon hedef aralığı belirlemiştir. Ekonomide para politikasına yön veren temel prensipler ve mal piyasaları gibi önemli temel özellikler tek rakamlı enflasyon oranına uyarlanmıştır. Ancak, daha önceleri çift rakamlı enflasyon içeren aktarım mekanizması hala mevcuttur (Leiderman; Bar-Or, 2000).

3.2.1.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme

İsrail’de uygulanan enflasyon hedeflemesi politikalarının gelişimine bakıldığında, bunda elde edilen sonuçların Yeni Zelanda ya da İngiltere örneğinde ulaşılan başarıları yansıtmadığı görülmektedir. Bu sonuçta İsrail’in diğer ülkelerin aksine fiyat istikrarını nihai ve tek hedef olarak para politikasını bu yönde uygulamaması önem taşımaktadır. İsrail, enflasyon hedeflemesi politikalarına, döviz kurunun belirlenmesi ve istikrarının sağlanması çerçevesinde önemli bir değişkenin hedeflenmesi şeklinde yaklaşmış ve bu bakış açısını, 1994 yılından itibaren enflasyon hedeflemesine daha güçlü bir destek vermesine rağmen, sürdürmüştür.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer ülkelerle İsrail’in koşulları arasındaki farklılıklardan biri, uzun süre çift haneli enflasyon rakamlarının geçerli olduğu bir ekonomide enflasyonun düşürülmesi için yalnızca para politikasının değil, aynı zamanda maliye politikalarının da kullanılması gerekliliğinden kaynaklanmaktadır. İsrail’in özel koşullarının, daraltıcı maliye politikalarını uzun süre sürdürebilmesine olanak sağlayıp sağlamadığı tartışılması gereken ayrı bir konu olabilir.

Enflasyon hedeflemesi yapan ülkelerden farklı olarak İsrail, liberizasyonun da bir sonucu olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinden önemli oranda etkilenen bir ekonomidir. Buna göre, Yeni Şekelin döviz sepetine karşı değerinin belli bir düzeyde tutulması hedefinin halen öncelikli olduğu görülmektedir. Oysa enflasyon hedeflemesi politikalarında başarı, bir hareketli döviz kuru politikası uygulansa dahi, bu uygulamanın enflasyon hedeflemesi politikalarıyla çatışması halinde enflasyon hedeflerine öncelik verilmesine bağlıdır (Malatyalı, 1998; 45).

3.2.2. Şili

Şili, 1990 sonrasında gelişmiş ülkelerle birlikte enflasyon hedeflemesi rejimine geçen gelişmekte olan ekonomilerden bir tanesidir. Şili’de para politikasının işleyişinin anlaşılması açısından finansal sistemin özelliklerine dikkat çekilmesinde yarar vardır. Diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında, Şili, daha liberal ve gelişmiş bir

finansal sisteme sahip bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden önce enflasyon makul bir düzeye çekilmiştir. Enflasyon hedefi ilk olarak 1990 yılında, Merkez Bankası'nın bağımsızlığının sağlanması yönünde yeni Kanunun yayımlanmasının ardından Eylül ayında ilan edilmiştir

3.2.2.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

Uzun bir yüksek enflasyon geçmişine sahip olan Şili'de 1990'dan itibaren bir dezenflasyon programı uygulanmaya başlanmıştır. Bu sürecin analizi 1990-1999 arası ve 2000 ve sonrası olmak üzere iki kısımda yapılabilir. İlk kısımda, döviz kurunun istikrarının sağlanması ve cari işlemler açığı konusundaki kaygılar Merkez Bankasını sürekli müdahale yapmaya itmiş, kur politikası olarak kayan bant rejimi uygulanmış, fakat bu bant içindeki sınırlar da değişken olmuştur. 1995'te Şili Pesosuna yapılan spekülasyon atağa Merkez Bankası başarıyla karşı koymuş, ancak 1997-1998 finansal krizleri Bankayı kur mekanizması konusunda daha sorumlu olmaya zorlamıştır. Bu kriz süreci reel ekonomi için olumsuz sonuçlar üretmiş, Şili 16 yıldan beri ilk kez resesyon yaşamış, işsizlik oranı iki katına çıkmış, enflasyon hedefleri yakalanamamış ve önemli ölçüde cari açık oluşmuştur. Tüm bu gelişmeler sonucunda yeni bir enflasyon hedeflemesi çerçevesi hazırlamak zorunda kalınmış ve Eylül 1999'da kayan bant kur sistemi kaldırılıp, esnek kur sistemine geçilmiştir. Bu şekilde, istisnai durumlar hariç, kur müdahaleleri ortadan kalmıştır. Kısa dönemde çekirdek enflasyon üzerinde yoğunlaşmış, yıllık bazda yüzde 2-4 simetrik aralığında bir TÜFE hedeflenmiş, operasyonel hedef ise yüzde 3 olmuştur (Morande; Hebbel, 1999).

Şili Merkez Bankası enflasyonu düşürmek için kademeli bir yol izlemiştir. Şöyle ki 1991 yılı için yüzde 20'nin üzerinde bir hedef belirlenmiş, bu hedef 1999 yılı sonunda yüzde 3,5'e düşürülmüştür. Merkez Bankası belirlediği hedefini gerçekleştirerek, enflasyon oranını 1990'lardaki yüzde 27.3'lük seviyesinden 1999'da 2,3'e çekmeyi başarmış ve programın güvenilirliğini de ispatlamıştır.

Şili'de başlangıçta enflasyon bandı olarak belirlenen hedefler, enflasyon yüzde 10'un altına düştükten sonra nokta hedefe dönüşmüş ve ancak Merkez Bankası

enformel hedefler ve tahminler yapmak konusunda bir deneyim kazandıktan sonra tam olarak enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmiştir. Kademeli olarak uygulanan enflasyon hedeflemesinin Şili ekonomisindeki olumsuz etkileri de böylece en aza indirgenmiştir.

3.2.2.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme

Şili'nin enflasyon hedeflemesi rejimi ile ilgili deneyimi oldukça başarılı sayılmaktadır. 1991-1997 yılında üretimdeki büyüme ortalama yüzde 8 civarında seyretmiştir. Sadece 1998 yılında üretimdeki büyüme yüzde 3.4'e, Asya ve Rusya Krizlerinin etkisiyle de 1999'un ilk yarısında da -2.9'a düşmüştür. 2000 yılında ise büyüme hızı yüzde 5.5-6 aralığında gerçekleşmiştir.

1998 yılında Şili Merkez Bankası gevşek bir para politikasının uygulanmasını istememiştir. Merkez Bankası döviz kurunun, ticaretle ilgili şokların olumsuz etkisinden kurtarmak için değer kaybetmesine göz yummuştur. Bunun yerine Şili Merkez Bankası faiz oranlarını artırmış, hatta döviz kuru bandı daraltılmıştır. Aslında sonradan bu kararların bir hata olduğu anlaşılmıştır. Enflasyon hedefi belirlenenin altında kalmış ve ekonomi 15 yıldan beri ilk kez durgunluk dönemine girmiştir. Bunun üzerine Merkez Bankasına yöneltilen eleştiriler artmıştır. Ancak 1999'da bu durum faiz oranlarının düşmesine ve ulusal para birimi pezonun değer kaybetmesine izin verilerek tersine dönmüştür. 2000 yılı için enflasyon oranının yüzde 3.8 olarak gerçekleşmiş, 2001 yılı enflasyon hedefi ise yüzde 2-4 aralığı olarak belirlenmiştir.

Hedeflerin kredibilitesinin para politikasına ve Merkez Bankasının topluma karşı sorumluluğuna dayandığı bağlamında şeffaflık ve sorumluluk kavramları öne çıkmıştır. Merkez Bankası toplantılarına ait kayıtlar, toplantı tarihinden 80 gün sonra yayınlanmış, Merkez Bankasının enflasyon ve büyümeye yönelik öngörülerini ilan eden para politikası raporları ise 4 ayda bir yayınlanmıştır. Yayınlanan para politikası raporlarından farklı başka hiçbir genel öngörü ve projeksiyon bulunmamaktadır. Tutarlı politikalar, güvenilir bir sorumluluk anlayışının varlığı ve şeffaflık anlayışı ile kamu ve

piyasaların bilgilendirilmesinin uygulanacak istikrar politikalarının başarıya ulaşması için şart olduğu görüşü benimsenmiştir.

3.2.3. Meksika

Meksika ekonomisinde 1990'ların başında yaşanan kırılganlıklar ve 1994'deki negatif şoklar ülkede ödemeler dengesi probleminin ve mali krizin oluşmasına neden olmuştur. Mali kriz üç boyutlu idi:

- Cari açığın büyük boyutlarda olması ve kısa dönemli sermaye girişleriyle finanse edilmesi,
- Hem kamu hem özel sektörün dış yükümlülüklerinin çok fazla olması,
- Mali krizle birlikte bankacılık krizinin meydana gelmesi.

1995 yılında bu üç sorunu çözmek üzere aşağıda belirtilen bir takım önlemler alınmıştır. Buna göre:

- Daraltıcı para ve maliye politikaları kullanılmıştır.
- Hükümet 52 milyar dolar tutarında uluslararası destek paketi imzalamıştır.
- Kamu otoritesi bankacılık sistemindeki sistemik krizleri azaltmak, ahlaki riski önlemek, mali sektörle ilgili düzenleme ve gözetimi güçlendirmek amacıyla bir seri program hazırlamıştır.

Meksika'nın krizden sonra istikrarı hemen sağlamasındaki en önemli etken uygun bir makro ekonomik programı uygulamaya koymuş olmasıdır. Özellikle mali otorite bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasındaki maliyetleri göz önünde bulundurarak ve mali kaynakları kullanarak sorunun çözümündeki kararlılığını göstermesi, temel amacı fiyat istikrarının sağlamak olan para politikasının serbestleşmesine olanak tanımıştır (Leon, 2000).

3.2.3.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

1995 yılında Meksika para birimi pezonun değer kaybetmesi ve yüksek enflasyon Meksika Merkez Bankasının güvenilirliğini zedelemiştir. Enflasyonun düşürmek amacıyla Merkez Bankası para tabanının büyümesine tavan getirerek bir hedef belirlemiştir. Ancak kısa zamanda bu basit para politikası programının enflasyonist beklentilerde, döviz kurunda ve enflasyonda istikrar sağlayamayacağı görülmüş ve aşağıda belirtilmiş nedenlerden dolayı da para politikası başarısızlığa uğramıştır.

- Kriz durumunda paranın dolaşım hızı çok istikrarsız bir hale gelmiştir.
- Para tabanının artışına konulan kural, pezonun ani değer kaybının enflasyonist beklentileri ve fiyat seviyesini etkilemesinin önüne geçilememiştir.
- Merkez bankası kısa dönemde para tabanını kontrol edememiştir.

Meksika otoriteleri bu nedenle sayısal hedefli para politikasını değiştirerek hem para tabanı hareketlerini etkileyen kuralları hem de faiz oranlarını etkileyen ihtiyari politikalar kullanmışlardır.

1996 yılında merkez bankasının uyguladığı para politikası üç unsurdan oluşmaktaydı:

1. Yıllık enflasyon hedefinin belirlenmesi,
2. Net uluslararası rezervler ve net iç varlıklarla ilgili sayısal hedefler belirlenmesi,
3. Merkez bankasının beklenmedik durumlara karşı para politikası üzerine ayarlaması için imkan tanınması.

Meksika kademeli bir enflasyon hedeflemesi rejimi benimsemiştir. 1996 yılında enflasyonun 1995 yılındaki yüzde 52 seviyelerinden, yüzde 20.5'e düşürülmesi hedeflenmiştir. Gerçekleşen enflasyon ise yüzde 27.7 olmuştur. Yani enflasyon hedefinde 7.2 puanlık bir sapma olmuştur. Bunun en önemli nedenleri ise, 1995 yılının

son aylarında meydana gelen devalüasyon, asgari ücretlerde yüzde 12 oranında artış olması (bu oran önceden belirlenen orandan 2 puan daha fazlaydı) tarımsal ürün fiyatlarında meydana gelen önemli artışlardır.

1997 yılında enflasyon oranı yüzde 15.7 ile hedeflenen yüzde 15 oranının çok az üzerinde gerçekleşmiştir. 1998 yılında Meksika ekonomisi iyi bir performans göstermiştir. 1998 yılında enflasyon yüzde 18.6 olarak gerçekleşmiştir. 1999 yılında enflasyon hedeflenen oran olan yüzde 13'ün de altında, yüzde 12.3 olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılı için ise enflasyon hedefi yüzde 10 olarak belirlenmiştir. 2001 enflasyon hedefi yüzde 65'tir. Meksika'da 1997 ve 1999 yılında hedeflenen enflasyonun aşağı yukarı hafif sapmalarla gerçekleştirilmesinde para tabanının da hedeflenmesi önemli rol oynamıştır (Alparslan; Ataman Erdönmez, 2000; 24).

Meksika'da enflasyonu oluşturan temel unsurların döviz kuru, maaş zamları ve Hükümetçe belirlenen doğalgaz ve petrol fiyatlarında meydana gelen gelişmeler olduğu dikkate alındığında, iç şoklar ile ülke riski ve petrol fiyatları olarak tanımlanan dış şokların bu üç faktörü etkileyerek, enflasyon ürettiği görülmüştür. Döviz kurunun hareketinin ağırlıklı olarak petrol fiyatları ve ülke riski gibi faktörlerden etkilendiğini, ülke riskinde iç faktörler kadar diğer gelişmekte olan ülkeler hakkında oluşan risk algılamasının da önemli rol oynadığını gösteren ekonometrik çalışmalar yapılmıştır. Daha önce yaşanan döviz kuru şoklarından dolayı, dış şokların direkt olarak enflasyon beklentilerini yükselttiğine dikkat edilerek, 1999'un ortasından itibaren döviz kurunun stabilize edilmesinin fiyat istikrarına olumlu katkı sağlayan bir faktör olduğu anlaşılmıştır. Geçmişte yaşanan şoklar ve yüksek enflasyon tecrübeleri çalışan kesimde maaş zamlarının yüksek olması yönünde beklentiler doğurmuş, maaş anlaşmaları şu şekilde çözümlenmiştir: Meksika'da maaş zamlarının belirlenmesine yönelik Hükümet, iş dünyası ve işçi sendikalarından oluşan bir Asgari Ücret Artış Komisyonunun uzlaşma yoluyla ulaştıkları oran Hükümete tavsiye niteliğinde sunulmuş ve genellikle de zam oranı bu oran veya buna yakın bir oran olmuştur. Ancak, son birkaç yılda enflasyonu belirleyen faktörler arasında asgari ücret artışlarının etkisi azalmaktadır. Bunun nedeni ise, asgari ücretli çalışan sayısının azalması, anlaşmalı çalışan sayısının artmasıdır. Hükümetçe kontrol edilen doğalgaz ve petrol gibi ürünlerin fiyat artış hızı zaman

içerisinde kademeli bir şekilde düşürülmüştür. Ancak buna rağmen bu mallar TÜFE'nin belirlenmesinde yüzde 16 oranında etkiye sahiptir.

3.2.3.2. Uygulama Sonuçları Ve Değerlendirme

Meksika'daki döviz kuru davranışlarına olan yoğun bağımlılık ile döviz kurunun yüksek değer kaybetme oranının enflasyona olan yüksek etkisi, enflasyonist sürecin gelişiminde kritik bir rol oynamıştır. Buna karşın, Merkez Bankası enflasyonun kontrolünde önemli kararlar almıştır. Orta vadeli parasal hedeflerin rolünü azaltan, Merkez Bankası ile ticari bankalar arasında uzlaşma sonucunda faiz oranlarının belirlendiği "corto" sistemi gibi ihtiyari bir tedbir uygulamalarının önemini arttıran Meksika Merkez Bankası, bu şekilde piyasalardaki enflasyon beklentilerini doğrudan etkilemeyi amaçlamıştır. Banka 2003'e kadar ulaşılması planlanan bir orta vadeli enflasyon hedefi ilan ettiğini ve hedeflerin yıllık olarak ilan edileceğini ve son olarak 3 ayda bir enflasyon raporu yayınlamaya başladığını açıklamıştır. Banka, petrol fiyatlarında artış, büyük global borsalarda yaşanacak krizler ve risk primini arttıracak herhangi bir iç faktörün ortaya çıkması gibi şoklara karşı da beklenmedik durum planları geliştirdiğini, bu şekilde kriz yönetimi konusunda kapasite ve yeteneklerini arttırmayı amaçladığını belirtmiştir.

3.2.4. Brezilya

1994'ten 1999'a kadar uygulanan Real Planı ile enflasyon yüzde 10'lara (1998 tüketici enflasyonu yüzde 1.7'dir) çekilmiş olduğu için Brezilya sabit kurdan esnek kura ve enflasyon hedeflemesine geçişte büyük sıkıntı yaşamamıştır. Bu sayede kriz sonrasındaki aylarda enflasyon oranlarındaki artışa rağmen 1999'da enflasyonunu yüzde 4'te tutmayı başarmıştır.

Brezilya'da 1994'te gevşek mali politikalar ve aşırı değerlenmiş para birimi spekülasyon ataklarına neden olmuş, 1998'deki Asya ve Rusya krizleri Brezilya ekonomisinde ciddi büyüklükte sarsıntılara neden olmuştur. 1997'de yüzde 3.6 olan büyüme hızı 1998'de yüzde 0.12'ye düşmüş, işsizlik oranı ise yüzde 5.7'den yüzde

7.6'ya yükselmiştir. Brezilya 1998 sonunda IMF ile bir anlaşma imzalamış ve 1999 Ocak ayının ortasında sabit ayarlanan kur sistemine son vererek esnek kur sistemine geçmiştir. Daha sonra, aynı yılın ilk altı ayı içerisinde faiz oranlarının kamu ve piyasalardaki beklentileri etkilemesi amacıyla, oranlar yüzde 39'dan yüzde 45'e yükseltilmiştir. Hedefler gerçekleşmeye başladıktan sonra beklentiler hızlı bir şekilde olumlu yönde değişmiş ve döviz kuru artış hızı keskin bir şekilde düşmüştür. Bu gelişmelere ek olarak, uygulanan sıkı maliye politikasıyla da enflasyon kontrol edilmeye başlanmıştır. 1999 Haziran ayında yayınlanan "Enflasyon Hedeflemesi Kararnamesi" ile para politikası alanında Brezilya Merkez Bankasına operasyonel bağımsızlık verilmiş, Banka esnek kur rejiminden başka nominal bir hedef koymamıştır. Hükümet ise mali hedeflere yoğunlaşmıştır (Erçel, 2000b).

3.2.4.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

Brezilya enflasyon hedeflemesi politikasına 1 Temmuz 1999'da geçmiştir. Brezilya Cumhurbaşkanı'nın 21 Temmuz 1999'da yayımlandığı 3088 Nolu Kararname şu hususları içermektedir.

- Merkez bankasına belirlenen hedefleri gerçekleştirmek için gerekli sorumluluk verilmiştir.
- Enflasyon hedeflemesi tüketici fiyat endeksindeki değişimlere dayanacaktır.
- Hedefler 2 yıllık dönemler itibariyle açıklanacaktır.
- Enflasyon hedefi için uygun olan fiyat endeksi, enflasyon hedefleri ve tolerans aralıkları maliye bakanı tarafından verilen teklifle Ulusal Para Konseyi tarafından seçilmektedir.
- Merkez bankası enflasyon hedeflemesi rejimi ile ilgili gelişmeleri içeren üç aylık raporlar yayımlayacaktır.

Ulusal Para Konseyi 30 Haziran 1999'da fiyat endeksinin tanımını enflasyon hedeflerini içeren bir önerge yayımlamıştır. Enflasyon hedefi 1999 yılı için yüzde 8,

2000 yılı için yüzde 6 ve 2001 yılı için yüzde 4 olarak belirlenmiştir. Tolerans aralığı ise her yıl için yüzde ± 2 olarak belirlenmiştir.

1999 ve 2001 yılları için enflasyon hedeflerinin azalarak tespit edilmesinin temelinde Brezilya'daki son enflasyon yapısı yatmaktadır. Enflasyonist süreç ile şoklardan kaynaklanan geçici enflasyon artışları arasında bir ayırım yapılmalıdır. Enflasyonist süreçte fiyat seviyesinde sürekli bir artış olurken, geçici enflasyon artışlarında bir kereye özgü artışlar meydana gelirken daha fazla yukarı yönlü bir hareket beklenmemektedir. Brezilya'nın durumu daha çok bu ikinci kategoriye girmektedir. 1999'un ortalarında başlayan devalüasyon bütün görece fiyatların değişmesine neden olan tam bir şoktu. Bundan önce Brezilya'da fiyat istikrarı vardı ve TÜFE 1998 yılında yüzde 1.7 olarak gerçekleşmişti. Brezilya'da enflasyonist bir süreç olmadığı için kademeli bir dezenflasyon süreci tavsiye edilmemektedir. Görece fiyatlarda ayarlama tamamlandıktan sonra TÜFE 1998'deki seviyesine düşmek durumundadır. Bu nedenle Brezilya'da azalan bir enflasyon hedefi yönteminin uygulanması mümkün görünmemektedir.

Brezilya'da enflasyon hedeflemesi ile ilgili yapılan uygulamalara ilişkin temel hususlar şöyle özetlenebilir:

- Brezilya'da enflasyon hedeflemesine geçildiği ilk dönemde güvenilirlik açısından TÜFE'nin seçilmesi uygun olmuştur.
- Kurumsal düzenleme ilgili diğer bir husus vazgeçme imkanının olmamasıdır. Belirlenen hedeflerin gerçekleşmemesi durumunda Merkez Bankası Başkanı Maliye Bakanlığına hedeflerin gerçekleşmemesinin altında yatan sebepleri açıklaması zorunluluğu getirilmiştir.
- TÜFE'nin kullanılması ve vazgeçme imkanının olmaması, hedefte ± 2 puanlık değişimin kabul edilmesine yol açmıştır.
- Brezilya'da enflasyon hedeflemesi rejimi ile ilgili son bir husus şeffaflıkla ilgilidir. Bu rejimin uygulanmaya başlanmasının ilk safhalarında kamuoyunun merkez bankasının kararlarını anlamaları, izlemeleri ve tahmin edilen ve gerçekleşen enflasyon arasındaki farklılıkları bilmeleri

için etkin bir iletişim ağı kurulmuştur. Enflasyon hedeflemesi rejimi ile ilgili gelişmeleri ve performansı içeren üç aylık bir “Enflasyon Raporu” yayımlanmaktadır.

3.2.4.2. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme

Brezilya enflasyon hedeflemesi rejiminde başarılı olmuştur, çünkü krizden önce enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi başarmış; rejim için gerekli altyapı hazırlanmış, özellikle şeffaflığa ve merkez bankasının hesap verebilirlik özelliğine büyük önem verilmiştir. Merkez Bankası kamuoyuna karşı sorumluluğu ve şeffaf iletişim prensibi çerçevesinde yapılan toplantıların detaylarını, toplantı tarihinden itibaren 8 gün sonra yayınlamış, bu durumun olumlu gelecek beklentilerin şekillendirilmesinde ve programın kredibilitésinin artmasında kritik bir rol oynadığı benimsenmiştir. (Nicias, 2000). Merkez Bankası küçük yapısal makroekonomik modellerin oluşturulması için para politikası aktarma mekanizmasının çeşitli kanallarını çalıştırmıştır. Bu çalışmalar, faiz oranı (politika aracı), döviz kuru, toplam talep, aktif fiyatları, beklentiler, kredi ve para büyüklükleri, ücretler ve refah unsurlarını içermektedir. Brezilya ekonomisinin makro ekonomik koşulları incelediğinde şu sonuçlara ulaşılmıştır:

- Faiz oranları dayanaklı tüketim mallarını ve yatırımları 3-6 ay arası bir dönem süresinde etkilemektedir. Ayrıca üretim açığının enflasyon üzerinde etki yapması için 3 aylık bir sürenin geçmesi gerekmektedir. Özetle, para politikası aktarım mekanizmasının toplam talep aracılığıyla tam olarak faaliyete geçmesi için 6-9 aylık bir süre almaktadır.
- Doğrudan bir kanalla nominal faiz oranlarındaki değişiklikler nominal kuru etkilemekte, daha sonra da enflasyonu etkilemektedir.
- Brezilyanın düşük kaldıraçlı kurumsal sektörü göz önüne alındığında, kredi mekanizmasının işlemediği ve enflasyon üzerinde faiz oranı aracılığı ile olan etkisi önemsizdir.

Son olarak enflasyon hedeflemesine geçildiği yıl olan 1999 ve 2000'in ilk üç aylık dönemindeki makroekonomik gelişmelerden bahsedilmesinin yararlı olduğu düşünülmektedir. Brezilya'da 1999 yılında meydana gelen makro ekonomik gelişmeler şöyle özetlenebilir:

- Brezilya parasında meydana gelen nominal değer kaybı yüzde 50 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum ekonomide büyük bir şok yaratmıştır.
- Negatif yönlü arz şokları (uluslararası petrol fiyatlarının ikiye katlanması) meydana gelmiştir.
- KİT fiyatlarında (elektrik, telefon, su, gaz, petrole dayalı fiyatları) büyük artışlar olmuştur.

Ancak bütün bu gelişmelere rağmen 1999 ekonomik performansın iyi olduğu söylenebilir. Şöyle ki:

- Seçilen fiyat endeksi -IPCA- yüzde 8,94'e ulaşmıştır.
- GSYİH 'deki büyüme yüzde 0,8 olarak gerçekleşmiştir.
- yılında 6,6 milyar dolar olan dış ticaret açığı 1,2 milyar dolara düşmüştür.
- Faiz oranları yüzde 19 seviyelerine düşmüştür.
- Faiz dışı fazla yüzde 3,1 olarak gerçekleşmiştir.

2000 yılında gerçekleştirilen makroekonomik performans ise şöyle özetlenebilir:

- GSYİH 2000 yılının ilk üç ayında ekonomi yüzde 3,84 oranında büyümüştür.
- Ocak-Eylül döneminde enflasyon yüzde 4,87 olarak gerçekleşmiştir.
- Faiz dışı fazla yüzde 3,25 olarak gerçekleşmiştir.
- Faiz oranları yüzde 16,5'e düşmüştür .

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi uygulamalarının özellikleri Tablo 11'de özet olarak verilmektedir.

Tablo 11. Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikası Uygulamaları

	Şili	Meksika	Brezilya
<i>Para Politikası Hedefleri</i>	Cari denge, enflasyon hedefi ve döviz kuru bandı	Fiyat istikrarının sağlanması, uluslararası rezervler, enflasyon hedeflemesi	Fiyat istikrarının sağlanması, enflasyon ve döviz kuru
<i>Para Politikalarının Değerlendirilmesi</i>	Merkez Bankası (MB) Yönetim Kurulunun düzenlediği haftalık toplantılarla	Düzenli olarak yapılan toplantılarla	Para Politikası Komitesinin düzenlediği toplantılarla
<i>Para Politikasının Kamuoyuna Duyurulması</i>	Yönetim Kurulu kararlarından önemli görülen hususlar duyurulmaktadır.	Haftalık ve aylık basın bültenleriyle duyurulmaktadır.	Aylık basın bültenleriyle duyurulmaktadır.
<i>Para Politikası Araçları</i>	1. Kısa dönem faiz oranları 2. Haftada iki kez MB kağıdının ihracı	1. Değişik vadelerdeki Hazine kağıtlarıyla APİ yapılması 2. Mart 95'den beri aylık hedefler	Kısa dönem faiz oranları
<i>Sayısal Hedefin Açıklanması</i>	Merkez Bankası Kanununun yürürlüğe girdiği tarih olan 1990'dan beri	1980'lerin ortasından beri	Temmuz 1999'dan beri
<i>Son Enflasyon Hedefi (2001)</i>	% 5,7	% 6,5	% 4
<i>Hedefin yerine Getirilmemesi durumunda yapılan yaptırımlar</i>	Resmi bir yaptırım yok. Politik maliyetleri ise küçük	Resmi bir yaptırım yok. Hedeften hafif sapmaların olması halinde Politik maliyetleri küçük	Resmi bir yaptırım yok. Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı hedefin gerçekleşmemesi nedenlerini açıklamak zorundadır.
<i>Hedefin gerçekleştirilmesi</i>	Hedeften sadece 1993 ve 1995'te hafif sapmalar olmuştur.	Görel olarak iyi.	1999 yılında hedeften hafif sapma olmuştur.
<i>Hedefin Gerçekleştirilememesinin Sebepleri</i>	Aktarma sürecinde gecikmeler ve arz şokları	Arz şokları (kamu sektörü fiyatları) ve kısa dönemli mali bunalım	Arz şokları ve KİT fiyatlarında büyük artış olması
<i>Enflasyon Raporu</i>	Para politikası raporu yayımlanmaktadır.	2000 yılından itibaren üç aylık enflasyon raporu yayımlanmaktadır.	1999'dan beri üç aylık enflasyon raporu yayınlıyor.

Kaynak: Masson; Savastano; Sharma (1998) ve Brezilya Merkez Bankası verilerinden yararlanılmıştır.

4. ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİNE YÖNELTİLEN ELEŞTİRİLER

Enflasyon hedeflemesini destekleyen teorik düşüncelere bakıldığında, enflasyon hedeflemesinin büyük çıktı değişkenliği maliyetlerine maruz kalmaksızın enflasyonu kontrol etmedeki başarısı bir kanıt olarak gösterilmektedir. Bu düşüncelere göre, enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarına ulaştığında, ülkelere ayrıca çıktı istikrarını sağlama ve uluslararası piyasalardaki çalkantılarla başa çıkmada da yardımcı olmaktadır. Ancak bu enflasyon hedeflemesinin başarısı için bu yeterli bir şarttır anlamına gelmez; diğer parasal rejimlerde olduğu kadar enflasyon hedeflemesinin de başarısı tutarlılık ve kredibiliteye bağlıdır. Hatalı ya da sorumsuz maliye, döviz kuru ve parasal politikalar herhangi bir parasal rejimi başarısızlığa mahkum edebilir ve enflasyon hedeflemesi de bu durumdan bir istisna değildir (Kumhoff, 2001). Enflasyon hedeflemesi merkez bankalarının karşılaşılabileceği bütün sorunları çözmüş görünmemektedir ve her derde deva olarak nitelendirilemez. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesi hala bir çok amaç için mantıklı bir para politikası stratejisidir ve enflasyon ya da deflasyon tarihi ile başa çıkacak uygun bir yaklaşım gibi görünmektedir (Gramlich, 2000). Aşağıda enflasyon hedeflemesi stratejisinin eleştiri konusu olan yönleri ele alınacaktır.

4.1. Çıktı Açığı-Enflasyon Değişkenliği Çelişkisinin Varlığı

Çıktı ve enflasyon değişkenliği çelişkisi ekonomi göreceli olarak düşük enflasyon ve tam istihdam civarında yönetildiği zaman özel bir ilgi konusu olabilir. Yüksek enflasyon maliyetleri veya işsizlik daha az önemli hale gelince, arzulanmayan şoklara karşı en iyi tepkinin nasıl verileceği sorusu daha önemli hale gelir. Bu şartlar altında enflasyon hedeflemesinin aşırı çıktı değişkenliğine yol açma olasılığını incelemek gereklidir. Bu, diğer yasal para politikası amaçlarına ağırlık vermediği ve bu yüzden arzu edilmeyen sonuçlara yol açabildiği için enflasyon hedeflemesine karşı eleştirilerden bir tanesi ile ilgilidir. Merkez bankasının, enflasyonu dar bir aralıkta tutmaya çalışması çıktıda dalgalanmalar maliyetine olacaktır. Yeni Zelanda'da 1997'de enflasyonun hedef aralığının üzerine çıkacağı korkusu yüzünden 1996 sonunda faiz oranlarının arttırılması aşırı sıkı para politikası ile sonuçlanmış ve belirlenen dar hedef

aralığı arzulanmayan çıktı dalgalanmalarına neden olmuştur. Ayrıca şu an enflasyon-çıktı çelişkisiyle nasıl başa çıkılacağını daha açık bir şekilde bilmeye ihtiyaç vardır.

Enflasyon hedeflemesinin geleneksel görünümüne uygun olarak fiyatların yapışkan olması, çıktı dengesinin doğal seviyesinin civarında olmasını engeller. Böyle bir güçlük, ekonomi talep şokları tarafından itildiği zaman ortaya çıkmaz, çünkü bu durumda para politikasının o şokların talep üzerindeki etkisini dengeleyici etkileri hem çıktı hem enflasyonu dengelemeye yardım eder. Arz şokları durumunda, enflasyonu hedeflemek çıktı açığını dengesizleştirir. Bunun nedeni, fiyatlar üzerinde bu şokların olumsuz etkilerine karşı para politikasının herhangi bir girişiminin, talepte ve çıktıda karşıt değişimlere neden olmasıdır (Arestis; Caporale; Cipollini, 2001).

Olumsuz arz şokları durumunda enflasyon hedeflemesi iyi çalışmayabilir. Bu zamanlarda, enflasyon tıpkı çıktıdaki düşmeler gibi yükselir. Dünyadaki en esnek ve ehil merkez bankası bile böyle şartlarda zor bir ikileme yüzyüze kalır: Enflasyonu yükselterek durgunluğun önüne geçme ya da durgunluğu arttırarak enflasyonu sınırlama ikilemi. Fakat böyle bir merkez bankası en azından bir seçime sahiptir. Genelde, enflasyon hedefleyen bir merkez bankası fazla seçime sahip değildir. Enflasyonu aykırı politikalarla sınırlamaya çalışma baskısı olabilir, böylece durgunluğu daha kötüleştirebilir. Esnek, ileriye yönelik enflasyon hedefleyen merkez bankası bile böyle bir durumda çok özgür değildir. Çünkü, sonuçta merkez bankası çıktı büyümesi hedeflerini yakalamaktan çok daha fazla enflasyon hedeflerini yakalamadaki başarısıyla değerlendirilecektir ve diğer amaçlar olan çıktıyı dengeleme ya da tam istihdamı teşvik etme çabaları hakkında merkez bankasının taahhüdü daha az takip edilecektir. Burada diğer amaçların önem derecesi, esnek enflasyon hedeflemesi rejiminde bile, soru olarak kalmaktadır (Gramlich, 2000).

Enflasyon hedeflemesi başlangıcından bugüne dek başarılı olmasına rağmen, onun getireceği maliyetler hala açık değildir. Daha tamamlayıcı olarak, enflasyon ve ekonomik aktivite arasındaki çelişkinin varlığı, sadece teorik zeminde çözülebilecek boyutta değildir. Yapılan çalışmaların oldukça sınırlı olduğu göz önüne alınırsa, daha derin ampirik analizlere gerek olduğu açıkça görülmektedir. Burada çıktı-enflasyon

çelişkisinin varlığı üzerine farklı sonuçlar elde eden birkaç çalışmadan örnekler verilecektir.

Son zamanlarda, değişkenlik çelişkisinin varlığı geçici genel denge modelleri kullanılarak analiz edilmiştir. Bunlar, özel ajanların ücret ve fiyat belirlemede nominal rijidite durumunda geçici optimizasyon davranışından elde edilen toplam talep ve arz eşitliklerini kapsar. Ayrıca, bu modeller merkez bankası aracı olarak kısa dönem faiz oranı ve para politikası aktarım mekanizmasındaki gecikmeleri verirler. Bu çerçevede, değişkenlik çelişkisinin varlığı, böylelikle enflasyon hedeflemesinin çıktı istikrarını sağlamaya yardım edebileceği sorusunu akla getirmektedir. Bu modeller enflasyon hedeflemesinin enflasyon oranını durağan olarak korumasının ayrıca çıktı açığı değişkenliğini de minimize ettiğini göstermektedir. King ve Wollman (1996, 1998) ve Goldfriend ve King (1997) tamamıyla esnek ücretler ve fiyatların teknelci rekabetçi firmaların şok (staggered) fiyat belirleme kuralına göre belirlendiği ekonomileri ele almışlardır. Bütün bu modeller parasal otoritelerin öncelikle enflasyonu kontrol etmesi gerektiğine işaret etmektedir.

Jandresic (1999) bu varsayıma dayanan düşüncelerde, bir sorun olarak, temel enflasyon ve çekirdek enflasyon arasında ayırım yapılmadığını, başka bir deyişle, bu modellerde ekonominin asla fiyat şoklarına maruz kalmadığını belirtmektedir. Bu modellerde bir başka sorun, politika yapıcının politika aracının değerini ayarlarken toplam çıktı ve enflasyonun cari değerlerini gözlemleyebileceği varsayımını yapmalarıdır. Bu iki varsayım yumuşatılırsa, yapışkan fiyatlar ve fiyat şoklarının önceden tahmin edildiği durumda, enflasyon hedeflemesinin çıktı istikrarı üzerindeki etkileri önemli derecede hedeflenecek enflasyon göstergesine bağlıdır. Temel enflasyonu hedefleme şiddetli bir şekilde çıktı açığını dengesizleştirir. Buna sebep, para politikasının temel enflasyon üzerinde öngörülen fiyat şoklarının etkilerini dengeleme çabasının, bir ekonomide yapışkan fiyatlarda ve böylece beklenen ve mevcut çıktı açığında, ters yönde değişikliklere neden olmasıdır. Çekirdek enflasyonu hedefleme, temel enflasyon üzerinde fiyat şoklarının etkilerini elimine ederek para politikasının dengeleyici etkilerinin daha fazla beklenmemesini sağlar. Böylece fiyat şoklarına çıktı açığının tepkisi kısa ömürlü olur. Temel enflasyon ve çekirdek enflasyon üzerinde

nominal döviz kuru değişikliklerinin anlamı Svensson (1998)'de incelenmiştir. TÜFE hedefleme, enflasyonu dengelemede döviz kurunun etkili kullanımını anlamına gelir ve bu reel döviz kuru ve diğer değişkenlerde çok yüksek bir değişiklikle sonuçlanır.

Erceg, Henderson ve Levin (1998) ücret ve fiyatların ikisinin de şok nominal kontratlarla belirlendiği özel ajan optimizasyon dinamik denge modelini analiz etmektedir. Bunlar, teknolojik verimlilik şoklarını bir arz yönlü baskı olarak dikkate almışlardır. Onlara göre, nominal ücretler yapışkan olduğunda, fiyat enflasyonu ve çıktı açığı arasında, fiyat yapışkanlığının derecesine bakılmaksızın, bir çelişki vardır. Bu durumda, nominal ücretlerin sadece çıktı açığındaki değişikliklere tepki olarak hareket etmesine karşılık, denge reel ücreti, tercih ve teknoloji şokuna tepki olarak hareket eder. Bu yüzden, para politikası durağan bir enflasyon oranı sürdürürse, çıktı geçici olarak, reel ücret kendi yeni dengesine gelebilsin diye, nominal ücret düzenlemelerine sebep olma olasılığından dolayı sapmalıdır.

Batini ve Haldane (1998)'e karşıt olarak, İngiltere ekonomisine uygulanan analiz ise, enflasyon hedeflemesinin çıktı ve enflasyon değişkenliğini yassılaştırmada etkil olduğunu göstermektedir. Onlar yapışkan fiyatlar ve ileriye dönük enflasyon tahmini temeline dayanan ajanların olduğu küçük bir rasyonel beklentiler modelinde, enflasyon hedeflemesinin enflasyon-çıktı değişkenliğini minimize ettiğini bulmuşlardır. Bu yazarlar ayrıca enflasyon hedeflemesinin henüz başarısının henüz yeterince değerlendirilmediği embriyonik bir parasal çerçeve olduğunu da belirtmişlerdir. Fakat Mishkin ve Schmidt-Hebbel (2001)'e göre bu doğru değildir. Bu çalışmaya göre, bir çok enflasyon hedefleyen ülke, bu şoklardan etkilenmemiş enflasyon hedeflemesi yapmayan gelişmiş ülkelerin aksine, 1997 Asya krizinin olumsuz yan etkilerine maruz kalan küçük açık ekonomilerdir. Birleşik ters finansal ve ticaret şartları şoklarının, Avustralya, Şili, İsrail ve Yeni Zelanda'yı çok etkilemiş olması, diğer enflasyon hedefleyenler arasında büyük döviz kuru devalüasyonlarına yol açmış olması, bu ülkelerin enflasyon hedeflerine ulaşmasını önemli derecede test eden gelişmelerdir. Bu ülkeler bu fırtınayı devalüasyondan enflasyona küçük bir aktarım yaşayarak başarılı bir şekilde atlattırlardır. 1999-2000 petrol fiyatları şoku, petrol imalatçısı enflasyon hedefleyen yukarıda bahsedilen ülkelerle birlikte Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Polonya

ve diğerleri için ikinci test olmuştur. Hem enerji fiyatları artışı hem döviz kuru devalüasyonları gibi ithal edilen enflasyondaki önemli artışlar, bu ülkelerin hedeflerini tehlikeye atabilirdi. Ancak, mevcut enflasyon hedefleyenlerin başarılarının kanıtı, temel enflasyonda sadece geçici ve ılımlı artışlar gözlenirken, petrol fiyatlarının çekirdek enflasyon üzerindeki etkisinin ikincil olmasıdır. Svensson (1998) küçük-açık ekonomilerde duyarlılık analizini kullanarak enflasyon hedeflemesini incelemiş, esnek enflasyon hedeflemesinin parasal otoriteler için çıktı, faiz oranı ve döviz kuru değişkenliği konularında daha tercih edilir bir alternatif olduğunu belirtmiştir (Arestis; Caporale; Cipollini, 2001).

4.2. Enflasyon Hedeflemesinin Finansal Krizlere Yol Açması

Daha önce de değinildiği gibi, bazı yazarlara göre enflasyon hedeflemesi hakkında ampirik çalışmaların yorumu güçtür, çünkü bu rejimin benimsenmesi büyük çapta arz şoklarının olmadığı (son petrol şoku hariç) dönemde yer almıştır. Yine bu yazarlara göre, enflasyon hedeflemesi benimseyen ülkeler elverişli makro ekonomik şartlarda, düşük mali açıklarda ve döviz kurlarında önemli dalgalanmalar olmadan, bu uygulamayı benimsemişlerdir. Sözü edilen her iki koşul da enflasyon hedefleme rejiminin etkinliğini diğer parasal rejimlerle karşılaştırırken ön yargılı olmaya neden olabilir. Kumhoff'un enflasyon hedeflemesini bu bakış açısından ele alan çalışması, diğer parasal çerçevelere enflasyon hedeflemesinin üstün gelmeyeceğini, mali açık ve dengesizliklerin varlığı durumunda, döviz kuru hedeflemesi kadar dışsal şoklara karşı hassas olduğunu göstermektedir. Kumhoff'un modeli, döviz kurundan yurtiçi fiyatlara yüksek derecede bir aktarımın varlığı durumunda, bir enflasyon hedefinin, döviz kuru ya da para hedeflerinden daha büyük istikrarsızlıklara yol açabileceğini göstermektedir. Bu mantığı takip ederek, Kumhoff'un sonuçları, yüksek derecede mali disiplin ve düşük aktarım mekanizması gerektirdiği için, enflasyon hedeflemesinin ülkelerin sınırlı talep edebileceği bir uygulama olduğuna işaret etmektedir (Loayza; Soto, 2001).

Enflasyon hedeflemesi ile ilgili tartışmalarda, bu parasal rejimin en büyük avantajının, ekonomiyi spekülative ataklara karşı hassas bırakmaması olduğu sıkça iddia edilmektedir. Buradaki mantık, akan rezervlerin yönünün değiştirilebilmesidir, çünkü merkez bankası döviz kurunun, basit bir ifadeyle, gitmesine izin verir. Bununla birlikte,

politika yapıcı enflasyon hedefi taahhüdüne katı bir şekilde bağlıysa, bu mantık Kumhoff (2001)'e göre hiç de açık değildir. Sebep, küçük-açık bir ekonomide döviz kurunun fiyat endeksinin çok önemli bir bileşeni olması ve döviz kuru yönetiminin enflasyon hedefine ulaşmada bir gereklilik haline gelmesidir. Ancak döviz kuruna müdahale etme taahhüdü de spekülâtif atakları olası yapar. Genellikle, nominal hedef değişkeninde döviz kurunun artan ağırlığı, spekülâtif ataklara hassaslığı artırır. Enflasyon hedefleyen bir küçük-açık ekonomi için bu ağırlık, önemli derecede sıfırdan büyüktür. Bu teorinin küçük açık ekonomilerde para politikası için önemli sonuçları vardır. Spekülâtif atakları tamamen kural dışı yapmak için tek yol, merkez bankasının döviz piyasasına karışmayacağına dair taahhüt içeren bir hedef seçmektir (Kumhoff, 2001).

Gelişen piyasa ülkelerinin, oldukça haklı bir şekilde, döviz kuru hareketleri konusunda daha büyük kaygıları vardır. Yerli paranın reel olarak değer kazanması, sadece yerli sanayinin rekabet gücünü azaltmakla kalmaz, sermaye girişleri sermaye çıkışlarına dönüşüyorsa ülkeyi para krizlerine karşı daha hassas yapabilen cari hesap açıklarına yol açabilir. Sermaye kaçışları çok kısa bir sürede döviz rezervlerini eritir ve döviz kurunu çökertir.⁶ Gelişen piyasa ülkelerinde depresyonlar, finansal krizleri başlatabileceğinden, özellikle tehlikelidir. Bu ülkeler yabancı para cinsinden büyük borca sahiptir ve yerli paranın değer kaybetmesi yurtiçi firmaların borç yükünü artırır. Aktifler tipik olarak yerli para cinsinden sınıflandırıldığı ve böylece değeri artmadığı için, aktiflerin net değerinde bir düşme olur. Bilançodaki bu bozulma, daha sonra yatırımlar ve ekonomik aktivitede sert bir düşüşe yol açan ters seçimleri ve ahlaki tehlike problemlerini artırarak finansal istikrarsızlığa yol açar. Bu mekanizma, Meksika'da 1994-1995 ve Doğu Asya'da 1997 yılındaki para krizlerinin neden bu ülkeleri ekonomilerinde harap edici etkiler yaratmış olan tam (full-fledged) finansal krizlere ittiğini açıklar (Mishkin; Schmidt-Hebbel, 2001). Büyüyen dış ticaret açıklarının baskısına dayanamayan ulusal ekonominin sonunda derin bir istikrarsızlık ve güvensizlik ortamına sürüklendiği gözlenmektedir. Gerek ekonomik büyümesini,

⁶ Bu aşama, Kumhoff (2001)'e göre, döviz kuru hedeflemesinde döviz kurunun çökmesine benzemeksizin, çok kısadır, fakat anlık değildir. Başka bir deyişle, döviz kuru hedefinin çökmesi ani bir şekilde olurken, enflasyon hedeflemesinde rezerv kayıpları akım şeklinde ortaya çıkmaktadır. Fakat uygulamada sonuçlar çok farklı değildir, çünkü hemen hemen rezerv kayıpları programın sonundan yaklaşık bir ay önce yoğunlaşmaktadır.

gerekse de parasal tabanını dış sermaye akımlarına bağlamış olan Arjantin ekonomisi için bu olgu, 23 Aralık 2001 sabahı ilan edilen 132 milyar dolar tutarındaki dış borç ödememe kararı ile ülke tarihindeki en derin iktisadi bunalımın ön koşullarını ortaya çıkarmıştır.

Döviz kuru dalgalanmaları gerçeği, bir çok ülkede hatta enflasyon hedeflemesi rejimi altında bile, para politikasının döviz kuru hareketlerini sınırlama noktasına gelme tehlikesini arttıran büyük bir endişedir. Bu noktaya gelmede yaşanacak ilk sorun, döviz kurunun enflasyon hedefinden önce gelen bir nominal çığa dönüşme riskidir. Kamuoyu ve politikacılar, bu tür ekonomilerde döviz kuruna ve merkez bankasının döviz kurunu baskı altında tutmaya yönelik olarak para politikasını değiştirip değiştirmeyeceğine özellikle dikkat ederler. Mesela, İsrail’de olduğu gibi, merkez bankasının zaman içinde enflasyon hedefine oranla döviz kuruna daha az rol vermesine rağmen, bu durum, bankanın dezenflasyon ve enflasyon hedeflerinin düşürülmesi konusunda destek kazanma çabalarını yavaşlatabilir.

Döviz kuru hareketlerini sınırlamaya odaklanmada ikinci sorun, döviz kurundaki değişikliklerin enflasyon ve çıktı üzerindeki etkisinin döviz kuru hareketine neden olan şokun doğasına bağlı olarak farklı olabilmesidir. Farklı para politikası tepkileri bu yüzden şokun doğasına bağlı olmaya gerek gösterir. Yerli para portföy şoku yüzünden değer kaybederse, enflasyon muhtemelen yükselecektir ve para otoritelerinin enflasyonu kontrol etmeye yönelik uygun tepkisi, para politikasını sıkılaştırmak ve faiz oranlarını arttırmak olacaktır. Değer düşüşü önemli miktarda yabancı para cinsinden borca sahip bir gelişen piyasa ülkesinde meydana gelmişse, sert değer düşüşünü önlemek için para politikasını sıkılaştırma, finansal istikrarsızlıktan kaçınmak için daha büyük bir zorunluluk olabilir. Öte yandan, döviz kurunun değer kaybetmesi reel şoklar yüzünden ise, etki daha az olasılıkla enflasyonist olur ve farklı bir para politikası tepkisi uygun olur, fakat burada dahi bu şokun doğasına bağlılık vardır. İhracat talebini düşüren bir olumsuz ticaret şartları şoku, toplam talebi düşürür ve bu yüzden muhtemelen deflasyonist olur. Bu durumda uygun faiz oranı tepkisi faiz oranlarını toplam talepteki düşmeyi önleyecek seviyeye düşürmektir. Olumsuz ticaret şartları şoku bunun yerine ithal fiyatlarındaki bir artış yüzünden ise, faiz oranlarını düşürme ile dengelenebilecek

negatif gelir etkisi vardır. Fakat burada ikinci derece etkileri önlemek için faiz oranlarının arttırılması gereğini akla getiren, bir doğrudan enflasyonist etki de vardır.

Önceden tartışılan nedenlerle, yabancı para cinsinden büyük borcu olan gelişen piyasa ülkelerinin, bilançolarını bozan ve finansal kriz başlatan yerli paralarında sert değer düşüşleriyle mücadele etmeye gücü yetmeyebilir. Bu ülkelerdeki merkez bankaları bu yüzden “aşırı” döviz dalgalanmalarını yassılaştırmak (smoothing) zorunda kalabilirler. Fakat bunu daha uzun sürelerde döviz kurunun piyasa tarafından belirlenmiş seviyelere ulaşmasını engelleyecek girişimleri içermeyecek şekilde yapmalıdırlar. Döviz piyasasına müdahaleler yoluyla döviz kurunu yassılaştırma, bu piyasanın mikro yapısındaki dinamikleri bozabileceği ihtimali bulunduğu zamanlarda gerekli olabilir. Ancak, döviz kuru müdahalelerine devam etme, şeffaf olmayabilir. Bunun yerine, faiz oranı aracındaki değişiklikler yoluyla döviz kurunu yassılaştırma daha şeffaf olacak ve nominal çıpa olarak enflasyon hedefinin devam ettiğini, yani döviz kurunun nominal çıpa haline gelmediğini gösterecektir. Merkez bankaları ayrıca kamuoyuna döviz kuru müdahalelerindeki mantığın faiz oranının yassılaştırılmasındakiyle benzeştiği anlamında, aktif fiyatlarında piyasaca belirlenen hareketlere karşı koymamayı amaçlayan, fakat olası denge bozucu ters etkileri ve aktif fiyatlarındaki devamlı değişiklikleri hafifleten bir politika izledikleri yönünde açıklama yapabilirler.

Kontrol edilmesi zor değişkenler -mesela açık bir şekilde bu kategoriye giren mesken ve hisse senedi fiyatları gibi- merkez bankaları için çok sorun yaratıcıdır. Merkez bankaları hisse senedi fiyatları gibi aktif fiyatlarını kontrol eder gibi hareket ettiği zaman, kamuoyu merkez bankasının çok güçlü olabileceği korkusuna kapılmaya başlar. Böylece potansiyel olarak kamuoyunda soru işaretine neden olma, merkez bankası bağımsızlığına dayanır. Bazı araştırmacılar (Cecchetti, Genberg, Lipsky ve Wadwani, 2000 gibi) para otoritelerinin finansal istikrarı korumak için aktif fiyat kabarcıklarını (bubble) sınırlayarak hareket etmeleri gerektiğini önermektedirler, fakat bunu başarılı bir şekilde yapabilmek için para otoritelerinin uygun aktif değerlerini bilmeye ihtiyacı vardır. Hükümet görevlilerinin, hatta bunlar merkez bankacılar bile olsa, aktif fiyatlarının ne olacağını özel piyasalardan daha iyi bilebileceği düşüncesi,

çok tahminidir. Ancak, aktif fiyatlarını hedeflemeyen fakat politika araçlarını belirlemeyi kapsayan bilgi stratejisini kullandıran enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, aktif fiyat kabarcıklarını daha az olası yaparak finansal istikrarı ilerletme yeteneğine sahiptir (Mishkin; Schmidt-Hebbel; 2001).

4.3. Enflasyon Hedeflemesinin Likidite Tuzağına Yol Açması

Enflasyon hedeflemesi kuralının özel bir durum sağladığı Taylor tipi kurallar, ekonominin deflasyonist bir likidite tuzağına girmesine yol açabileceği anlamında tehlikelidir. McCallum (2001) bu konuyu ele alan çalışmasında, enflasyon hedeflemesinin bir eleştirisinden çok, deflasyon yaşayan ülkeleri, yani nominal faiz oranının sıfır sınırına yaklaşabileceği ülkeleri analiz etmektedir. Çalışmada merkez bankasının kısa dönem faiz oranlarını indirerek durgunlukla mücadele etmesinde güçsüz olduğu durum ele alınmış ve likidite tuzağı tehlikesine iki rasyonel beklenti dengesinin var olması sonucunda, faiz oranlarının muhtemelen en düşük seviye olan sıfır seviyesinde, kendi kendini sağlama alan beklentiler tarafından neden olduğu tartışılmıştır. Buna göre, ekonomi resesyonda ise ve bu yüzden genişletici para politikası gerekiyorsa, açık piyasa tahvilleri nominal faiz oranları sıfırın altında olamayacağı için, merkez bankası likidite tuzağı ile karşılaşır. Japonya'nın 1990'daki durumu bu iddiayı destekler görünmektedir. McCallum bir açık ekonomi modeliyle çeşitli politika kuralları için likidite tuzağı ile karşılaşma olasılığını değerlendirmiş ve deflasyonist çözümün istikrarlı olmadığını göstererek, likidite tuzağına düşmenin çoğunlukla teorik bir endişe olduğunu ve uygulamada önemi olmadığını göstermiştir. Bundan başka, teorik açıdan bakıldığında, gelecek enflasyon tahminleri politika kuralına girdiğinde, enflasyon hedeflemesinin değişik şekilleri tarafından yaratılan bir beklentiler tuzağı ve belirsizlik iddia edilebilir. Buna göre, fiyat düzeyindeki belirsizlik, para arzı da dahil olmak üzere, herhangi bir değişkenin değerini belirlemede başarısızlığa yol açar. Fakat rasyonel ekonomik ajanlar ve firmalar sadece reel değişkenlerle ilgilenirler, hiçbir ajan nominal değişkenlere ilgi göstermez. Böylece doğal olarak böylesine değişkenlerin değerleri merkez bankası modelinde belirlenemez. Ancak, gözlenen ya da geçmiş enflasyondan daha çok gelecek enflasyona güçlü bir şekilde tepki veren politika kuralınca yol açılan belirsizlik, gerçek bir problemden çok

teorik bir endişe gibi görünmektedir. İddia edilen bu tehlikeler enflasyon hedeflemesinin özel karakteristiği değildir, daha önemlisi, muhtemelen pratik önemi yoktur.

Bu çalışma, ekonomi likidite tuzağına düşerse, öngörülemeyen sıfır altı seviye için bir politika kuralı tanımlar. Önerilen kural, döviz kurunu, hareketsiz faiz oranları durumunda, araç değişken yapar. Yani, süregelen faiz oranı likidite tuzağı ile hareketsizse, para politikası döviz kuru kanalıyla dengeleyici etkileri hala çabalayabilir. İlgili hedef değişken hala enflasyon oranı olabilir.

Bu çalışmanın bulguları, sıfır altı seviye zorlamasıyla karşılaşma şansının, güçlü bir şekilde enflasyon hedefi ile uzun dönem ortalama reel faiz oranlarının toplamına bağlı olduğunu göstermektedir. Eğer bu toplam yıl başına yüzde 5 olursa, sıfır altı seviye zorlaması ile karşılaşma şansı, enflasyon hedefleyen ve oldukça yüksek derece faiz oranı yassılaştırması kapsayan bir faiz oranı politikası kuralı ile çeyrek (3 ay) başına yüzde 1'in altında iyi bir şekilde tutulabilir. Enflasyon oranını hedef değişken olarak benimseme, diğer aday makro ekonomik ölçülere göre, sıfır altı seviye sorunundan kaçınma zorluğunu daha kötü bir duruma sokmaz.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

1. MEVCUT KOŞULLARA GÖRE GENEL DEĞERLENDİRME

T.C. Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesine yönelik çalışmalarında diğer ülke deneyimlerinden de yararlandığı, bu çerçevede özellikle Türkiye ile ekonomik yapıları benzerlik gösteren ve son yıllarda enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçen İsrail, Brezilya ve Meksika'nın deneyimlerinin yol gösterici olacağı ifade edilmiştir. Bu programı uygulayan ülkeler içinde buldukları ekonomik ve siyasi durumlar çerçevesinde kendine has yöntemlerle genellikle başarılı sonuçlar almışlardır. Fakat, uygulanması oldukça yeni olan bu sistem hakkında tam olarak bilinmeyen ve tartışmalı olan bir çok nokta bulunmaktadır. Bu nedenle de Türkiye için kesin öngörülerde bulunmak yanlış olacaktır. Türkiye için daha çok yeni bir kavram olan enflasyon hedeflemesi ilk defa uygulanacağı için her türlü tereddütü üzerinde taşımaktadır. Programın başarısı için öncelikle geçiş sürecine önem verilmektedir.

Mevcut durumda TCMB enflasyon hedeflemesine geçmeyi beklemeden, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla, gayri resmi şekilde enflasyon hedeflemesi temeline uygun olarak faiz oranlarını belirlemektedir ve en kısa sürede gerekli kurumsal düzenlemeleri yaparak resmi anlamda enflasyon hedeflemesi yaklaşımının benimsemesini sağlayacak çalışmaları tamamlamayı ummaktadır. TCMB Başkanının deyimiyle gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası, aynı zamanda "örtük bir enflasyon hedeflemesi" anlamına gelmektedir. Örtük enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmakta olan parasal hedeflemenin yanında ek bir çıpa işlevi görmektedir.

Söylemek gerekir ki, para miktarı, faiz oranı ve döviz kuru çıpası uygulamalarından sonra Türkiye'de enflasyonu düşürmek için enflasyon çıpasından başka bir seçenek de kalmamıştır. Türkiye 1990'lar başında para çıpasını denemiştir ve

bir çok ülke gibi başarılı olamamıştır. Döviz kuru çıpasını 1994 istikrar programı ile birlikte yaklaşık bir yıl denemiş, yine başarılı olamamıştır. 2000 yılı başından itibaren denenen son döviz çıpası uygulaması da krizle sona ermiştir. Belirtildiği gibi, enflasyon hedeflemesinden başka seçenek de kalmamıştır.

Türk ekonomisinde 2002 yılında uygulanacak istikrar programında nominal çıpa olarak enflasyon hedeflemesinin esas alınması düşünülmekteydi. Son dönemde özellikle yükselen enflasyonu kontrol altına almak için 2002 yılının ikinci çeyreğinden itibaren enflasyon hedeflemesine geçilmesi kararı alınmıştı, ancak Merkez Bankası Başkanı tarafından enflasyon hedeflemesinin 2003 yılına kalabileceği, buna 2002'nin ilk yarısındaki gelişmelere göre karar verileceği de ifade edilmiştir. Bundan önce de Türkiye'de yaşanan 22 Şubat sürecinden sonra, 2001 yılı sonu ya da 2002 yılı başına kadar enflasyon hedeflemesine geçileceği duyurulmuştu ancak yeterli şartlar oluşmadığı için 2002 yılına ertelenmişti. Son olarak, 2000-2004 dönemini kapsayan ve IMF'ye gönderilen Ek Niyet Mektubunda enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlanmasının, başarılı geçiş koşullarının oluşmasının beklendiği 2003 yılına ertelenmesine karar verildiği bildirilerek, enflasyon hedeflemesinin, koşulların el verdiği en kısa zamanda nominal çıpa olarak kullanılması hususunda kararlılığın devam ettiği belirtilmiştir.

Aslında enflasyon hedeflemesi sistemi ekonomi yönetiminin gündeminde son dört yıldan beri bulunmaktadır. 1999 yılı sonunda Uluslararası Para Fonu ile stand-by anlaşması yapılarak döviz çıpasını esas alan istikrar programının temeli atılırken, 2002 yılı sonunda enflasyonun tek haneli rakamlara düşürülmesinden sonra enflasyon hedeflemesine geçilmesi kararı alınmıştı. Programla birlikte uygulamaya konulan para politikası, maliye politikası ve yapısal reformların doğrudan doğruya enflasyon hedefleme rejimine geçiş için gerekli ön süreci oluşturması amaçlanmıştı. İstikrar programının stratejisi çerçevesinde bu politika tam olarak programın üçüncü yılının sonunda uygulanacaktı. Plana göre, 2000 yılı Haziran ayı sonuna kadar daha önce açıklanmış kurlar geçerli kalacak, Temmuz ayından sonra kurlarda sınırlı bir serbestlik olacak, 2002 yılı sonuna kadar kurlar genişleyen bir bant içinde hareket edecekti. Bu dönemde para programının enflasyon hedeflemesi yönünde kullanılması için altyapı

oluşturulacaktı. 2003 yılında serbest kur rejimi altında enflasyon hedeflemesine tüm boyutlarıyla geçilecekti. Enflasyon hedeflemesine tam olarak geçildiğinde, enflasyon zaten tek haneli rakamlara inmiş ve Türk Lirasına güven tesis edilmiş olacağından, ekonomide dövizin önemi kalmamış, uzun dönemli kontratlar TL üzerinden yapılmaya başlanmış olacaktı. Tüm yapısal reformlar tamamlanmış, kamu maliyesi, hukuki altyapısı da kurulmuş olarak, tam bir disiplin altına alınmış olacaktı. Ancak bunların hiçbirisi olmamış, ikinci fazına geçmeden istikrar programı terkedilmiştir.⁷ Söz konusu programın terk edilmesinden sonra da enflasyon hedeflemesi sistemi zamanından önce ekonomi gündemine girmiştir.

Şubat 2001’de terkedilen bu programdan sonra, dalgalı kur sistemine geçilerek 14 Nisan 2001 tarihinde “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” adı altında nihai hedefi ekonomide yapısal dönüşümü gerçekleştirmek olan yeni bir program ilan edilmiştir. Uygulamaya konan yeni program etkili olmamış ve bir yandan ekonomik kriz derinleşmiş ve diğer yandan da ekonomik istikrarsızlık artmıştır. Nitekim enflasyon yüzde 75 seviyelerine yükselmiş, döviz kurunda önemli dalgalanmalar yaşanmıştır. Yeni program çerçevesinde yapılacak revizyonlar açısından enflasyon için çeşitli alternatifler üzerinde çalışılmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin kurumsal önlemlerden en önemlisi, Merkez Bankasının tam bir araç bağımsızlığına sahip olması ve anayasa değişikliği dahil tüm yasal düzenlemelerin yapılmasıdır. Konuya Türkiye açısından bakıldığında, bu konuda önemli gelişmeler kaydedildiği görülmektedir. Türkiye’de resmi enflasyon hedeflemesi çerçevesinin oluşturulması sürecinin ilk önemli aşaması olarak, Merkez Bankası Yasasında, fiyat istikrarını koruma konusundaki temel görevi çerçevesinde Bankaya tam operasyonel bağımsızlık sağlayacak değişiklikler yasalaşmış ve Yasanın 56.

⁷ İstikrar programında faiz ve ücret oranları ile fiyatlar serbest bırakılırken, döviz kurunu sabit oranlı arttırmaya yönelik döviz kuru politikası izlenmiştir. Para ve döviz kuru politikası, önceden belirlenmiş döviz kuru ile sınırlı para yaratma temeline dayanmış ve döviz kuru “nominal çıpa” olmuştur. Sermaye girişleri sterilize edilmemiş ve böylece faiz oranları tamamen piyasa tarafından belirlenmiştir. Parasal otonomi Net İç Varlıklarla sınırlı tutulmuş ve böylece parasal genişleme tamamen yabancı kaynak girişlerine bağlı hale getirilmiştir. Programın uygulanması esnasında TL’nin aşırı değerlenmesi ve cari işlemler açığı engellenememiş; iktisadi birimlerin istikrar programına desteğinin sürekli kılınamaması; bankacılık sisteminde istikrarı sağlamaya yönelik olarak alınan önlemlerin yetersizliği; kamu kesimi iç borçlanma gereksinimindeki düşüşün yetersizliği; siyasal istikrarsızlık; özelleştirmenin aksaması gibi nedenlerle ekonomik program terkedilmiştir.

maddesi 5 Kasım 2001 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Merkez Bankasının esas amacı fiyat istikrarını sağlamaktır ve bu amaç 25.04.2001 tarih ve 4651 sayılı bu Kanunda da açıkça belirtilmiştir. Bu doğrultuda Kanun, Merkez Bankasını ülkede para politikasının belirlenmesi ve uygulanması konularında tek yetkili ve sorumlu tayin etmekte, Bankanın uygulayacağı para politikasını ve araçlarını bağımsız bir şekilde belirlemesine ve kullanmasına imkan tanımaktadır. Merkez Bankası Başkanı, Başkan Yardımcıları, Banka Meclisi Üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkanın önerisi üzerine müşterek kararla belirlenecek bir üyeden oluşan Para Politikası Kurulu, Hükümet ile Merkez Bankasının beraber belirleyeceği hedef ve düzenlemelerin saptanmasında önemli bir rol oynayacaktır. Bununla birlikte, Merkez Bankası, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek koşuluyla, hükümetlerin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyecektir. Kanun, Bankanın operasyonel bağımsızlığını, politika uygulamalarındaki şeffaflık ve hesapverebilirlik gibi konuları da net bir biçimde içermektedir. Yürürlüğe giren 56. madde gereğince Merkez Bankası 5 Kasım 2001 tarihinden itibaren Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına kredi açamayacak, avans veremeyecek ve Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamayacak, böylece karşılıksız para basma engellenmiş olacaktır. Bu durum Merkez Bankasının siyasi etkilerden arındığı ve tam bağımsızlığı olarak görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olmasının en önemli şartlarından birisi, mali piyasaların yeterli derinliğe sahip olmasıdır. Bunun yanında kamu kesimi açığının ve iç borç stokunun çevrilmesinin mali piyasalar üzerinde aşırı bir mali baskı yaratmaması gerekir. Konuya bu açıdan bakıldığında, Türk ekonomisinde enflasyon hedeflemesinin uygulanmasının zorluğu ortaya çıkmaktadır. Türkiye’de mali piyasalar yeterince derin değildir. Diğer taraftan kamu kesimi açığı ve iç borçlar yüksek boyutlardadır. Bu durum, Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde uygulanmasını zorlaştıracak temel husustur. Bunda uzun yıllardır yaşanmakta olan yüksek ve kronik enflasyonun beraberinde getirdiği yapısal sorunlara ek olarak kamu kesiminin kaynak-harcama dengesizliği nedeniyle yüksek iç borçlanma eğilimi ve dolayısıyla kamu kesiminin mali piyasalardaki üstünlüğünün düzeyi önemli rol oynamaktadır.

Önemli bir borç yükü altında ve bu borcun çevrilebilirliği ile ilgili soru işaretlerinin bulunduğu Türkiye’de Merkez Bankasının hareket serbestisi kısıtlanmış durumdadır. Çünkü, enflasyon hedeflemesi faizlerin enflasyon hedefi doğrultusunda aktif bir politika aracı olarak kullanılmasını içermekte; enflasyon hedeflemesinin yapısı gereği enflasyon beklentilerini etkilemede faiz-enflasyon ilişkisinin güçlü olması gerekmektedir. Uygulama esnasında Merkez Bankası enflasyon hedefinden sapılacağı öngörüldüğü anda gerekirse faiz oranlarını yukarı çekebilir ve enflasyonist baskıyı yok etmeye yönelik politika izleyebilir. Bunun Hazinesin borçlanma koşullarını etkilememesi mümkün değildir; Merkez Bankası faizleri yukarıya çektiği zaman, borç dinamikleri zaten kötü durumda ise bu durum Hazineyi zor durumda bırakacak bir sürecin başlangıcı olabilir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulanması ve enflasyonun hedeflenen düzeyde tutturulması amacıyla para otoriteleri tarafından kullanılacak araçların etkinliği; gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının oluşmasına bağlıdır. Türkiye’de mali piyasalar çok sığ ve kamu kesiminin hakimiyeti altındadır. Devlet, mali piyasanın oluşturduğu kaynakların yüzde 90’ından fazlasını kamu açıklarını kapatmak amacıyla çekerken para politikasının etkin olarak kullanılmasını beklemek pek gerçekçi değildir. Mali piyasaların kullanılan araçlara yeterli çabuklukta tepki verememesi enflasyon hedeflerinden sapmalara yol açabilecektir.

Diğer taraftan enflasyon hedeflemesini esas alan para politikası uygulandığında bunun yanında dalgalı döviz kuru politikasının uygulanması gereklidir. Son yıllarda Türkiye gibi kurlarını dalgalanmaya bırakan gelişmekte olan ülkeler için, enflasyon hedeflemesi yaygın olarak önerilen ve uygulanmaya başlanan bir para politikası hedefidir. Kişi ve firmaların borçlarının büyük bir kısmının yabancı para cinsinden veya döviz kuruna endeksli olması ve döviz kurundaki değişimlerle fiyatlar arasında çok yakın bir ilişki olması, enflasyon hedeflemesinin Türkiye’de uygulanmasına karşı sıkça ortaya atılan diğer bir görüş olarak karşımıza çıkmaktadır. İç borç piyasasındaki bir aksaklıktan dolayı, risk primi arttığı için döviz kuru hemen tepki verip yükselmesi, enflasyon üzerinde ciddi baskı oluşturmakta, kur ile enflasyon arasındaki bu güçlü ilişki de dalgalı kur sisteminin uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Enflasyon hedeflemesini

içeren bir dalgalı kur rejiminin kısa vadede Türkiye'nin risk primini yükselttiği için dış borç maliyetlerini arttırıcı bir etkisi de olabilecektir.

Türkiye'de enflasyon hedeflemesine geçilmesinin önündeki bir engel de mevcut enflasyonun seviyesi ile ilgilidir. Enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen ülke deneyimlerinde görüldüğü gibi, resmi bir enflasyon hedeflemesi rejimine geçilebilmesi için, öncelikle enflasyonun makul seviyelere indirilmesi öngörülmektedir. Enflasyon hedeflemesine geçen 18 ülkeden 3 tanesi (İsrail, Şili ve Peru) bu uygulamaya görece yüksek enflasyonda başlamıştır. Hedeflemeye geçmeden bir çeyrek dönem önce bu ülkelerin enflasyonu yüzde 20-40 aralığında seyretmekteydi. Şimdi bu üç ülkede de tek haneli enflasyon bulunmaktadır. Bu ülkeler daha önce hiperenflasyon yaşamış ve bunu heteredoks ya da kur politikalarıyla belli bir seviyeye getirmiş, enflasyonun düşmeye başladığı bir dönemde enflasyon hedeflemesine geçmişlerdir. Yaşadıkları krizler nedeniyle de yapısal reformlarında önemli aşamalar kaydetmiş ülkelerdir. Bu ülkelerin özelliklerine bakıldığında, her üçünde de düşük kamu açığı ve sağlam bir finansal sistem olduğu, yoğun dış yardım elde ettikleri, program taahhütlerine harfiyen ve zamanında disiplinle uydukları ve toplumsal desteği sağlamış oldukları görülmektedir. Türkiye Aralık 1999 koşullarına göre daha az bir güvenilirlikle ve daha fazla riskle girişeceği yeni deneyiminde, iyi hazırlanmış ve topluma iyi anlatılmış bir programa, ciddi bir dış desteğe ve olumlu bir siyasi ortama ihtiyaç duymaktadır. Türkiye'yi ilgilendiren önemli bir nokta da, bu üç ülkede kur politikasının nasıl olduğudur. İsrail ve Şili'de enflasyon hedeflemesi uygulanırken kur artışları belli bir bant içinde tutulmuştur. İsrail'de bu uygulama hala devam etmektedir. Peru'da ise Merkez Bankasının müdahaleleri ile kur artışı enflasyon hedefine paralel olmuştur.

Bu ülke örnekleri Türkiye'de de enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için gerekli bazı şartlar hakkında fikir vermektedir. En önemli koşul kamu ve bankacılık sistemi reform sürecinin tamamlanmasıdır. Enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi için kamu açıklarındaki yükselmeye son verilmesi ve bankacılık sektörünün sağlıklı hale getirilmesi iki temel koşul olarak görülmektedir. Bu konuda önemli ilerleme kaydedilmiştir, fakat süreç bitmemiştir. Enflasyon ve faiz düşmeye devam eder, kamu

ve finans sistemine ilişkin kaygılar azalırse enflasyon hedeflemesine başlamak daha güvenilir olabilir.

Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesi ile ilgili olarak, fiyat indeksinin seçimi, para politikası araçlarının nihai olarak fiyatları nasıl etkilediği ve ekonomide fiyatlar üzerinde baskıların nasıl ortaya çıktığını gösteren bir aktarım mekanizmasının belirlenmesi, hedefleme aralığının ve süresinin belirlenmesi gibi teknik konular üzerinde çalışmalarını sürdürmektedir. Türkiye’de Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi programını başarıyla uygulamak için her türlü gerekli bilgi ve teknik birikime sahiptir.

Sonuç olarak, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi için mevcut koşullar yeterli görünmemektedir. Başlanılabilmesi ve başarılı olması için gerekli şartlar henüz tam oluşmuş değildir.

2. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖN KOŞULLAR AÇISINDAN DEĞERLENDİRME

2.1. Kamu Kesiminin Mali Piyasalar Üzerindeki Rolü

Türkiye’de enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi yönünde gerekli kararlılığın gösterilmesi için en önemli koşul olarak mali piyasalar üzerindeki mali üstünlük düzeyinin azaltılması gerekmektedir. Orta ve uzun dönemde uygulanacak olan enflasyon hedeflemesi rejimin başarısı için gerekli koşullardan birisi, mali sektörün sağlıklı bir biçimde işlemesi ve buna bağlı olarak Merkez Bankasının para politikası araçlarını daha serbestçe kullanması imkanına sahip olmasıdır. 2001 yılı Kasım ve Şubat aylarındaki gelişmeler, ekonominin orta ve uzun vadede istikrar hedefine ulaşmasının temel köşe taşlarından birisi olan yapısal reformların, özellikle finans sektörünü ilgilendiren yapısal reformların öneminin geçmişe göre daha fazla hissedilmesini sağlamıştır.

2001 yılı Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı çerçevesinde, temel hedefini gerçekleştirmede etkinliğinin artırılması amacı doğrultusunda ve finansal sistemde istikrarı sağlama görev ve yetkisi çerçevesinde Merkez Bankası, mali sistemin alt yapısının güçlendirilmesi ve sistemdeki risklerin belirlenmesi amacı ile çalışmalar yapma ve gerekli tedbirler alma ile yetkili kılınmıştır. Kamu bankalarının mali sistem üzerindeki yükünün giderilmesi ve bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasının yanısıra, kamu kesiminin finansman ihtiyacının azaltılması ve yeniden yapılandırılmasını sağlayacak düzenlemelerin gerçekleştirilmesinin, ekonomide etkinliğin artmasını ve fiyat istikrarının sağlanmasını da beraberinde getireceği düşünülmektedir. Uygulama dahilinde Merkez Bankasının iki temel bilanço büyüklüğü olan Net Uluslararası Rezervler ve Net İç Varlıklar hedef olarak izlenmektedir. Bu hedefler finansal sistemde istikrarın sağlanması hedefi de göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. Merkez Bankasının para tabanı talebindeki artışlar göz önünde bulundurularak para yaratması, Net İç Varlıklar için belirlenecek gösterge değerler doğrultusunda sağlanmaktadır. Öte yandan, finansal sistemde meydana gelecek beklenmedik olumsuz gelişmeler halinde, Merkez Bankası Net İç Varlıkların gösterge değerlere farklılık göstermesine izin vermektedir. Ayrıca, bu uygulama ile, döviz kurundaki hareketlerin enflasyonla mücadele sürecini olumsuz etkilemesi durumunda Merkez Bankası, Net İç Varlıkları azaltma yolu ile, kısa vadeli faizleri etkin bir para politikası aracı olarak kullanabilmektedir.

Diğer yandan, özel bankacılık sisteminin güçlendirilmesi politikası, orta vadeli büyümeye hızlı bir geri dönüşü desteklemek amacıyla izlenmeye devam edilmektedir. Yaşanan krizler sonrasında mali bünyesi ve karlılık performansları kötüleşen özel bankaların yönetim ve denetimi TSMF'ye alınmıştır. Bu politikanın temel ögesi, tüm özel bankaların en az yüzde 8'lik sermaye yeterlilik oranını sağlamalarını ve bunu muhafaza etmelerini temin etmektir. Bankacılık sistemindeki sermaye yetersizliği olarak ortaya çıkan bu durumun gerek kamu maliyesine yüklediği külfetin belirli ölçüler içinde tutulması, gerekse mali sektör genelinde ortaya çıkabilecek riskin bertaraf edilebilmesi bakımından ek önlemlere ve yasa değişikliğine ihtiyaç duyulmuş ve Ocak 2002'de bunu sağlamaya yönelik Yasa kabul edilmiştir. Sermaye desteğinin yanısıra

Yasa ile getirilen vergisel teşvikler de sorunlu kredilerin mali sektör-reel kesim işbirliği içinde çözümlenmesini kolaylaştırıcı rol oynamaya yöneliktir.

2.1.1. Kamu Borçlanma Gereksiniminin Mali Sistem Üzerinde Yarattığı Baskı

Türkiye’de 1980’li yıllardan itibaren kamu harcamalarının hızlı artışı ve buna eşlik edemeyen vergi gelirleri, kamu açıklarının boyutunu büyütüştür. Kamu gelirlerinin artışı ve düzenlenmesi konusunda yeterli tedbirlerin alınmaması sorunun önemini arttırmıştır. Kamu açıklarının finansman şekli de tartışılan konulardan birini oluşturmuştur. Çünkü, finansman boyutu ve finansman şekli ekonomik dengeler üzerinde dengeyi bozucu etkiler yaratmaktadır.

Türkiye’de kamu maliyesinde yaşanan temel sorunlar; kısaca kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksekliği, kamu harcamaları ve kamu gelirleri cephesinde yaşanan disiplinsizlik, 1970’li yıllardan beri yaşanan kronik enflasyon ve bütçe açıkları, sosyal güvenlik kuruluşları ve KİT’lerin bütçe üzerindeki ağır yükü, özellikle 1990 yılından sonra iç borç stokunda yaşanan artışlar olarak özetlenebilir. Dikkat edilirse, kamu maliyesinde yaşanan sorunların temelinde mali disiplinsizlik vardır. Mali disiplinsizlik ortaya çıktığı zaman kamu açıklarının bu kez de finansmanı sorunu ortaya çıkmaktadır.

Türkiye’de harcamalarda görülen artışa paralel bir artış kamu gelirlerinde gerçekleşmediği için, borçlanma gereksinimi sürekli olarak yüksek düzeylerde kalmış, buna koşut olarak Toplam Borç/GSMH oranı da sürekli yükselmiştir. Tablo 12’de görüldüğü gibi, kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH’ya oranı özellikle 1990 sonrasında önemli ölçüde artmış ve 1993 yılında yüzde 12’ye yükselmiştir. 5 Nisan kararları sonrasında kısa süreli bir düşüş yaşanmışsa da 1995 sonrasında yeniden artmaya başlamıştır. 1993 yılında toplam KKBG’nin yüzde 41’i bütçe açığından kaynaklanırken, bu oran 1999’da yüzde 83’e yükselmiştir. 2000 yılında Bütçe Açığı/GSMH oranının KKBG’deki payı daha da artarak yüzde 95’e ulaşmıştır. Sosyal güvenlik kuruluşları ve döner sermayeli kuruluşların açıkları 1999 yılında sıfırlanmış ve

2000 yılında da fazlaya dönüşmüş, dolayısıyla KKBG'yi azaltacak bir etki yapmaya başlamıştır. KİT'lerin borçlanma gereği ise 1993'ten 1999'a kadar düşerken, 2000 yılında artmaya başlamıştır. Bunu, uygulanan enflasyonla mücadele politikasının, kamu mal ve hizmetleri fiyatlarını çıpa olarak kullanmasına bağlamak mümkündür.

Tablo 12. Konsolide Bütçe İle İlgili Oranlar

Yıllar	KKBG/GSMH	Kons.Bütçe Açığı/GSMH	Kons.Bütçe Gel./GSMH	Kons.Bütçe Harc./GSMH
1990	7,4	-3,0	13,9	16,9
1991	10,2	-5,3	15,3	20,5
1992	10,6	-4,3	15,8	20,1
1993	12,0	-6,7	17,6	24,3
1994	7,9	-3,9	19,2	23,1
1995	5,4	-4,0	17,7	21,8
1996	8,8	-8,2	18,2	26,4
1997	7,6	-7,6	19,8	27,4
1998	9,2	-7,2	22,3	29,5
1999	15,3	-12,6	23,4	36,0
2000	10,9	-11,5	26,1	37,6

Kaynak: Maliye Bakanlığı, 1999 Yıllık Ekonomik Rapor; DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-1997) ve <http://www.tbb.org.tr/turkce/kitap99/tablolari/ekonomi.htm>

Konsolide bütçe açığının GSMH'ya oranı da benzer bir gelişim izlemiştir. 1990 sonrası dönemde yüzde 1 ile yüzde 2 arasında artış kaydedilen konsolide bütçe gelirlerinin GSMH'ya oranı, konsolide bütçe harcamalarını karşılamaya yetmemiştir.

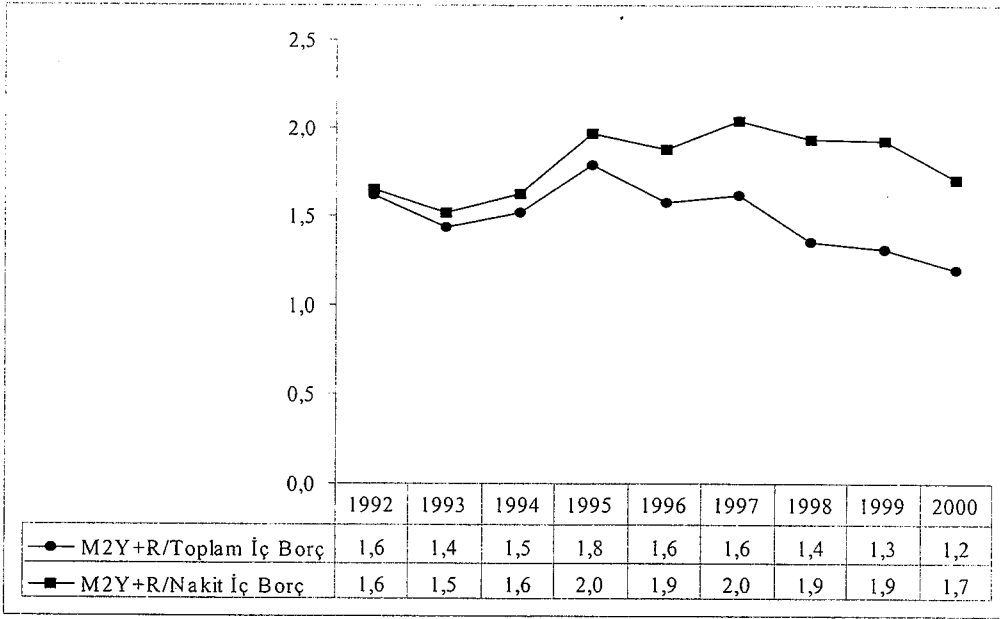
Kamu kesimi toplam borç stokunun (net) GSMH'ye oranı 1990 yılında yüzde 29 iken, bu oran 1999 yılı sonunda yüzde 61'e ulaşmıştır. İç borç stokundaki artış daha çarpıcıdır. 1990 yılında yüzde 6 olan net iç borç stokunun GSMH'ye oranı 1999 yılında (kamu bankalarının görev zararları dahil) yüzde 41'e çıkmıştır. Borç stokundaki bu artış, dönemin ilk yarısında yüksek faiz dışı kamu açıklarından kaynaklanmış, ikinci yarıda ise yüksek reel faizlerin etkisi belirgin hale gelmiştir. Nitekim, 1990-1994 döneminde yıllık ortalama olarak faiz dışı denge GSMH'nin yüzde 4,5'i oranında açık verirken, enflasyondan arındırılmış faiz ödemelerini de içeren operasyonel kamu açığı yüzde 8,3 olmuştur. 1995-2000 döneminde faiz dışı denge GSMH'nin yüzde 0,1'i oranında fazla verirken, operasyonel denge yüzde 5,8 açık vermiştir. İç borç stokunun

GSMH'ye oranının, kamu bankalarının birikmiş görev zararları ve sermaye ihtiyaçları ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu kapsamındaki bankaların mali yapılarının güçlendirilmesi amacıyla verilen özel tertip devlet iç borçlanma senetleri sonucunda, 2001 yılı sonunda yüzde 60'lı seviyelere yükselmiştir.

Yüksek kamu açıklarının yanısıra 1994 yılından sonra kamu kesiminin net dış borç ödeyici durumunda olması, yeterince derinleşemeyen mali piyasalar üzerinde baskı oluşturmuş ve reel faiz oranlarının yüksek seviyelerde kalmasına yol açmıştır. İç borçlanmanın işlevi sadece kamu açıklarının finansmanı ile sınırlı kalmış, son yıllarda ise büyük ölçüde borç servis yükünü karşılama amacına yönelik olarak kullanılmaya başlanmıştır. Merkez Bankasından kullanılan kaynaklara (emisyon) ek olarak başvuru iç borçlanma, kamu kesimini daha fazla harcama yapmaya yöneltmiştir. Yüksek reel faizler kamu kesiminin borçlanma gereksinimini daha da arttırmış ve her gün Türkiye'yi daha zor bir duruma götüren iç borç-faiz kısır döngüsünü ortaya çıkarmıştır. Kısa vadeli ve yüksek faizle borçlanma, yıl içindeki ödemelerin artmasına yol açmıştır. Bunun yanısıra, iç borç faiz ödemelerinin konsolide bütçe harcamaları içindeki payının önemli bir şekilde artmasıyla iç borç faizlerinin faiz yükünün bütçe açığına katkısı giderek büyümüş, iç borçlanma daha çok iç borç geri ödemelerini finanse eder hale gelmiştir.

Enflasyon yüksek olduğu için devlet borçlanmasında nominal ve reel faizler oldukça yüksekken, borçlanmanın vadesi de çok kısadır. Faiz harcamalarının yüksekliği ile bütçe açıkları artmakta ve enflasyonun yüksek seviyelerde kalmasına neden olmaktadır. Devlet iç borcu milli gelirin yüzde 20'si civarında olduğu halde borç vadesinin çok kısa olması tüm iç borcun yılda 2-3 kez yeniden finanse edilmesini gerektirmektedir. Toplam finansal kesimin büyüklüğünün milli gelirin yarısından az olması ise devlet borcunun rahatlıkla tekrar finansmanını güçleştirmektedir (Kumcu, 1998; 18). Buna ek olarak, dış borç ödemelerinin iç piyasalardan temin edilen fonlarla finanse edilmesi, iç finans piyasaları üzerinde baskı yaratmaktadır. Anlatılanlar çerçevesinde iç borcun mali piyasalar üzerinde yarattığı baskı Şekil 3'te görülebilir.

Şekil 3. İç Borcun Mali Piyasalara Baskısı



R: Rezerv Para

Kaynak: Para Politikası Uygulamaları, <http://tcmb.gov.tr>, 14.09.2001

Tablo 13. Kamu Borçlanma Gereği ve Finansmanı (GSMH'ye Oranlar)

Yıllar	KKBG	Vergi Gelirleri	İç Borçlanma	Dış Borçlanma	Hazineye Kısa Vadeli Avans
1975	4,7	14,2	4,9	0,2	0,6
1980	8,8	14,3	6,0	3,0	1,9
1985	3,6	12,0	4,8	0,5	0,7
1990	7,4	15,4	7,6	0,9	0,1
1991	10,2	16,3	15,4	0,4	1,7
1992	10,6	17,3	17,6	1,6	1,6
1993	12,0	17,6	17,9	1,4	2,7
1994	7,9	18,4	20,6	-1,8	1,3
1995	5,2	17,0	17,3	-0,9	1,2
1996	8,8	18,0	21,0	-1,3	1,5
1997	7,6	19,6	21,4	-1,0	0,0
1998	9,2	20,8	21,9	-1,2	0,0
1999	15,3	21,0	34,0	0,1	0,0
2000	10,9	39,0	35,0	0,4	0,0

Kaynak: DPT, Yedici Beş Yıllık Kalkınma Planı, 2000 Yılı Programı; DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-1997); T.C. Maliye Bakanlığı, 1999 Yıllık Ekonomik Rapor; <http://www.tbb.org.tr/turkce/kitap99/tablolalar/ekonomi.htm>

Türkiye'de kamu kesimi borçlanma gereğinin finansmanında 1990 yılına kadar vergi gelirleri hakim iken, 1990 sonrasında iç borçlanma ağırlık kazanmıştır (Tablo 13).

1990 yılında iç borçların GSMH'ya oranı yüzde 7,6 iken, bu oran 1991'de yüzde 15,4'e yükselmiştir. 1990 sonrasında TCMB'nin özellikle kamu kesimine açtığı kredilerde de artış olmuştur. Fakat 1997 yılında Hazine ile TCMB arasında imzalanan protokol ile birlikte Hazine kısa vadeli avans kullanmamaya başlamış, hatta belli dönemlerde avansları geri ödemeye başlamıştır.

Yüksek enflasyon ortamında mali tasarruflar doğal olarak sınırlı bir düzeyde kalmıştır. Çok daha önemlisi mali tasarrufların kalitesi önemli ölçüde bozulmuştur. Kaynaklar son derece kısa vadelerde toplanmıştır. Para ikamesi hızla artmıştır. Mali sistemin neredeyse yarısı yerleşiklere ait yabancı mevduattan oluşmuştur. Rekabetçi olmayan fiyatlarla toplanan kaynaklar aracılık maliyetlerinin dolayısıyla ekonomik faaliyetin maliyetinin artmasına neden olmuştur. Aktif riski yanında likidite riski, kur riski, vade riski ve piyasa riski önemli ölçüde artmıştır (Özince, 2000; 2).

Bir taraftan reel mali tasarrufların yüksek enflasyon ve çok değişken (volatile) enflasyon beklentileri nedeniyle küçüklüğü, diğer taraftan kamu sektörünün artan finansman açıklarının mali sistem içinde sebep olduğu reel anlamdaki mali tasarrufları körelten (crowding-out) etkisi, genelde mali sistemin, özel olarak da bankacılık sektörünün görece olarak küçük kalmasına neden olmuşlardır. Kamu finansman açıklarının yarattığı para arzı üzerindeki enflasyon yaratıcı baskılar, para arzının reel ve nominal olarak büyümesini kontrol etmek amacıyla, mevduat munzam karşılıkları, disonibilite gibi bankacılık sektörü üzerindeki maliyet arttırıcı unsurların zaman içinde büyümesine neden olmuştur. Bunun sonucu olarak sektörün kaynak maliyetleri zaman içinde dışsal olarak hızla yükselmiş, buna karşılık plasman ve diğer faiz dışı gelirleri (dönemsel olarak devlet iç borçlanma senetleri getirirleri hariç) aynı oranda artamamıştır.

Kamu sektörü finansman açıklarının yükü bankaların bilançolarında daha fazla hissedilmiştir. Özellikle kamu sermayeli bankalara devlet tarafından verilen bir takım görevler ve bu görevler nedeniyle, bankaların Hazine'den olan görev zararı⁸

⁸ Kamu Bankalarının Görev Zararları: Ziraat Bankası: 1995: 92 Trilyon TL, 2000: 8 Katrilyon TL; Halk Bankası: 1995: 76 Trilyon TL, 2000: 6,2 Katrilyon TL. Bu İki Bankanın 2000 Yılı Sonu Toplam Görev Zararı: 20,2 Milyar Dolar. Kaynak: www.economy.gov.tr/20112000_istanbul/tsld003.htm

alacaklarının zamanında ve cari maliyetleri üzerinden tahsil edememeleri, sektörün en az üçte birini temsil eden bu bankaların bilançolarını ciddi bir biçimde etkilemiştir (Kumcu, 2001; 1).

Kamu bankalarına devlet tarafından verilen tarım kesimi ile küçük ve orta boy işletmeleri destekleme görevi sonucunda oluşan zararların zamanında ödenmemesinin yanı sıra uzun yıllardır devam eden ve ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler, kamu bankalarının iyi yönetilememesi ve asli fonksiyonlarının dışında görevler verilmesi bu bankaların mali bünyelerini önemli ölçüde bozmuştur. Bu durum, piyasalarda faiz oranlarının yüksek seviyelerde seyretmesine neden olmuştur. Sonuç olarak, kamu bankaları bankacılık işlevini yerine getiremez hale gelmiş ve bu bankalar Türkiye'deki toplam mevduatın yüzde 40'ını toplarken, krediler içindeki payları yüzde 26'da kalmıştır.

Diğer yandan, devletin sektörde sahip olduğu bankaların yanında para politikası araçlarıyla da sisteme müdahale edebilme gücünü elinde tuttuğu görülmektedir. Bu politikalar içinde yer alan kanuni karşılıklar ile dispoñibilite politikası bankaların kaynak maliyetinin belirlenmesinde etkili olmanın yanında, aynı zamanda bankaların dispoñibilite yükümlülüğünü kullanarak kamu kesiminin borçlanması için kaynak yaratılması yoluna gidilmiştir. Kamu borçlanma gereksiniminin yüksek olması, bankaların politika yapıcılar tarafından kamu kesimini finanse eder kurumlar olarak görülmesi sistem üzerinde büyük baskı yaratmıştır. Ayrıca, çoğu gelişmekte olan ülke gibi, Türkiye'de de Hükümet özellikle kamu bankaları üzerinde öncelikli sektör ve kişilere kredi verilmesi için baskı yapmıştır. Çoğu durumda bu kredilerin geri dönmeyeceği de bilinmektedir. Bu baskı bankaların mali güçlerini doğrudan etkilediği gibi, kredi verme faaliyetlerine de ciddi zararlar vermiştir.

Hiç şüphesiz burada anahtar soru, bankaların kamu kesimini fonlamayı hangi kaynakla yaptıklarıdır. Bu sorunun cevabı, TL'nin belli marjlar ile yabancı paralar karşısında aşırı değerlenmesine yönelik bir para politika izlenmesidir denilebilir. Bankalar bu yolla yurtdışı bankalardan borçlanmışlar, daha sonra da TL'ye dönüştürerek kamuya borç vermişlerdir. Bu durum bankacılık sisteminin yabancı para

açık pozisyonunu yükseltmiş ve bankalar kur riskine karşı önemli ölçüde kırılgan hale gelmişlerdir. Bu yapılanma 2000 yılı istikrar programı ile daha da güçlenmiştir.

Özellikle 2001 Şubat krizi sırasında kamu bankaları ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu kapsamındaki bankaların aşırı miktardaki gecelik borçlanma ihtiyaçları, faizlerin yükselmesine ve piyasaların kilitlenmesine yol açmıştır. Bu durum, başta kamu bankaları olmak üzere sektör mali yapısının gittikçe bozulmasına neden olurken, Merkez Bankasının da etkin bir para politikası uygulamasını önleyen bir unsur haline gelmiştir.

Kamu bankalarının yapısal sorunlarına bağlı yüksek gecelik borçlanma ihtiyacının para politikası üzerinde kısıtlar getirmesi ve mali piyasalardaki kırılganlığı sürekli kılması sorunu karşısında, 2001 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı çerçevesinde, kısa vadede kamu bankalarının, Hazineden görev zararı alacakları karşısında sağlayacağı menkul kıymetler ile Merkez Bankasından repo veya satış karşılığı temin edecekleri likidite ile, diğer bankalara ve banka dışı kesime olan gecelik borçlanmalarını azaltmalarına başlanmış, dolayısıyla gecelik borçlanma ihtiyaçlarının Merkez Bankası tarafından karşılanması benimsenmiştir. Burada bu bankaların bilançolarının küçültülmesi amaçlanmaktadır. Böylece, bu bankaların mali sistemde yarattığı kırılganlık giderilirken para politikasının etkinliğine yönelik kısıtların da azaltılacağı öngörülmektedir. 1999 yılının Aralık ayında uygulamaya konulan üç yıllık orijinal programın, 2001 yılının Şubat ayında ortaya çıkan kriz de dahil olmak üzere çeşitli olaylar sebebi ile yeniden gözden geçirilmesi ve güçlendirilmesi gerekmiş olmakla birlikte, program kapsamında önemli ilerleme sağlanmıştır. Kamu borcunun sürdürülebilirliğine yardımcı olmak üzere, çok geniş kapsamlı bir mali uyum gerçekleştirilmiştir. Kamu bankalarının operasyonel ve finansal yeniden yapılandırmaları ile özel sektör bankalarının denetlenmesi ve düzenlenmesinin güçlendirilmesini kapsayan bir bankacılık sektörü reformu yapılmıştır.

2002 yılında, ilave dış finansman ve kamu bankalarının güçlü finansal durumunun, özel sektörden sağlanacak iç borç ihtiyacının rahat seviyelerle sınırlı kalmasını ve kamu borcunun rahatlıkla çevrilebilmesini sağlayacağı öngörülmekte ve

kamu bankalarının, mevduatlarındaki 2002 yılında da sürmesi beklenen istikrarlı artış ile bir yandan kalan kısa vadeli yükümlülüklerini kapatabileceği, diğer yandan da bütçenin iç piyasalardan karşılanması öngörülen finansman ihtiyaçlarının giderilmesine, ellerinde bulunan tahvillerin daha uzun vadeli kağıtlarla takas edilmesi yoluyla katkıda bulunabileceği tahmin edilmektedir. Orta vadeli plan, halen, yeniden yapılandırma süreci sonunda sağlanması öngörülen rekabetçi üstünlük ve ticari hedeflere ilişkin ilkeler doğrultusunda bu bankaların özelleştirilmesidir.

IMF'ye verilen 18.01.2002 tarihli Niyet Mektubunda, enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçişin, enflasyonla mücadele çabalarının temelini oluşturacağı belirtilmekte, dünya talebinin toparlanması ve yapısal reformların Türkiye ekonomisinin rekabet gücü üzerindeki etkisi cari hesabı destekleyeceği ifade edilmektedir. Bu kapsamda, kamu borcunun GSMH'ya oranının önemli bir azalış eğilimi göstermesi ve döviz rezervlerinin güvenli seviyelerde kalması sağlanırken, dış cari hesabın tamamen finanse edilmesi beklenmektedir.⁹

Bunun yanında Niyet Mektubunda konsolide bütçenin mali yapısının kamu sektörü reform programının uygulanmasıyla önemli ölçüde güçlendirileceği, özellikle, harcamaların etkinliğinin artırılması hedefleneceği (daha az kaynakla daha fazla iş yapılmasına imkan sağlanması), vergi sistemi (vergi tabanını genişletmek ve daha sürdürülebilir hale getirmek amacıyla) ve kamu hizmetleri (etkinliği artırmak ve kamu hizmetinin kalitesini iyileştirmek amacıyla) reforma tabi tutulacağı da yer almaktadır.¹⁰

⁹ Niyet Mektubuna göre, önemli miktarlarda kamu sektörü faiz dışı fazlaları sağlanacaktır. Böylelikle, borç pozisyonu güçlendirilecek ve piyasaların güveninin yeniden tesis edilmesi mümkün kılınacaktır. 2003 yılında da faiz dışı fazla, 2002 yılı için hedeflenen GSMH'nın yüzde 6.5'i seviyesinde gerçekleştirilecek olup, izleyen yıllarda bu faiz dışı fazla hedefi, ancak Borç/GSMH oranında halihazırda öngörülen düşüşten çok daha hızlı bir düşüş sağlanması halinde azaltılacaktır. Sağlanılacak faiz dışı fazla ile birlikte, uygulanacak aktif ve esnek borç yönetimi stratejisi, kamu borcunun çevrilebilmesini kolaylaştıracaktır.

¹⁰ Konsolide bütçeye ilişkin temel reform çabaları şu hususları içerecektir: Harcamaların etkinliğini artırmak amacıyla, satın alma yöntemleri geliştirilecek ve kamu yatırım programı rasyonelleştirilecektir. Birleşmiş Milletler standartları (UNCITRAL) ile uyumlu Kamu İhale Kanunu 4 Ocak 2002 tarihinde Meclis tarafından kabul edilmiştir. Bunu takiben, sözkonusu Kanun'un 1 Ocak 2003 tarihinden itibaren yürürlüğe girebilmesini teminen, bağımsız bir ihale kurumunun 2002 yılı Mart sonuna kadar oluşturulması ve ilgili kanun ve düzenlemelerin yeni çerçeveye uyumlu hale getirilmesi amacıyla değiştirilmesi de dahil olmak üzere, gerekli çalışmalara başlanacaktır. Kamu ihalelerinde rekabeti ve şeffaflığı daha da artırmak amacıyla, Kamu İhale Kanunu'nda yapılacak değişikliğin Meclis tarafından 2002 yılı Mayıs'ayı sonuna kadar onaylanması beklenmektedir. Vergi sistemini reforma tabi tutmak amacıyla, iki aşamadan oluşan vergi reformu yapılacaktır. İlk aşama, gelirleri etkilemeksizin dolaylı vergi

Tüm mali kontrol mekanizması, maliye politikasının yasal çerçevesinin güçlendirilmesi, kamu mali hesapların birleştirilmesi ve mali şeffaflık reformlarının derinleştirilmesi yoluyla geliştirilecektir: Maliye politikasının yasal çerçevesinin güçlendirilmesi amacıyla (i) Kamu Borçlanma Kanunu kabul edilecek ve bu Kanunu destekler nitelikte iki genelge yayımlanacaktır ve (ii) 2002 yılı Haziran ayı sonuna kadar uluslararası standartlarla uyumlu nitelikleri haiz Mali Yönetim ve İç Kontrol Kanunu Meclis'e sunulacaktır. Mali Yönetim ve İç Kontrol Kanunu bütçeleme, muhasebeleştirme, şeffaflık ve iç ve dış kontrolü kapsayacaktır.

Mevcut durumda Türkiye'de çok yüksek düzeylerde borç yükü nedeniyle piyasalar üzerinde mali üstünlüğün etkisinin oldukça büyük boyutlarda bulunması, TCMB'nin enflasyon hedeflemesi programına geçişte yeterince bağımsız hareket etmesini engelleyebileceği için, programın başarı ihtimalini zora sokacaktır. Mali politikaların baskınlığı zayıf Türk finansal yapılarını zorlamakta, bu durum ise para politikalarının bağımsızlığını etkilemektedir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi programına geçmeden önce TCMB'nin finanse etmek zorunda olduğu kamu açığının azaltılması büyük önem taşımaktadır. Bunun için Türkiye'de mali politikaların daha baskın ve güçlü olduğu semptomların ekonomide görülmemesi, bir diğer deyişle, para politikasının mali politikaların çizdiği sınırlarla etkili kalmaması gerekmektedir.

Araç bağımsızlığına sahip olsa da TCMB, enflasyon hedeflemesi rejiminin gereği olarak faiz silahını serbestçe kullanabilme durumunda değildir. TCMB'nin enflasyonist baskıyı yok etmeye yönelik bir faiz artırımına gitmesi, hemen borçlanma faizlerine yansımakta ve borcun döndürülmesi sorunu ortaya çıkmaktadır. Hazinenin borçlanma koşullarının zora girdiği bu durumda TCMB'nin faiz politikasını bağımsız kullanabilmesi zorlaşmaktadır. TCMB'nin borç konusunda manevra alanını ve kendi

sisteminin basitleştirilmesi ve nominal faiz geliri üzerinden alınan vergilerin bozucu etkilerinin azaltılması üzerinde yoğunlaşacaktır. Vergi reformunun ikinci aşaması ise (1 Ocak 2003 tarihinde yürürlüğe girmek üzere) dolaysız vergi sisteminin reformundan oluşacaktır. Söz konusu reformun ikinci aşamasına ilişkin yasal düzenleme, 2002 Ekim ayı sonuna kadar Meclis'e sunulacaktır. Dolaysız vergilere yönelik öncelikler şunlar olacaktır : (i) yatırım gelirleri üzerindeki vergilerin uyumlulaştırılması; (ii) vergi sistemindeki dışsal enflasyon ayarlamalarının rasyonelleştirilmesi; (iii) yatırım teşvik sisteminin rasyonel hale getirilmesi; ve (iv) gelir vergisi karşılığında vergi kredisi uygulamasında reforma gidilmesi. Söz konusu plan aynı zamanda vergi idaresinin (teknik yardım ihtiyacı da dahil olmak üzere) reforma tabi tutulmasını içermektedir.

faiziyle borç faizi arasındaki ilişkiyi, neyi tolere edip neyi edemeyeceğini iyi belirlemesi gerekmektedir. TCMB'nin çok serbest bir şekilde faizi kullanıp enflasyon hedefine kilitlemesi gereği mevcut koşullarda gerçekleştirilebilir görünmemektedir.

2.1.2. Senyoraj Gelirine Bağımlılık

Türkiye ekonomisinde kamu açıkları büyürken, etkin bir vergi sistemi geliştirilememiş, açıkların finansmanı için olağanüstü yöntemler olarak kabul edilen senyoraj/enflasyon vergisi-iç borçlanma araçlarının kullanımı söz konusu olmuştur. 1980 sonrası dönemde senyoraj yoluyla finansmanın payı azalmış, iç borçlanma yoluyla finansmanın payı yükselmiştir. Türkiye'de 1980-1989 döneminde İç Borçlanma/GSMH oranı ortalama yüzde 11,1 iken, Senyoraj/GSMH oranı yüzde 2,9 olmuş, 1990-1997 döneminde ise sırasıyla ortalama yüzde 18,9 ve yüzde 2,4 düzeyinde gerçekleşmiştir. O halde, senyoraj gelirindeki artışın mali problemleri çözmekte yeterli olmadığı, borç birikiminin de birlikte arttığı söylenebilir.

Türkiye'de kamu kesimi 1986 yılında stratejik bir kararla iç borçlanmanın önünü açmıştır. O tarihe kadar iç borçlanma tutarı Merkez Bankasının ihtiyaç ve sermayesinin beş katını aşmamaktaydı. 1986 yılından itibaren bu kısıt kaldırılmış ve sınırsız iç borçlanma yolu açılmıştır. Türkiye'de 1980 yılına kadar kamu finansmanının temel aracı parasal genişleme ve emisyondu. 1980'de sonra dövizin serbest bırakılması, repo gibi yatırım araçlarının ortaya çıkması ve borsanın gelişmesi ile, 1980 öncesinde kontrollü bir ekonomik ortamda Türk Lirasının enflasyonla değer kaybetmesine karşın alternatif olmayan bireyler, 1980 sonrasında sürekli değer yitiren ulusal paradan kaçabilme olanağına kavuşmuşlardır. Dolarizasyon oranı oldukça yükselmiş, özellikle 1990 sonrası dönemde yüzde 50'nin üzerinde iken, 1994 yılından itibaren dolarizasyon oranı yüzde 100'ün üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durum kamu kesiminin senyoraj yoluyla kaynak yaratabilme imkanlarını büyük ölçüde kısıtlamış ve senyorajla yaratılabilen reel kaynaklar hızla düşmeye başlamıştır (Yalınpala, 2001).

Türkiye'de enflasyonist finansman olgusunun 1990 sonrası dönemde etkinliği, bu döneme ilişkin enflasyon oranlarıyla olduğu kadar, sürekli artan KKBG bazında,

kamu açıkları ve enflasyon ilişkisi çerçevesinde biçimlenmiştir denebilir. Bu kapsamda 1990 sonrası dönemde nominal para arzlarındaki artışlara rağmen, enflasyon oranlarının nispi değerlerine uyumlu reel para arzlarındaki negatif sapmalar, reel kamu açıklarının da artışındaki dönemsel sürekliliği gündeme getirmiş, yine ilgili dönemde uygulanan yüksek faiz politikası da kamu açıkları ve enflasyon ilişkisine dayalı olumsuz döngüyü hızlandırmıştır. Örneğin, 1990 sonrası dönemde en yüksek enflasyon oranının yaşandığı 1994 yılında -özellikle Nisan ayında- emisyon hacmindeki hızlı yükselmeye koşut, döviz tevdiat hesaplarının da dahil olduğu M2Y parasal göstergesinde dönemin en yüksek oransal artışı yaşanmıştır ve bu olgu bir diğer anlamda, enflasyonist finansmanın senyoraj bazında ilgili dış ülke/ülkelere oransal en yüksek aktarımının gerçekleştiği yıl olduğu gerçeğini de ortaya koymaktadır.

1990 sonrası bütçe dengeleri açısından konsolide bütçe nakit açığının reel bazda büyümesine ilişkin öncelikli nedenin, hükümetin yasal vergi gelirlerindeki reel düşüş olduğu göz önüne alındığında, ilgili döneme ilişkin enflasyonist finansmanın alternatif bir gelir olmasının yanında optimal bir enflasyonist geliri sağlayıp sağlayamayacağı sorusu ağırlık kazanmaktadır. Çünkü, özellikle 1994 yılından sonra artan iç borç (Hazine Bonosu+Tahvil) yükünün 1994 sonrası enflasyonist sürece ilişkin hedeflenen amortizasyonu, hükümetin iç borçları bazındaki reel kazanımına eşit olmaktadır ve bu olgunun aynı zamanda ilgili süreç açısından hükümetin bütçe finansmanı kompozisyonunu da belirleyen bir niteliğe sahip olduğu izlenmektedir.

1990 sonrası yıllarda Türkiye’de hükümetin enflasyonist gelirinin, gerek rezerv para ve gerekse de parasal taban bazında, reel olarak GSYH’nın bir oranı kapsamında optimal -alternatif bir gelir statüsünü kısa süreli de olsa- yakaladığını söylemek zordur. Türkiye’de Latin Amerika ülkelerinden farklı bir yapıda ve kısmen kontrol edilebilir düzeyde yaşanan enflasyon süreci, enflasyonist finansmanın alternatif bir gelir unsuru olarak algılanmasını da sınırlandırmıştır.

1990 sonrası dönemde yüksek enflasyon oranlarına ilişkin enflasyon vergisi geliri ile rezerv para veya parasal taban hacmindeki değişimler bazında saptanan senyoraj gelirlerinin, reel açıdan hükümetin finansman politikası kapsamında etkin bir

ağırlığı olmadığı görülmektedir (Tablo 14). Başka bir deyişle, 1990 sonrası yıllarda yaratılan reel GSYH (veya GSMH) içerisindeki oransal reel enflasyonist gelir, hükümetin finans politikasını enflasyonist bir gelir politikası dışında şekillendirmeye itmiş; dolayısıyla da enflasyonla mücadelede hem birey hem de hükümet bazında sürekli ve hızla artan bir enflasyon spirali beklentisi kırılmıştır (Özker, 2000; 303).

Tablo 14. Senyoraj-İç Borçlanma İle İlgili Göstergeler (1990-1997)
(Milyar TL.)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Parasal Taban	22944	42828	82974	123556	186876	359410	672853	779315
Enflasyon Oranı	53,1	55,3	62,1	58,4	120,7	88,5	75,9	81
GSMH Deflatör (1987=100)	469,52	747,34	1221,85	2044,83	4238,28	7931,97	14119,62	25134,22
GSMH	397178	634430	1103605	1997353	3887903	7854887	14978000	29054000
Senyoraj	5579	19884	40146	40582	63320	172534	313443	106462
Reel Senyoraj	1188,23	2660,63	3285,67	1984,61	1494	2175,17	2219,91	423573
Reel GSMH	84597,03	84597,74	90322,46	97676,72	91733,03	99028,19	106079342	115595391
(Reel) Senyoraj GSMH	1,4	3,1	3,6	2	1,6	2,2	2,1	3,6
Reel İç Borçlanma	6367	8557,9	15011,2	18405,8	24304,1	22583,5	36466	16478,7
(Reel) İç Borç GSMH	7,5	10,3	16,6	18,8	26,5	23	34,3	14,2
Dolarizasyon Oranı	35	50,4	64,1	82,7	109,9	115,9	99,7	166,6

Kaynak: DPT, 1950-1998 Ekonomik Göstergeler

Son yıllarda para yaratma sürecinde İç Varlıklar yerine giderek Dış Varlıkların ön plana alınması, Merkez Bankasının parasal kontrolde bir ölçüde başarılı olmasını sağlayan bir etmendir. 1995 yılından itibaren Hazinesin borçlanma politikası ile uyum gösteren bir para politikası izlenirken, doğrudan kamuya senyoraj yoluyla kaynak aktarmak yerine açık piyasa işlemleri ve interbankta gecelik işlemler kullanılmış ve bilançonun kontrolü bu şekilde sağlanmıştır.

Faizin enflasyon hedeflemesi döneminde temel silah olacağını vurgulayan IMF'ye sunulan Kasım 2001 tarihli Ek Niyet Mektubunda, 2001 sonu için, NİV ve NUR'deki değişime ilişkin gösterge niteliği taşıyan hedeflerin değiştirilmemesi, ancak

NUR'deki değişimin performans kriterine dönüştürülmesi talep edilmiştir. Niyet Mektubunda "Türk Lirasındaki program tahminlerinin üzerindeki değer kaybının suni olarak NİV'de yol açtığı artışın (TCMB'nin kamuya açmış olduğu döviz cinsinden kredilerin değer kazanması nedeniyle), para programının en son revize edildiği dönemdeki kur ile yeniden değerlendirilmesi talebi" şeklinde bir dipnot vardır. NİV'de bir nevi genişleme talep edilmektedir. Bu ilk bakışta, NİV'in esnetileceğine işaret etmektedir. İkincisi, eğer NUR'ye bir taban sınır getirilecek veya şu anda olduğu gibi taban değişim kriterleri empoze edilecek ise, NİV'deki esneme, para tabanının başlangıçta -en azından enflasyon hedeflemesine geçilene kadar- nispeten gevşek tutulacağı izlenimi vermektedir. Bu da özel sektör borç yeniden yapılandırması, bankacılığın rehabilitasyonu ve iç borç azaltımı ile tutarlıdır. Herhangi bir dışsal şoktan dolayı NUR'nin gerilemesi halinde, TCMB'nin ilk etapta NİV'yi bir nötralizasyon enstrümanı olarak kullanarak para tabanında ani bir düşüşe izin vermeyeceği anlaşılmaktadır. Bu şekilde, TCMB, dışsal şokun faizlere ilk yansımalarını NİV ile gidermeye çalışacak gibi görünmektedir. Ancak bu, tabii ki NİV ve NUR sınırları el verdiği ölçüde gerçekleşecektir. Öte yandan, nötralizasyonun boyutu için önemli bir kriter daha vardır. O da "Parasal tabana ilişkin hedefler, döviz tevdiat hesaplarının oranında bir artış olduğu takdirde düşürülecek, Türk Lirası cinsinden mevduatların oranında artan güvene bağlı olarak bir yükselme kaydedilmesi halinde ise artırılabilecektir" ibaresinde vurgulanmaktadır. Buna göre, herhangi bir dışsal şokun bulaşıcı etkisi görüldüğünde, (ki bu DTH'ların toplam mevduat içindeki payının izlenmesi ile tespit edilecektir) yani DTH'ların toplam mevduat içindeki payı azaldığında, para tabanı aşağı çekilecek; sistem ters yönde de çalıştırılacaktır. Özetle dolarizasyon arttıkça, dolaşımdaki para azaltılacaktır.

Olası bir dış şokun portföy tercihlerini döviz lehine değiştirmesi durumunda -ki bu para tabanının daraldığı anlamına gelir- para tabanını azaltacağını açıklayan TCMB, bunu NİV yolu ile gerçekleştirecektir. Bu şekilde, farkının açılması engellenecek ve buna ek olarak, TCMB program dahili döviz satışları ile döviz kurunun sıçrama göstermemesini sağlayacaktır. Ancak bu yapı, bankacılık sisteminin sağlamlaştırıldığı bir ortamda çalıştırılabilmektedir.

Ayrıca, TCMB'nin NİV'deki yukarı yönlü esnekliği, para tabanını artırma yönünde kullanması da mümkündür. Çünkü, para tabanı artışı neticede mevduat tabanına yansiyacaktır. Ekonomi bir dış şoka maruz kalmaz ve portföy tercihleri DTH yönünde bozulmaz ise eninde sonunda toplam mevduat içinde TL mevduatın payı yine kur artışına bağlı olarak, yükselebilecektir. Bu da zaten, para tabanı performans seviyesinin yükseltilmesi anlamına gelecektir. Mali sistem büyüyecek ve sistemin rehabilitasyonu, özel sektör borç yapılandırması ve borç stokunun taşınmasına yönelik politikalar üzerinde rahatlama sağlanabilecektir (Kargın, 2001).

Bunun dışında, daha önce de belirtildiği gibi, Merkez Bankası Yasasında değişiklik yapılmasına dair 25 Nisan 2001 Tarihli ve 4651 sayılı Merkez Bankası Yasasının "Bankanın Yapamayacağı İşlemler" başlığı altında yer alan ve 5 Kasım 2001 tarihinde yürürlüğe giren 56. Maddesi uyarınca, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans verilmesi ve kredi açılması yasaklanmıştır. Böylelikle, karşılıksız para basılması engellenecektir. Bu tarihten itibaren Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarının birincil piyasadan satın alınması da yasak kapsamına girecektir. Buna neden olarak, Hazine veya bir başka kamu kurum ve kuruluşunun ihraç etmiş olduğu borçlanma senetlerinin Banka tarafından birincil piyasadan satın alınması da karşılıksız para basılması anlamına gelebilmekte ve piyasa faiz oranlarının para politikası ile amaçlanan düzeyinden sapmasına neden olabilmesi gösterilmektedir. İhtiyaç duyduğu kaynağı Merkez Bankası'ndan borçlanamayan Hazine, doğrudan ikincil piyasaya girerek buradan sağlayacaktır.

2.1.3. Yurtiçi Mali Piyasaların Derinliği

Mali sistemdeki derinleşmeyi gösteren M2/GSMH ve M2Y/GSMH oranlarının¹¹ Türkiye'de oldukça düşük olduğu görülmektedir (Tablo 15). M2Y/GSMH

¹¹ Bir ülkede mali derinleşmenin düzeyini anlayabilmek için çeşitli ölçümler bulunmaktadır. Mali piyasaların gelişmişliği ulusal ve uluslararası tasarrufları harekete geçirme seviyesi ile ölçülmektedir. Mali piyasaların gelişmişliğini bu niteliği ile ölçen ve derinleşme göstergesi olarak adlandırılan ölçüm ise, mali varlıkların GSMH'ye oranı ile M2Y para arzı büyüklüğünün GSMH'ye oranıdır. M1 (Dolaşımdaki Para+Vadesiz Mevduatlar) ya da M2 (M1+Vadeli Mevduat) gibi finansal derinleşmenin geleneksel ölçümleri finansal sistemdeki büyümeyi eksik olarak hesaplayacaklardır; çünkü, bu veriler menkul piyasalardaki gelişimleri ve döviz mevduatlarının ortaya çıkışını hesaba katmazlar. Diğer yandan, M2Y para arzı büyüklüğü, başka bir deyişle, tüm finansal varlıkların toplamı, bankaların kamu hisselerinin

oranı Türkiye’de yüzde 45 civarındadır. Bu, kamu sektörü borçlanma ihtiyacı açısından bakıldığında mali sistemin Türkiye’de sığ olduğunu işaret etmektedir. Yine Tablo 15’te Devlet İç Borçlanma Senetleri/ Toplam Mali Varlıklar (DİBS/TMV) oranı yardımıyla varılabilecek sonuç, zaten sığ olan piyasanın büyük bölümünün kamu kesimi tarafından kaynak sağlamak amacıyla kullanıldığıdır. Sığ bir mali kesim ve yüzde 7 ile yüzde 12 arasında dalgalanan KKBG yüksek enflasyonun büyük kamu açıkları ile açıklanması gereğini desteklemektedir.

Tablo 15. Türkiye’de Mali Derinleşmenin Gelişimi (1990-2000)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
M2/GSMH	18,0	18,5	17,3	14,1	16,2	16,2	18,7	19,2	20,0	27,0	22,7
M2Y/GSMH	23,5	26,5	26,6	23,7	30,7	33,4	36,8	39,0	37,0	49,0	43,5
(DİBS/TMV)*	20,0	19,1	29,1	33,6	31,5	32,5	32,6	32,6	8,37	69,0	76,6

* Toplam Mali Varlıklar İçinde Kamu Kağıtlarının Payı
Kaynak: DPT

Finansal sisteme yönelik düzenlemelerin olması gereken kurallara göre uygulanamaması sistemin derinlik kazanmasını engellemiştir. Finansal sistemin derinliğinin sığ olması doğal olarak bankacılık sektörünü de olumsuz yönde etkilemiştir. Bunun sonucunda da sistem finansal krizlere karşı duyarlılığı yüksek olan yani kırılgan bir piyasa yapısı özelliği göstermiştir. Bu olguyu kırmaya yönelik çözümlerin rafine olmaması ise sistemi tümü asimetrik bilgi teorisinin uygun bir görünüm almasına neden olmuştur.

Türkiye’de finansal piyasalara, diğer gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarında olduğu gibi, bankacılık sektörü hakim bulunmaktadır. Bunun temel nedeni de, gelişmekte olan ülkelerin hükümetlerince ekonomi politikalarını kontrol ve denetim altına alabilmek için, gelişmiş ülkelerde yasaklanmış konularda dahi, bankalara tekelci yetkilerin tanınmasıdır. Bankaların bu tekelci konumları ise, sermaye piyasalarının gelişimini olumsuz olarak etkilemiştir.

çoğunluğunu elde tutması nedeniyle finansal sistemdeki gelişmeyi saptıracaktır. Bu nedenle, M2Y büyüklüğünün GSMH’ye oranı ile toplam mali varlıkların GSMH’ye oranını incelemek derinleşme ölçümünde daha gerçekçi olacaktır.

Mali kesimin en büyük parçası Türk bankacılık sektöründe finansal serbestleşme sürecindeki dönüşüm, genel iktisadi dönüşüm ile birlikte gelişmiştir. Bankacılık sektörü 24 Ocak 1980 Kararları ile piyasa ekonomisine geçiş sürecini başlatmış, 30 ve 32 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnameler ile finansal serbestleşmenin uluslararası boyutunu tamamlamaya çalışmıştır. 1980 sonrası bankacılık sektöründe değişmeyen olguların başında ise, sektörle devlet arasındaki ilişkide dolaylı ya da doğrudan kontrolün devletin elinde olması gelmektedir. Bu oluşum bankaların bilanço yapılarını belirlediğinden sistem üzerinde dışsal müdahalenin hiçbir şekilde sona ermediği söylenebilir. Nitekim bankacılık sektörü bu süreçte kamu kesiminin sektöre yönelik müdahalelerinden şikayetçi olmuştur. Türk finans piyasasında, tasarrufları bankacılık kesimine çekmede en önemli finansal araç mevduat olmuş, yüksek enflasyon ve kamunun borçlanma gereği nedeni ile ulaşılabilen yüksek maliyetli fonlar, yüksek aktarma maliyeti ile reel kesime aktarılmaya çalışılmıştır (Çolak, 1999; 24).

2000 yılına girerken enflasyonun düşürülmesi ve ekonomik büyümeye geçilmesi yönünde bütçe disiplini ve yapısal reformlara dayalı bir ekonomik program uygulanmaya başlanmıştır. Bu kapsamda ekonomik performansı etkileyen kararlara ek olarak, mali sistemin güçlendirilmesini hedef alan ve bankacılık sektörünü doğrudan ilgilendiren çok önemli kararlar alınmış ve düzenlemeler yapılmıştır.

Programa, mali sektör reformları çerçevesinde bankaların mali bünyelerinin ve bankacılık gözetim ve denetim sisteminin güçlendirilmesi konusunda önemli adımlar atılarak başlanmıştır. 1999 Haziran ayında Bankalar Kanununda yapılan değişikliklerin ardından, Bankalar Kanununda Aralık ayında ikinci kez önemli değişiklikler yapılmıştır. Yeni Kanun ve yapılan diğer düzenlemeler ile bankacılık mevzuatı uluslararası düzenlemelere, tavsiyelere ve özellikle Avrupa Birliği direktiflerine önemli ölçüde yaklaştırılmıştır. Bankaların denetiminde ve denetim sonuçlarının alınmasında etkinliğin artırılmasına yönelik düzenlemeler yanında, risk yönetiminde uluslararası standartların yakalanması ve iç denetim sistemlerinin oluşturulmasına yönelik yeni düzenlemeler getirilmiştir.

Ne var ki mevcut yapısal sorunların bankacılık sektöründe fonlamada volatilitiyi artırması ve piyasa beklentilerine duyarlı hale getirmesi ile artan kırılganlık mali sistemde Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde ciddi krizlerin yaşanmasına neden olmuştur. Her iki krizden bankacılık sektörü önemli ölçüde etkilenmiş ve sistemin birikmiş mevcut sorunlarına çözüm bulunmasına yönelik arayışlarla Mayıs 2001'de Kanunda tekrar değişiklik yapılmıştır.¹² Bankalar Kanununun yanı sıra bankacılık faaliyetlerini düzenleyen bazı düzenlemeler de yeniden şekillendirilmiştir. Bankaların ve iştiraklerinin birleştirilmesini kolaylaştırmak üzere gerekli yasal düzenleme yapılmış ve kurumsal birleşme ve devirler için önemli vergi teşvikleri getirilmiştir.

Derinleşmesini tamamlamış finans piyasalarıyla karşılaştırıldığında, Türkiye'de finansal piyasanın henüz kurumsal açıdan yeterince çeşitlilik arz etmediği ve bu nedenle de finansal fonların daha kapsamlı olarak ve daha geniş bir kitleye ulaştırılmasının zor olduğu görülmektedir. Türk finans piyasasında aracı kurum olarak faaliyet gösteren kurumlar; Ticaret Bankaları, Yatırım Fonları, Yatırım Şirketleri, Sigorta Şirketleri ve Finans Şirketleri olarak sayılabilir.

Türkiye finans piyasaları incelendiğinde, gelişmiş ülkelerin finans piyasalarında işlem gören başlıca finansal araçların bir kısmının Türkiye'de de kullanıldığı görülmektedir. Bu itibarla, ülkemizde finansal kurumların çeşitliliğinin yeterli olmaması yanında, finansal araç çeşitliliğinin de az sayıda kurum tarafından (özellikle bankalar tarafından) sağlanması, derinleşmesini tamamlamadığını gösteren önemli göstergelerden biridir. Bu bağlamda, finansal varlıklar sermaye piyasası ve para

¹² 2000 yılı programının en önemli unsurlarından birisini oluşturan mali reformlar arasında en önemli değişiklik 4389 sayılı yeni Bankalar Kanunudur. 2000 yılı program öncesinde, 18 Haziran 1999'da kabul edilen Kanun 17 Aralık 1999 tarih ve 4491 sayılı Kanun ile son halini almıştır. Avrupa Birliği (AB) direktifleri ile diğer genel kabul görmüş uluslararası uygulamalar dikkate alınarak hazırlanan yeni Kanun ile mali sistemin güven ve istikrarının sağlanması amacıyla yönelik olarak önemli değişiklikler yapılmıştır. Ancak, Şubat 2001'de piyasalarda yaşanan gelişmeler sonrasında yeniden Kanun değişikliği gündeme gelmiştir. Kriz sonrasında uygulanmaya başlanan yeni ekonomik programın da odak noktası haline gelen bankacılık sektörünün birikmiş yapısal sorunlarının giderilmesi yönündeki önlemler kapsamında Bankalar Kanunu'nda 12 Mayıs 2001 tarih ve 4672 sayılı Kanun ile tekrar önemli değişiklikler yapılmıştır. 4389 sayılı yeni Bankalar Kanunu ile getirilen temel yenilikler idari ve mali açıdan tamamen bağımsız bir denetim ve gözetim otoritesinin kurulması, risk izleme ve yönetim anlayışının değiştirilmesi, mali bünye sorunları olan bankaların sistemik bir risk doğurmasını engelleyerek bankacılık sektörünün etkin olarak çalışmasını sağlayacak tedbirlerin alınması ve bunun için gerekli mekanizmanın oluşturulması olarak özetlenebilir.

piyasası varlıkları olarak alındığında, 1980-1993 döneminde Türk ekonomisinde finans kesiminin toplam ekonomideki payının artması anlamında finansal derinleşmenin göstergelerinden olan parasallaşmanın boyutunu görmek mümkün olacaktır. 1980'de sonra finansal varlıklar bir yandan GSMH'ya oranla önemli gelişmeler kaydederken, diğer yandan, finansal varlıkların bileşiminde de önemli değişimler meydana gelmiştir. Toplam finansal varlıkların GSMH'ya oranı dönem boyunca önemli artışlar göstermiş; dönem başında yüzde 21,9 olan toplam finansal varlıkların brüt ulusal hasılaya oranı, dönem sonunda da yüzde 49 olarak gerçekleşmiştir. Dolaşımdaki Para+Yerleşiklerin Vadeli, Vadesiz Döviz Mevduatı+Özel Finans Kurumlarının Tevdiatı+VDMK+Devlet Tahvili+Hazine Bonosu+Gelir Ortaklığı, Döviz Endeksli Senetler+Hisse Senedi+Özel Sektör Tahvil ve Bonosundan oluşan finansal varlıkların GSMH'ya oranı da 1980'deki yüzde 22.8 oranını aşarak 1999'da yüzde 50'lerin üzerine çıkmıştır.

1987 yılından itibaren sermaye piyasası varlıklarının payındaki görece artış nedeniyle payı bir miktar düşse de bankacılık kesimi varlıklarının toplam finansal varlıklar içindeki payı halen dönem başındaki yüksek düzeyini korumaktadır. 1980-1993 aralığının ilk yarısında toplam finansal varlıkların yüzde 70'ine ulaşan bankacılık kesimi varlıklarının payı, dönemin ikinci yarısında düşüşler yaşayarak yüzde 50'lere doğru gelişme göstermektedir. Sermaye piyasası varlıklarının payı da dönme boyunca sürekli artışlar göstermiştir. Toplam finansal varlık stoku içindeki payı 1985-1993 arasında aynı büyüklükte bir oranda gelişmiştir. 1980-1984 arasında ise, sermaye piyasası varlıklarının toplam finansal varlıklar içindeki payı istikrarını korumuştur. Bir yandan kamu borçlanmasındaki artışlar, diğer yandan menkul kıymet borsasının açılması, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve finansal araç çeşitlenmesi olguları sermaye piyasası kaynaklarının giderek daha yüksek pay almasının başlıca nedenleridir (Toprak, 1996; 87).

Finansal yapının derinleşmiş görünümü, kendi başına bir gösterge olarak ele alınmaz. Başarı ve istikrar için kaynakların etkin kullanımının sağlanması gereklidir. Türkiye'de, Mali Varlıklar Stoku içinde Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarının payının yüksek oluşu ve bu menkul değerlerin büyük bir kısmının da ticari bankalar tarafından tutulması finansal derinleşmenin spekülative etkisine yol açmıştır. Kaynaklar reel

yatırımlara yönelememiştir. Vadesiz mevduatın payı düşmüş, kısa vadeli ve döviz mevduatının payı artmıştır.

Sonuçta, piyasalarda spekülâtif fiyatlar oluşmuş, faiz oranları, hisse senedi fiyatları, döviz kurları, gayri menkul ve altın fiyatlarında dalgalanmalar süregelmiş, ekonomik krizler ortaya çıkmıştır. Mali sitemin ve özellikle bankacılık sektörünün sağlığı öncelikle finansal piyasalardaki dar işlem hacimlerinde kendini göstermektedir. Piyasalardaki herhangi bir dış etken küçük bir meblağdaki fonun hareket etmesiyle tüm piyasanın işlerliğini bozabilmekte, piyasaların derinliğinin olmaması yüzünden küçük spekülâtörlerin dahi Merkez Bankası olmadığı sürece döviz piyasasında, yine aynı şekilde bono ve hisse senedi piyasalarında piyasaların yönünü değiştirebilmelerine yol açmaktadır. Öte yandan piyasaların derinliği yanında finansal araçların çeşitliliğinin yetersizliği de sağlığa yol açan bir diğer etken olduğundan, gerek ekonomik gerekse ekonomi dışı nedenlerle yatırım kararları değişen insanların paralarını yönlendirebilecekleri fazla bir alan yoktur. Hisse senedi piyasası halen tam bir yatırım alanı olmazken insanlara döviz ve repo dışında başka bir seçenek kalmamıştır. Yatırım fonlarının yetersiz ve kötü yönetilmesi, özel sektör tahvilleri ve özel sektör borçlanmasının diğer enstrümanlarının bulunmaması, vadeli işlemlerin çeşitli olmaması Türkiye’de eksik ve sığ piyasaların krizlere yatkın olmasına sebep olan başka örneklerdir.

Türkiye ekonomisinde bankaların üstlendikleri risklerin yüksekliği ve geleceğe ilişkin öngörülerin yetersiz olmasından dolayı mali sektörde bir dengesizlik oluşmuş durumdadır. Bankacılık sektörü ve finansal sistem zayıfsa para politikaları verimli olamaz. Çünkü, bu koşullarda sorun yaşama eğilimindedir ve sistem enflasyon hedeflemesinin gereği olan fiyat istikrarına odaklanamaz. Kısa vadeli faizlerin hareketliliğinden en az etkilenecek derecede düzgün çalışan bir bankacılık siteminin oluşması gereği vardır. Çünkü, enflasyon hedeflemesinde Merkez Bankasının en önemli aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Kısa vadeli faizler arttırıldığı zaman bankacılık kesiminin çökmemesi gerekir. Kısa dönem faiz oranları ve mevduat munzam karşılıkları gibi politika araçlarının kullanımıyla hedeflenen fiyat istikrarının sağlanabilmesi, bu politikaların fiyat istikrarı ile çelişmemesi için, Türkiye’de sağlıklı bir bankacılık

sisteminin oluşması gerekmektedir. Dolayısıyla, herhangi bir programın başarılı olması için ön koşul, Merkez Bankası para politikası araçlarının etkin kullanılmasının finansal istikrar ile çelişmediği bir ortamın yaratılmasıdır. Bu da, bütçe açıklarının finansmanı aracılığıyla kendisine gelir aktarılmadığı zaman da işlevlerini sürdürebilecek bir bankacılık sistemi oluşturmaktan geçmektedir. Günümüzde fonlama yapılmadığı zaman finansal kriz söylemine konu olan bankacılık sistemi, ileride enflasyon hedeflemesine geçildiği zaman, enflasyon hedeflemesinin gereği olarak kısa dönem faiz oranları temel aracı kullanılınca finansal istikrarsızlık veya yüksek kamu borçlanma faizlerine yol açabilecektir. Bütçe açıklarının doğrudan halka arz yerine, bankacılık sistemi aracılığıyla sürdürülmesi durumunda, Hazine de, enflasyon hedefine ulaşmaya yönelik politikaların kendi maliyetlerini arttırdığı gerekçesiyle, karşısında olabilecektir.

Türkiye’de mali piyasaların derinliğinin sağlanması açısından, ekonomide vadelerin uzaması, piyasada işlem gören kısa vadeli araçların toplam araçlara oranının yüzde 10’un altına düşmesi gerekmektedir. Vadeler uzarsa, kısa vadeli faizlerin orta ve uzun vadeli faizleri etkilemesi son derece kısıtlı olacaktır. Bunun dışında, döviz kurlarındaki hareketliliğin fiyatları olumsuz etkilemesini engelleyecek bir ekonomik yapı oluşturulmalıdır. Bu da vadeli işlemler piyasasının faaliyete geçmesi ve aynı zamanda derinlik kazanmasına ve bankaların kur riskini rasyonel yönetmesine bağlıdır.

2.2. T.C. Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Mali baskınlığın varlığına işaret eden kriterler ve Türkiye’nin içinde yaşadığı enflasyonist ortam, ancak bazı şartların değişmesi halinde enflasyon hedeflemesi politikalarının Türkiye’de uygulanmasının mümkün olduğu sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Bununla beraber, enflasyon hedefleme politikalarının uygulanması için mali baskınlığın giderildiği varsayımı altında belirlenecek hedefler uygun para politikası uygulamakla yükümlü olacak Merkez Bankasının, enflasyon hedeflemesi dönemine başladığında İngiltere Merkez Bankasının konumuna göre daha yüksek oranda bir serbestiye sahip olduğu görülmektedir. Buna göre, İngiltere Merkez Bankası, faiz oranlarının belirlenmesi ve döviz piyasalarına müdahale gibi operasyonel açıdan bir merkez bankasının sahip olması gereken araçları ancak Mayıs 1997’de kazanmıştır.

Bununla karşılaştırıldığında, TCMB'nin operasyonel bağımsızlığını çok önceden elde ettiği görülmektedir. Ancak, yıllardır süregelen politikaları ile Merkez Bankası, Türkiye'de kamu sektörü açıklarının kapatılmasında önemli kaynaklardan birisi olagelmıştır. Bu doğrultuda, kredilerin önemli bir kısmı kamuya gitmiş ve Banka "bankaların bankası" olmak yerine "kamunun bankası" haline gelmiştir.

Fiyat istikrarının Merkez Bankasının tek ve nihai hedefi olduğu, 1211 sayılı Merkez Bankası Kanununda 25.04.2001 tarihinde 4651 sayılı Kanun ile yapılan değişikliklerle, açıkça belirtilmiştir. Merkez Bankasının kurumsal altyapısını güçlendirmeye yönelik olarak değiştirilen Kanun, Bankanın operasyonel bağımsızlığını, politika uygulamalarındaki şeffaflık ve hesapverebilirlik gibi konuları net bir biçimde içermektedir. Yasanın son halinde öngörülen Para Politikası Kurulu, politika araçlarının Hükümet ile Merkez Bankasının birlikte belirleyeceği enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesine yönelik kullanılmasını sağlayacak ve kurumsal yapıya yeni bir boyut getirecektir. Ayrıca, Merkez Bankası, fiyat istikrarı amacıyla çalışmamak koşuluyla, Hükümetin büyüme istihdam politikalarını da destekleyecektir (Serdengeçti, 2001b).

4651 sayılı Kanunla Merkez Bankasının görev tanımında yapılan değişiklikten önce de para politikasının yürütülebilmesi ve beklenmeyen olaylara anında müdahale edebilecek araçlara, yetkilere ve görev tanımına sahip olan TCMB'nin, enflasyon hedefleme politikalarına geçilmesi halinde gereken altyapıya sahip olduğu söylenebilir. Bununla beraber, siyasi karar alıcıların fiyat istikrarı hedeflerinde samimi olmaları halinde TCMB'nin bugün sahip olduğu yetki ve görevler çerçevesinde para politikasının bu hedefe yönelik olarak uygulanması mümkündür. Bu bağlamda, şartlar oluştuğunda enflasyon hedeflemesine geçilmesi halinde, sermaye akımları-döviz kuru-para politikası ilişkilerinin nihai hedef olan enflasyon oranlarıyla etkileşim içinde olmasından dolayı bu unsurlara yönelik izlenecek politika, enflasyon hedefleme politikalarının başarısını belirleyecek en önemli unsur olacaktır (Malatyalı, 1998; 62).

2.2.1. Türkiye’de Merkez Bankacılığının Gelişimi

Türkiye’de Merkez Bankası parasal yetki kurumudur. Merkez Bankası kurma çalışmaları Cumhuriyetin ilk yıllarına dayanır. Türk parasının kıymetini koruma konusunda kararlı olan Cumhuriyet yöneticileri 1926’da Merkez Bankasının kurulma hazırlıklarını başlatmıştır. Osmanlı Bankası Merkez Bankasının kuruluşunu tamamlamak için “Türk Parasının Kıymetini Koruma” hakkındaki kanunu çıkarmıştır. Merkez Bankası 11 Haziran 1930 tarih ve 1715 sayılı yasa ile kurulup 3 Ekim 1931’de fiilen çalışmaya başlamıştır. TCMB bir anonim ortaklık olarak kurulmuştur. Kuruluş aşamasında Merkez Bankası üzerinde Hazine’nin ve Maliye Bakanlığı’nın etkisinin mümkün olduğu kadar az olması amacıyla Hazine’nin hissesi yüzde 15’te tutulmuş, bağımsız olmasına çaba gösterilmiştir. Daha sonra 14 Ocak 1970’te 1211 sayılı TCMB yasası 1715 sayılı yasanın yerini almıştır. Merkez Bankasında Hazine’nin hissesi yüzde 15’ten yüzde 51’e çıkarılmış, 1211 sayılı yasa 6.12.1984’te 3098, 3291 sayılı yasa 28.5.1986’da yeniden düzenlenmiştir. TCMB’nin kuruluşundan itibaren bağımsızlık ilkesi vardır ancak günümüze kadar ki uygulamalarda bunun sadece yasada kaldığı görülmektedir.

TCMB’nin işlevlerini 1211 sayılı yasanın dördüncü maddesinde bulmak mümkündür. Buna göre TCMB’nin işlevleri şunlardır:

- Para ve kredi politikasını kalkınma planları ve yıllık programlar göz önünde bulundurularak ekonominin gereklerine göre ve fiyat istikrarını sağlayacak şekilde yürütmek,
- Hükümetle işbirliği yaparak ulusal paranın iç ve dış değerini korumak amacıyla gereken önlemleri almak,
- Ulusal paranın hacmini ve dolaşımını 1211 sayılı yasa uyarınca düzenlemek,
- Yasa uyarınca bankalara kredi açma işlerini yürütmek,
- Açık piyasa işlemleri yapmak,
- Mevduat vade ve türleri ile mevduatta vade sürelerini ve bunların geçerli olduğu süreleri belirlemek,

- Ulusal para, altın ve döviz arasındaki değişim oranlarını hükümetçe belirlenecek kurallar çerçevesinde belirlemek,
- Altın ve döviz rezervlerini mevzuat ve hükümet kararları çerçevesinde ülke ekonomik çıkarlarına uygun şekilde yönetmek,
- Hükümetçe alınacak kararlar çerçevesinde borsada döviz ve değerli madenler üzerinde işlem yapmak,
- Tasarruf Mevduatı ve Sigorta Fonu'nu temsil etmek ve yönetmek,
- Hükümetin mali ve ekonomik danışmanlık, mali ajanlık ve haznedarlık görevlerini yerine getirmek.

TCMB bu görevleri yerine getirirken şu yetkileri kullanır:

- Türkiye'de kağıt para basma tekeli TCMB'ye aittir.
- Banka, para ve kredi konularında karar alma ve 1211 sayılı yasa ile kendisine verilen yetkiler çerçevesinde hükümete öneride bulunma yetkisine sahiptir.
- Banka, uygulayacağı reeskont, iskonto ve faiz oranlarını, hükümetçe izlenen ekonomi politikalarını da dikkate alarak belirlemektedir.
- Bankaların yürürlükteki yasal mevzuata uygun davranıp davranmadıklarını denetleme yetkisine sahiptir.

İzleyen bölümlerde, sözü edilen ve üzerinde görüş birliği olan bazı bağımsızlık kriterlerine göre TCMB'nin bağımsızlığı değerlendirilecektir.

2.2.1.1. 1211 Sayılı Yasanın Sağladığı Bağımsızlık (Yasal Bağımsızlık ve Yetki Karmaşası

Yasaya göre TCMB fiyat istikrarını sağlamakla yükümlü olup, faaliyetlerinde bağımsız hareket edebilecektir. Buna ilişkin yasadaki açık metne rağmen Banka, kendisine yasa ile verilen bu gücü çoğu kez kullanamamış ve bu da kredibilitesine ve kendisine duyulan güvene gölge düşürmüştür. Her şeyden önce, para politikasının

yürütülmesi konusunda TCMB ile Hazine arasında ciddi bir yetki karmaşası vardır.¹³ 1983 yılında Hazine'nin, Dış Ticaret Genel Müdürlüğü ile birleştirilip Başbakanlığa bağlanması ve sonra da 20.12.1994'te 4059 sayılı yasa ile bağımsız bir müsteşarlık haline getirilmesi para politikalarının oluşturulması ve uygulamasında yetki karmaşasını (dolayısıyla çıkar çatışmasını) başlatmıştır. Yasayla, para ve kredi politikalarının uygulanması görevi her iki kurumun koordinasyonu sonucu oluşturulacak politikalarla yerine getirilecektir. Üstelik bu çift başlılık hem para politikasının yürütülmesinde hem de para politikası araçlarının seçiminde söz konusudur. Bu nedenle, TCMB yapılan bu düzenlemelerle para politikası üzerindeki hükümranlığını yitirmiş gözükmektedir.

2.2.1.2. Mülkiyet (Sermaye Yapısı) Bağımsızlığı

Bankanın kuruluşunda yüzde 15 olarak belirlenen Hazine'nin sermaye payı, 1970'te yürürlüğe giren 1211 sayılı yasa ile yüzde 51'e çıkarılmıştır. TCMB'nin özel hukuk hükümlerine bağlı olarak bir anonim şirket bünyesinde kurulmuş olmasının nedenlerinden birisi de, muhtemelen işlevlerini yerine getirirken politik karar organlarından bağımsız davranabilmesini sağlama düşüncesidir. Bu anlamda 1930 yılında yürürlüğe giren 1715 sayılı yasa, 1211 sayılı yasadan da özerk bir anlayışa sahiptir. Yüzde 51 payın Hazine'nin elinde olması bir anlamda Bankanın Hazine'nin kontrolüne girmesi demektir. Bu durum, TCMB'nin bit kamu kuruluşu gibi denetim altına alınması amacı şeklinde algılanabilir. Böylece Hükümet, Hazine vasıtasıyla TCMB Meclisinde ve dolayısıyla Genel Kurulunda çoğunluğa sahip olmaktadır. Uygulamada da bu doğrultuda olmuştur. Ancak, aslında ortaya çıkan sonuç, Bank of England örneğinde olduğu gibi, yerleşik geleneklerle de bağlantılıdır.

2.2.1.3. TCMB Başkanının (Guvernörün) Görev Süresi

İlgili yasanın 25. maddesine göre, TCMB Başkanı, Banka Meclisinin teklifi üzerine Bakanlar Kurulu kararıyla 5 yıllık süre için atanırlar. Bu süre sonunda tekrar atanmaları mümkündür. Ancak, süregelen uygulamada Banka Meclisinin bağımsız bir

¹³ Ayrıca, T.C. Anayasası'nın 167. Maddesinde "Devlet para, kredi, sermaye, mal ve hizmet piyasalarının sağlıklı ve düzenli işlemlerini sağlayıcı ve geliştirici tedbirleri alır..." yükümlülüğü vardır. Bu anayasal zorunluluğu Hükümet adına Hazine yerine getirmek durumundadır.

irade ile başkan adayı belirlemesine izin verilmez ve aday Hükümetçe belirlenir. 19. Maddenin ikinci fıkrasına göre, Banka Meclisi, Başkan ve Genel Kurulca seçilecek 6 üyeden oluşur. Kısacası, yönetimde söz sahibi Banka Meclisi üyelerini Genel Kurul seçmektedir. Genel Kurulda Hazine'nin payı yüzde 51 olduğuna göre Meclisin alacağı kararlarda Hükümetin dolaylı etkisi ortadadır.

Merkez bankası bağımsızlığı alanındaki literatür, guvernörün atanma sıklığının bağımsızlığı özellikle gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde belirlediğini ortaya koymaktadır. Türkiye'de kağıt üzerinde görev süresi 5 yıl olmasına karşın, 1980-1996 yılları arasında 7 guvernör atanmıştır. Bu durum, başkanların ortalama görev süresinin pratikte 2,5 yıldan daha az olduğunu ortaya koymakta olup, düşük bağımsızlığın önemli bir göstergesidir. Gerçekten de hükümet sık sık yeni guvernör seçebiliyorsa, kendi isteklerini yerine getirecek kişileri de seçme olanağını bulacaktır. 1980-1996 yılları arasındaki atamaların hükümetin iş başına gelmesinden itibaren ilk 6 ay içerisinde yapılması, bu atamaların açıkça politik motivle yapıldığını göstermektedir. Bu, yılda 0,33 gibi bir değişim hızına tekabül eder ki bu demokratik bir sistemde ortalama olarak 4 yılda bir değişen hükümetin değişim hızından (ki bu yılda 0,25'e karşılık gelir) daha büyük bir sıklık gösterir (Berument, 1998). Üstelik, görev süresinin yenilebilir olması, Bankanın siyasi otoriteye bağımlılığını arttırıcı bir faktör olabilmektedir. Çünkü, yeniden seçilmek isteyen başkan, Hükümetin siyasi tercihlerine daha açık hale gelmektedir (Aktan; Utkulu; Togay, 1998; 155).

2.2.1.4. Hazine-TCMB İlişkisi ve Kısa Vadeli Avanslar

Para ve kredi politikasının yürütülmesinde Türkiye'de ikili bir yapıdan söz etmek mümkündür. Hazine Müsteşarlığı Kuruluş Kanununun 2. maddesinin 1. fıkrasında "*Türk parasının dolaşımını ve istikrarını sağlamaya yönelik politikaları TCMB ile birlikte oluşturmak ve uygulamak, para politikası ile ilgili konularda Hazine ve TCMB ilişkisini kurmak,...*" şeklinde ifadeye yer verilmiştir. TCMB Kanun ve Statüsünde yine Banka ve Hükümetin para ve kredi politikalarını birlikte uygulamalarına yönelik ifadeler farklı konularda sıkça kullanılmıştır.

Bilindiği gibi, Merkez Bankası, Hazinesinin kasası ve saymanıdır. Kağıt paranın karşılığı devletin itibarı olduğuna göre, Banka, devlet parasını basmaktadır. 1715 sayılı kanunda Hazineye ait hisseler yüzde 25 tavanı ile sınırlandırılmış iken, 1211 sayılı yasada en az yüzde 51 olarak belirlenmesi, merkez bankacılığındaki sistem ve görüş değişikliğini yansıtmaktadır. İlk yasada, merkez bankalarının devlete karşı bağımsız ve özerk olması görüşü esas alınırken, ikinci yasada devlet denetiminde emisyon tekeline sahip merkez bankacılığı görüşü esas alınmaktadır.

Türkiye’de 1947 yılından beri Banka, bütçe ödeneklerinin yüzde 15’ine kadar bir tutarı Hazineye kısa vadeli avans olarak verebilmektedir. İlk yasada Merkez Bankasının Hazineye avans vermesi öngörülmemiş, TCMB ilk krediyi 1942’de ve altın karşılığında Hazineye (250 Milyon TL) vermiştir. 1947 yılından itibaren de bütçe ödeneklerinin yüzde 15’i kadar Hazineye kısa vadeli avans uygulaması getirilmiş, 1960 İhtilali sonrasında kısa bir süre bu oran yüzde 5’e inmiş, sonra yeniden yüzde 15’e çıkmıştır. 1994 mali krizi sonrasında çözüm arayışı sonucu, yasada değişikliğe gidilmiştir. Merkez Bankasının Hazinesinin kasası gibi görev yapması sonucunda para arzının artmasını önlemek için 5 Nisan 1994 Kararları çerçevesinde çıkarılan bir yasa ile Hazineye açılan kısa vadeli avans miktarının aşamalı olarak indirilmesi kararlaştırılmıştır. Buna göre, 1 Ocak 1995’ten sonra, Bankanın Hazineye vereceği kısa vadeli avanslar, her yıl cari yıl genel bütçe ödenekleri toplamının, bir önceki mali yıl genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarının yüzde 12’sini geçemeyecektir. Bu oran, 1996 yılı için yüzde 10, 1997 yılı için yüzde 6, 1998 ve izleyen yıllar için yüzde 3’tür.

Öte yandan, 30 Temmuz 1997 tarihinde Hazine ile TCMB arasında parasal istikrarı sağlamaya yönelik olarak bir protokol imzalanmıştır. Bu protokol ile Merkez Bankasının her yıl bir para programını uygulamaya koyması, kısa vadeli faiz oranlarının sadece TCMB tarafından belirlenmesi yönünde kararlar alınmıştır. Protokole göre, Merkez Bankasınca para programının etkinlikle uygulanmasını sağlamak üzere Hazine, kısa vadeli avans da dahil olmak üzere, her türlü parasal ilişkisini Merkez Bankası ile uyumlu olarak ve para programını bozmayacak şekilde, Merkez Bankasını önceden bilgilendirmek suretiyle kullanacaktır. Böylece, TCMB parasal program veya politikasını oluştururken daha rahat ve bağımsız hareket etme şansı bulabilecektir.

(Aktan; Utkulu; Togay, 1998; 158). Bu protokol sonrası, Hazine kısa vadeli avans kullanımını Eylül 1998'e kadar tamamıyla durdurmuş, Rusya krizi sonrasına rastlayan dönemde ise, Hazine her ay sonunda "sıfır" bakiyeye indirmek suretiyle bu kaynağı finansman politikası çerçevesinde ihmal edilebilir miktarlarda kullanmıştır. Bu sistem hala devam etmektedir.

Merkez bankalarının bağımsızlığının en temel göstergelerinden biri de Hazine ve kamu kurum ve kuruluşlarına kredi açma zorunluluklarının olmamasıdır. Türkiye'de bu konuda olumlu bir gelişme olarak 4651 Sayılı Merkez Bankası Yasasının 5 Kasım 2001 tarihinde yürürlüğe giren 56. maddesi uyarınca, bu tarihten itibaren Merkez Bankasının Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına kredi açması, avans vermesi, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alması yasaklanmıştır. Banka bu Yasayla yetki veren işlemler dışında avans veremeyecek ve kredi açamayacaktır. Merkez Bankasının vereceği avans ve açacağı kredi teminatsız veya karşılıksız olamayacak, her ne şekilde olursa olsun kefil olamayacak ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremeyecektir.

2.2.1.5. Merkez Bankası ve Hükümetin Politika Hedeflerinin Çatışması

Merkez Bankasının öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak ve korumaktır. Buna göre; Bankanın, Hükümetin hedeflediği büyüme ve istihdamı artırma gibi diğer ekonomi politikası amaçlarını desteklemesi ancak fiyat istikrarı amacına ters düşmüyor ise mümkün olmalıdır. Ancak, uygulamada bu alanda ciddi çatışmalar yaşanabilmektedir. Gerçekten de, 1211 sayılı yasanın 4. maddesine göre, TCMB bağımsız olarak hareket ederek fiyat istikrarını sağlamakla yükümlüdür. Yasa bu konuda çok açıktır.

Ancak, yasanın yine aynı maddesinin bir diğer bendine göre, TCMB'na ekonomik gelişmeye yardımcı olma görevi de yüklenmiştir. Merkez Bankasının bir yandan Hükümetin büyüme politikasına finansal destek verirken, diğer yandan da fiyat istikrarı amacına ulaşabilmesi güçtür. Öte yandan, Bankaya asıl görevi olan fiyat

istikrarını sağlama yanısıra ek ekonomi politikası hedefleri verilmesi sadece hedefler arasında etkin bir eşgüdümün sağlanma şansını zayıflatmakla kalmayıp, olası bir başarısızlık durumunda Bankanın kredibilitesini de olumsuz yönde etkileyebilecektir. Üstelik, böylesi bir çatışma para politikasının şeffaflığını azaltır.

Söz konusu ikilemi ve çatışmayı yaratabilecek bir diğer ifade de, yine 1211 sayılı yasanın 4. maddesinin 3. bendinde yer almaktadır. Buna göre, TCMB Hükümete gerektiğinde para ve krediye ilişkin önlemlerin alınması konusunda görüş bildirmekle yükümlüdür. Yani, yasanın bu ifadesine göre Hükümet, TCMB'na ancak gerek duyduğu durumlarda başvuracaktır. Oysa, zaten 1211 sayılı yasa, para ve kredi politikalarını yürütme görevini tamamen TCMB'na vermiştir. Yasadaki bu iki ayrı ifade açıkça birbiriyle çelişmiş ve Bankanın yasadan aldığı bağımsızlık erkinin uygulamada işletilememesine yol açmıştır.

2.2.1.6. 1211 Sayılı Kanunda 25.04.2001 Tarih ve 4651 Sayılı Kanun İle Getirilen Yenilikler

25.04.2001 ve 4651 Sayılı Kanunla yapılan değişikliklerle, öncelikle Merkez Bankalarının bağımsızlıkları konusundaki ilkeler gerçekleştirilmeye çalışılmıştır.

Bir bağımsızlık ölçütü olarak, TCMB'nin temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve Bankanın para politikasının belirlenmesinde ve uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır. Banka fiyat istikrarını sağlamak, enflasyonla mücadele edebilmek için günümüz merkez bankacılığında kullanılan para politikası araçlarını doğrudan belirleme ve kullanma ile görevli ve yetkili kılınmıştır. Böylece, Bankaya araç bağımsızlığı verilmiş, diğer bir deyişle, Bankanın, temel amacı doğrultusunda gerekli gördüğü işlemleri gerekli göreceği araçlarla yapması sağlanmıştır. Bankanın bu Kanun ile kendisine verilen görev ve yetkileri kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getireceği ve kullanacağı vurgulanmıştır. Bağımsızlığın sağlanması kapsamında Hazineye ve kamu sektörüne avans ve kredi verilmesi uygulaması kaldırılmış, Hazine ile kamu kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarının birincil piyasadan satın alınması yasaklanmıştır ve bunu sağlayan 56. madde

yürürlüğe girmiştir. Bu bağlamda, Bankaca Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarının fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla desteklenmesi öngörülmüştür. Başkan yardımcılarının atanması, görev süreleri, görevden alınmaları konusundaki düzenlemelerle bağımsızlık kriterlerinden biri daha gerçekleştirilmiştir. Bankanın, para politikasının belirlenmesinde ve uygulanmasında şeffaflığı ve para politikası kararlarında hesapverebilirliği/açıklanabilirliği artırılmıştır.

Benimsenen bu ilkelerle Bankanın bağımsızlığı sağlanmaya çalışılırken, siyasi sorumluluk taşıyan ve mali politikaları yürütme yetkisi ile donatılan Hükümetle uyum içinde çalışması gereği de göz ardı edilmeyerek, birlikte hareket edilmesi gereken konular da düzenlenmiştir. Banka araç bağımsızlığını kazanırken, demokratik teamüllere uygun bir biçimde enflasyon hedefini Hükümetle birlikte belirleme görev ve yetkisiyle donatılmıştır. 1211 Sayılı Kanunun eski hükmünde de mevcut olduğu gibi, Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki denkliliğini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek yetkisi de Hükümetle birlikte kullanılacaktır. Fiyat istikrarının sağlanmasında etkinlik sağlanması amacıyla, dünyadaki uygulamalar da göz önüne alınarak Banka bünyesinde ağırlıklı olarak danışma fonksiyonu ifa etmek üzere Para Politikası Kurulu oluşturulmuş ve Kurulun bir üyesinin de müşterek kararlar atanması öngörülerek, burada da Hükümet politikalarıyla bağlantı sağlanmaya çalışılmıştır.

Temel amacına ulaşmak için Bankaya yeni görev ve yetkiler verildiği gibi, mevcut görev ve yetkilerin kapsamı da genişletilmiştir. Fiyat istikrarına yönelik bir para politikasının gerektirdiği analitik ve istatistiksel yeterliğin artırılması için, banka, finansal sistemle tüm istatistiksel bilgiler ile ekonomideki gelişmelerin izlenmesinde gerekli görülecek diğer istatistiksel bilgileri toplama yetkisine sahip kılınmıştır. Finansal sistemde istikrarı sağlama görev ve yetkisi kapsamında bankaya mali sistemin taşıdığı risklerin belirlenmesi amacıyla, sistemi izleme ve değerlendirmeler yapma, mali sistemdeki risklerin sektörün geneline yayılmasını önlemek için gerekli tedbirleri alma yetkileri verilmiştir. Banka, makro ekonomik dengelerin sağlanması açısından, teknolojik gelişmelerden de yararlanarak etkin ve güvenilir bir ödeme sistemi kurmak ve sürdürmekle görevlendirilmiştir.

Bankaya verilen yeni görevlerle belirlenen hedefler sonucu ve ekonomik koşullarda meydana gelen değişiklikler nedeniyle uygulanma olanağı kalmayan maddeler yürürlükten kaldırılmıştır. 4651 sayılı Kanunla, 1211 sayılı Kanunun 14 maddesinde değişiklik yapılmış, yedi maddesi yürürlükten kaldırılmış ve Kanuna bir yeni madde eklenmiştir. Bu değişikliklere göre Kanunun bazı maddeleri aşağıda sıralanmaktadır.

2.2.1.6.1 Temel Görev ve Yetkiler

Bankanın Temel Görevleri;

- a) Açık piyasa işlemleri yapmak,
- b) Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek, Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk Lirası ile değişimi ve diğer türev işlemlerini yürütmek,
- c) Bankaların ve Bankaca uygun görülecek diğer mali kurumların yükümlülüklerini esas alarak zorunlu karşılıklar ve umumi dispo nibilite ile ilgili usul ve esasları belirlemek,
- d) Reeskont ve avans işlemleri yapmak,
- e) Ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek,
- f) Türk Lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmak, kurulmuş ve kurulacak sistemlerin kesintisiz işlemlerini ve denetimini sağlayacak düzenlemeleri yapmak, ödemeler için elektronik ortam da dahil olmak üzere kullanılacak yöntemleri ve araçları belirlemek,
- g) Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak,
- h) Mali piyasaları izlemek,
- ı) Bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemektir.

Bankanın Temel Yetkileri;

- a) Türkiye'deki banknot ihracı imtiyazı tek elden Bankaya aittir.
- b) Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur.
- c) Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir.
- d) Banka, olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda, belirleyeceği usul ve esaslara göre bu Fona avans vermeye yetkilidir.
- e) Banka, nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme işlemlerini yürütür.
- f) Banka, bankaların ödünç para verme işlemlerinde ve mevduat kabulünde uygulayacakları faiz oranlarını, belirleyeceği usul ve esaslara göre bankalardan istemeye yetkilidir.
- g) Banka, mali piyasaları izlemek amacıyla bankalar ve diğer mali kurumlardan ve bunları düzenlemek ve denetlemekle görevli kurum ve kuruluşlardan gerekli bilgileri istemeye ve istatistiki bilgi toplamaya yetkilidir.

Bankanın Başlıca Müşavirlik Görevleri;

- a) Banka, Hükümetin mali ve ekonomik müşaviri, mali ajanı ve haznedarıdır. Bankanın Hükümetle ilişkisi, Başbakan aracılığıyla sağlanır.
- b) Banka, finansal sistemle ilgili olarak istenilecek hususlarda Hükümete görüş verir.
- c) Banka, bankalar ve uygun göreceği diğer mali kurumlar hakkındaki görüşlerini ve tespitlerini Başbakanlık ile bu kurum ve kuruluşları düzenleme ve denetleme yetkisine sahip kuruluşlara bildirebilir.

Banka, bu Kanunla ve mevzuatla kendisine verilen yetki ve görevlerle ilgili olarak düzenlemeler yapmaya ve bunları uygulamaya, bu düzenlemelere tabi kurum ve kuruluşlar nezdinde bunlara uygun hareket edilip edilmediğini ve kendisine gönderilen

bilgilerin doğru olup olmadığını denetlemeye görevli ve yetkilidir. Banka, bu Kanun ile kendisine verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır.

2.2.1.6.2. Bankanın Organları

Bankanın organları şunlardır:

- a) Genel Kurul
- b) Banka Meclisi
- c) Para Politikası Kurulu
- d) Denetleme Kurulu
- e) Başkanlık (Guvernörlük)
- f) Yönetim Komitesi

Para politikası stratejisi ve enflasyon hedefi doğrultusunda uygulanabilecek para politikasına ve kullanılacak para politikası araçlarına ilişkin kararların alınmasında Banka Meclisinin görevli ve yetkilidir. Para Politikası Kurulu kararları, Başkan (Guvernör) tarafından yürütülür ve Banka Meclisine bilgi sunulur. Para Politikası Kurulu, Başkanın başkanlığı altında, Başkan Yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkanın önerisi üzerine müşterek kararlar atanacak bir üyeden oluşur. Hazine Müsteşarı veya belirleyeceği Müsteşar Yardımcısı toplantılara oy hakkı olmaksızın katılabilir. Başkanlık, Başkan Yardımcılığı ve Banka Meclisi üyeliği görevi sona erenlerin Para Politikası Kurulu üyeliği de sona erer. Müşterek kararlar atanacak üyenin görev süresi 5 yıldır.

Para Politikası Kurulu;

- a) Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi,
- b) Para politikası çerçevesinde Hükümetle birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesi,

- c) Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak Hükümetin ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi,
- d) Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirlerin alınması ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejiminin belirlenmesi ile görev ve yetkilidir.

2.2.1.6.3. Para-Kredi Konusunda Bankanın Bazı Görev ve Yetkileri

Banka, nihai kredi mercii sıfatıyla ödeme sisteminde aksamalara sebep olabilecek geçici likidite sıkışıklıklarını ve finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasını engelleyebilecek teknik kaynaklı ödeme sorunlarını gidermek amacıyla, sisteme, teminat karşılığında gün içi veya gün sonu kredi imkanı sağlayabilir.

Banka, 4389 sayılı Bankalar Kanununun 15. Maddesinin (5) numaralı fıkrasının (b) bendi uyarınca, olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulunun talebi üzerine bu Fona avans vermeye yetkilidir.

Bankaca, banka sisteminde belirsizlik ve güvensizlik oluşması ve fon çekilişlerinin hızlanması halinde, haklarında belirsizlik ve güvensizlik oluşan bankalara, şartları Banka tarafından kararlaştırılmak üzere, fon çekilişlerini karşılayacak miktarda kredi verebilir. Bu hüküm gereğince kendisine kredi verilen bankaların iflası halinde Banka, verilen kredi miktarı ve faizi için iflas masasına imtiyazlı alacaklı sıfatıyla iştirak eder.

2.2.1.6.4. Bankanın Hükümetle Olan İlişkileri ve Bununla İlgili Görevler

Bankanın, hükümete karşı mali ve ekonomik müşavirlik, mali ajanlık ve haznedarlık görevi yanında özel denetim ve kamuoyunun aydınlatılması görevi de

vardır. Bu görev kapsamında, Başkan tarafından, Banka faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikası hakkında her yıl Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kuruluna rapor sunulur. Banka, faaliyetlerine ilişkin olarak, yılda iki defa Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonunu bilgilendirir. Banka, para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporlar hazırlar ve kamuoyuna duyurur. Raporların hangi dönemler itibariyle hazırlanacağı, kapsamı ve açıklanma usulü Bankaca belirlenir. Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşılamaması ya da ulaşılamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar.

3. STRATEJİK VE OPERASYONEL ÖZELLİKLER AÇISINDAN DEĞERLENDİRME

Enflasyon hedeflemesine geçiş için Türkiye'nin mevcut koşullarının uygun olup olmadığı ile ilgili tartışmalar devam ederken, TCMB'nin hızlı bir şekilde devam eden teknik çalışmaları, bu politika değişikliğinde ne kadar kararlı olduğunu göstermektedir. TCMB tarafından yapılan açıklamada Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin "Merkez Bankası veya Merkez Bankası ile Hükümetin birlikte belirlediği enflasyon hedefinin kamuoyuna açıklanmasına ve para politikası başta olmak üzere tüm ekonomik politikaların koordineli bir şekilde bu hedefe ulaşmak için yönlendirilmesi esasına dayandığı" belirtilmiştir. TCMB enflasyon hedeflemesi üzerine kurulu para programının teknik ayrıntılarını hazırlamak için 2002 Haziran ayını beklemeyi kararlaştırmıştır. Merkez Bankası, hazırlık sürecinde, söz konusu para politikası çerçevesini uygulamakta olan diğer ülke yetkilileri ile görüşmeye devam edeceğini ve gerektiğinde ek teknik yardım talep edeceğini belirtmektedir.

2002 yılında resmi enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi öncesinde, 2002 yıl sonu için yüzde 35 TÜFE artışı hedefleyen, 2003'te yüzde 20 ve 2004'te yüzde 12 oranında TÜFE artış oranı öngören, orta dönemli bir enflasyonu düşürme yolu ilan edilmiştir. Aynı zamanda, enflasyon hedeflemesine yönelik teknik hazırlıklar kapsamında üçer aylık Para Politikası Raporu 2001 Kasım ayında yayımlanmıştır. Söz konusu rapor, enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle yayımlanmaya başlanacak

enflasyon raporunun bir ön raporu niteliğindedir. Yeni faaliyete geçen Para Politikası Kurulu ise TCMB'nin başlıca hedefi olan fiyat istikrarıyla uyumlu bir para politikasının ilke ve stratejilerinin belirlenmesinden sorumludur. Kurul, halihazırda ilk toplantısını gerçekleştirmiş olup, şeffaflığın artırılmasına yönelik çabaların bir parçası olarak, toplantılarının ardından basın açıklamaları yayımlanmaktadır. İletişimi arttırmak, faiz değişikliklerine ve operasyonlara ilişkin yapılmakta olan basın duyuruları devam edecektir. Enflasyonla mücadelede, aynı zamanda, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunundaki Hazine'ye kredi açılmasına yönelik olarak 5 Kasım 2001 tarihinde yürürlüğe giren değişiklik ile getirilen yasal engelden de kuvvet alacaktır. Hükümet, enflasyonu düşürme çabalarında kendi üzerine düşen sorumluluğu sıkı bir mali disiplin sağlamak suretiyle yerine getirecektir.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler genelde TÜFE enflasyon oranlarını kullanmışlardır. Türkiye için salt TÜFE'nin kullanılmaması; krizler yaşayan bir ülke olarak şoklara hazırlıklı olmak bakımından, enflasyonun bu şoklardan arındırıldığı çekirdek enflasyonun kullanılması yaygın bir görüştür. Kur riskine bağlı olarak ithalat-ihracat fiyat endeksindeki oynamalarını, petrol ve kamu kesimi fiyatlarını, yine TÜFE içinde önemli ağırlığa sahip olan konut-gayrimenkul fiyatlarını, öte yandan gıda harcamalarından ve faiz maliyeti ile doğal felaketlerin (deprem gibi) etkilerinden arındırılmış bir "temel TÜFE" belirleyip, bunun üzerinden enflasyon hedeflemesine geçmek daha yararlı olacaktır.

TCMB yeni bir enflasyon endeksi hazırlamaktadır. Hazine ve DİE ile birlikte yürütülen çalışma sonucunda, çekirdek enflasyon olarak tanımlanan yeni bir endeks açıklanacaktır. DİE'nin her ay açıkladığı enflasyon rakamlarını belirlediği sepetin dışında, enflasyonu doğrudan etkileyen mal ve hizmetleri içerecek ve özellikle imalat sanayideki fiyat artışlarını temel alacak bu sepet, diğer ülkelerdeki çalışmalar dikkate alınarak oluşturulmaktadır. Hazırlanacak ve çekirdek enflasyon olarak da adlandırılacak bu yeni endeks, enflasyon hedeflemesinde açıklanacak tahminlerde baz oluşturacaktır. TCMB Ocak 2002 tarihinden itibaren DİE'nin açıklayacağı endekse değil, bu yeni hazırlanacak çekirdek enflasyon endeksine göre hedef belirleyecektir. Yetkililer, DİE'nin de 2002'de yapacağı tüketim alışkanlıkları anketinin ardından yeni bir

enflasyon sepeti hazırlayacağını, daha sonra bu iki endeksin ortak olarak uygulanacağını belirtmektedirler. Bu sistemi yürütmek için gerekli olan bağımsız kurum bakımından Merkez Bankası Yasası çıkarılmıştır.¹⁴

Merkez bankalarının geleneksel fiyat endekslerinden yola çıkarak, enflasyon trendini yakalamaya yönelik düzenlemeleri yapmak suretiyle, çekirdek enflasyonu verecek yeni fiyat endeksleri oluşturmaları gittikçe sık rastlanan bir uygulama haline gelmektedir. İşte bu doğrultuda, TCMB koordinasyonunda DPT, Hazine ve DİE temsilcilerinden oluşan “Teknik Çalışma Komitesi”, 29 Haziran 2000 tarihinden itibaren çalışmalarına devam etmektedir. Bu çalışmalarının bir parçası olarak da, Mayıs 2001’de, çekirdek enflasyonun analizine yönelik ve “Çekirdek Enflasyon Teknik Komite Çalışma Raporu” adı altında bir çalışma yayımlanmıştır.

Teknik Çalışma Komitesi, çekirdek enflasyon ölçümlerini iki ana grupta toplamaktadır:

- 1) *Kalıcı bir öge olarak çekirdek enflasyonun ölçümü*: Ölçülen enflasyonun kalıcı ya da istikrarlı kısmı ile geçici kısmı arasındaki farka dayanmaktadır. Kalıcı öge, genel olarak, trend enflasyon ile eşanlamlı olarak da kullanılmakta ve geçici fiyat şokları ile kalıcı enflasyon şokları arasındaki farkı belirlemede kullanılmaktadır.
- 2) *Genel bir öge olarak çekirdek enflasyonun ölçümü*: Enflasyon davranışlarını toplulaştırılmış olarak incelemekten çok, ayrıştırılmış alt kalemler bazında değerlendirmeye dayanmaktadır. Bu yaklaşımda, fiyat değişimlerinin, bir genel faktör ve bir görelî fiyat değişim ögesinin toplamından oluştuğu varsayılmaktadır. Genel kısım, enflasyon beklentilerini, talep hareketlerini ve parasal gelişmeleri yansıtırken; görelî fiyat değişimleri sektörel arz şoklarına işaret etmektedir.

Çekirdek enflasyonun tahminine yönelik kullanılan yöntemler, yukarıda bahsedilen birinci grup yaklaşımında, a) Tek Değişkenli Yöntemler (düzeltme, hareketli

¹⁴ Kaynak: “Enflasyon Hedeflemesine Doğru”, <http://www.ozgurpolitika.org/2001/08/11/hab17.html>

ortalamalar, mevsimsel ayarlama, Hodrick-Prescott Filtresi); b) Çok Değişkenli Yöntemler (yapısal vektör oto regresyon modeli, uzun dönem denge fiyat seviyesi yaklaşımı); c) Stokastik Yöntemler (uç fiyatların çıkarılmasıyla hesaplanan ortalamalar, medyan; ikinci grupta, a) Spesifik Ayarlama (dolaylı vergi, sübvansiyonlar, uluslararası ticaretteki fiyat şokları, istisnai kur değişimleri gibi geçici şokların arındırılması); b) Yeniden Ağırlıklandırma (standart sapma veya görelî fiyat ağırlık yöntemi, dinamik faktör endeksi) olarak sıralanabilir.

Türkiye açısından yapılan çalışmalarda, stokastik ve spesifik ayarlama yöntemleri seçilirken; içsel ve dışsal duyarlılık testleri sonucunda, TÜFE’de, mevsimsel fiyatlar hariç TÜFE, ağırlıklı medyan ve aritmetik ortalama 19 (yüzde 19’luk optimal kesinti oran ile) anlamlı sonuçlar verirken; TEFE’de, enerji fiyatları hariç TEFE, medyan TEFE ve ağırlıklı aritmetik ortalama 12 (yüzde 12’lik optimal kesinti oran ile) serileri anlamlı bulunmuştur¹⁵ (Tablo 16).

Tablo 16. Alternatif Çekirdek Enflasyon Serileri ve Para Politikası Göstergeleri (Uzun Dönemli İlişkiler)

	M2Y	M2Y+Repo	Kur Sepeti
TÜFE			
Mevsimsel fiyatlar hariç TÜFE	0.659	0.622	0.765
Ağırlıklandırılmış TÜFE medyan	0.646	0.615	0.759
TÜFE’den uç fiyatların yüzde 19 çıkarıl.hes.ort.	0.614	0.582	0.727
TÜFE’den uç fiyatların yüzde 45 çıkarıl.hes.ort.	0.603	0.543	0.714
TÜFE medyan	0.602	0.541	0.708
TEFE			
Enerji fiyatları hariç TEFE	0.824	0.559	0.867
TEFE medyan	0.607	0.560	0.659
TEFE’den uç fiyatların yüzde 19 çıkarıl.hes.ort.	0.604	0.558	-
Özel imalat sanayi fiyatları	0.572	0.536	0.645
Kok kömürü, petrol ürünleri hariç öz.im.san.fiy.	0.557	0.531	0.631

Kaynak: TCMB

¹⁵ Kaynak: Dışbank Haftalık Rapor, www.yatirimyap.com/pdf/arsiv/hrapor/%5Cw010827.pdf, 22.11.2001

Türkiye’de TÜFE ve bileşenleri, TEFE ve bileşenleri, Özel İmalat Sanayi Fiyat Endeksi ile ilgili uzun dönemli bir veri bulunmaktadır. Kamuoyu enflasyon endekslerine aşına durumdadır. Dolayısıyla, şeffaflık yönünden hedef enflasyonun seçiminde bir problem yaşanması beklenmemektedir. Enflasyon hedeflemesinde her zaman endekslerin yenilenmesi ihtiyacı bulunmaktadır. Devlet İstatistik Enstitüsü, profesyonel bir kuruluş olarak, gerekmesi halinde bu istatistik metodlarını yenilemelidir.

Hedef enflasyonun seçimi ile ilgili sayısal ya da aralık olarak belirlenebilen enflasyon seviyesinin tespiti gibi operasyonel konular ayrıca önem taşımaktadır. Hedefin nokta, aralık veya belli bir dönem ortalaması olarak açıklanması gerekmektedir. Örnek ülke uygulamalarında nokta hedefin tutturulmasında büyük zorluk yaşandığı ve uygulamada genellikle belli bir bant referans alındığı görülmektedir (İsrail örneğinde olduğu gibi). Başta nokta hedeflemeye giden ve bunun başarısızlıkla sonuçlanmasının ardından büyümede yaşanan daralma ve cari açığa fazlalık ülkenin bu yönetimi terk etmesine neden olmuştur. Enflasyon hedeflemesi uygulamasıyla ilgili kriterler netleşirken çeşitli ülkelerde “bant sistemi” ya da “enflasyon tavanı” gibi yöntemlerle uygulanan hedeflemenin Türkiye’deki versiyonunda “spot sayı ilanı” benimsenmiştir. Özellikle gelişmiş ekonomilerde alt ve üst sınırların yer aldığı bant sistemi enflasyon hedeflemesinin yaygın olduğu göz önüne alınırken, kimi Avrupa ülkelerinin de sadece üst sınır hedefi ilan ettikleri, başta İsviçre olmak üzere bu yöntemin Orta Avrupa ülkelerinde uygulandığı kaydedilmiştir. Türkiye’de ise ekonomik ve siyasi ortam nedeniyle doğrudan “tavana kilitlenme” psikolojisinin varlığı göz önüne alınmış; bant sisteminin uygulanması durumunda, bandın üst sınırının tek enflasyon tavan ilan yoluyla seçilmesi halinde de otomatik olarak tavan rakamının benimsenmesi eğiliminin yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle Merkez Bankası “spot enflasyon” hedeflemesini uygulamayı düşünmektedir. Buna göre, 2002 bütçe görüşmelerinde ilan edilen yüzde 35’lik enflasyon hedefi, Ocak ayından itibaren üçer aylık dönemlerle ve “tek spot sayı” belirlenerek uygulanacaktır.¹⁶

¹⁶ Kaynak: <http://www.milliyet.com.tr/2001/08/10/ekonomi/aeko.html>, 22.11.2001.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesine karar verilmesinde enflasyonun mevcut seviyesi çok önemlidir. Programın kredibilitesi açısından, para otoritesinin çok kesin hedefler belirlemekten kaçınması ve enflasyonun mevcut değerinin, ileride kademeli olarak düşürülmek üzere ilk hedef olarak belirlenmesi uygun görülmektedir. Türkiye’de yüksek enflasyon rakamı ve kur riski, nokta hedefe başarıyla ulaşılmasını engelleyebileceğinden, belli bir bant aralığı referans olarak alınmalıdır. Bandın genişliği ve darlığı da önemlidir. Dar olarak belirlenen bantların başarısızlık sonucu genişletme maliyeti (GSMH, işsizlik, faiz ve kur maliyet artışı) ülke için daha yüklü olduğundan, Türkiye’de uygulanma sırasında bandın ilk etapta geniş tutulması, programın uygulama sonuçlarında elde edilen başarı oranında zaman içinde daraltılması uygun görülmektedir.

Örnek ülke uygulamalarında görüldüğü gibi, bir sonraki yıl için belirlenen enflasyon hedefi yıl sonuna doğru son aylarda açıklanmaktadır. Bu çok önemlidir. Çünkü, yıl sonuna doğru netleşen rakamlar bir sonraki yılın önünün görülmesi açısından önem taşımaktadır. Doğal olarak gerçekçi hedefler belirlenmemiş olmaktadır. Oysa, yıl ortasında ya da ikinci yarı yıl başında bir sonraki yıl için konulan bir hedefin başarı şansı düşük olacaktır. Yine İsrail örneğine bakılırsa, 1993 yılı Temmuz ayında 1994 yılı için hedef belirleyen İsrail, beraberinde enflasyonist baskıları arttırmıştır. 1994 yılında büyüme hızı artmış, geniş tabanlı para arzı artmış, Bütçe Açığı/GSYİH oranı yükseliş trendine girmiş ve bunların etkisiyle enflasyonist bekleyişler tırmanışa geçmiştir. Dengelerin bozulmasıyla İsrail Merkez Bankası son beş ayda faizleri üç kez arttırmak zorunda kalmıştır. Dolayısıyla, ikinci yarı rakamları önem taşıdığından son çeyrekte enflasyon hedeflemesine gidilmesi başarıyı daha da arttırmaktadır.

Potansiyel İsrail deneyiminden alınacak en önemli ders; enflasyonla mücadele için yüksek tutulan reel sterilizasyon faizin sermaye girişine yol açarak nominal kuru alt banda doğru zorlaması ve bu nedenle alt bandı korumak isteyen Merkez Bankasının yüklü sterilizasyon yapmak zorunda kalmasıdır. Bu ise, ihmal edilemeyecek düzeyde bir maliyeti (MB’nin bu işleminden zarar etmesi nedeniyle) bütçeye yüklüyordu. Bu potansiyel belirsiz tehlikenin reel faizi düşük tutarak ya da net iç varlıklar kısıtı uygulaması ile bertaraf edilmesi mümkündür ama her iki yol da para politikasındaki

esnekliği azaltacaktır. İkinci ve daha az önemli ders ise, dar bir band içinde kalmaya zorlanan kurlar ve aynı zamanda MB'nin döviz müdahale etmesi kamuoyunun döviz riski algılamasını derinden etkilemektedir. Bu durum gerçek riskten çok daha düşük bir risk algılamasını getirerek yüklü sermaye girişine ve dolayısıyla bandın spekülâtif ataklara daha açık olmasını getirebilir.

Para politikasının gecikmeli etkileri düşünülüğünde enflasyon hedeflemesinin ileriye dönük bir yapıya sahip olması beklenir. Bu nedenle, Merkez Bankasının güvenilir sonuçlar veren enflasyon modellerine ihtiyacı olacaktır. Doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş öncesindeki süreçte Merkez Bankasına önemli bir görev ve sorumluluk düşmektedir. Böyle bir geçiş için enflasyon veya çekirdek enflasyon tahminlerinin yapılması için gerekli modelin kurulmasına ilişkin teknik ve kurumsal yeterlilik, hedeflenen enflasyonla ilgili olarak kullanılacak araçlardaki değişikliklerin etkilerinin değerlendirilmesi, hangi parasal büyüklüklerin reel kesime aktarılacağı ve makro ekonomik değerlerin nasıl etkileyeceğinin saptanması yönünde çalışmalar yapılması gerekmektedir (Alparslan; Ataman Erdönmez, 2000). Geçiş dönemi boyunca TCMB'nin serbestliği yoğun biçimde kullanması ve başarılı bir risk yönetimi yapması için alt yapı bazında hazırlıklı olması gerekecektir.

Merkez Bankası şeffâklık ve hesapverebilirlik politikası gereği, bilançosunu ve Para Programı uygulamalarını yayınlamaktadır. Aynı şekilde politika uygulamalarına ilişkin sinyalleri ve uygulama yöntemlerini içeren basın duyuruları ile yine kamuoyu bilgilendirilmeye devam edilecektir. Üçer aylık aralarla yayımlanmaya başlanacak olan Enflasyon Raporunun ön çalışması olan ve Merkez Bankasının başlangıç raporu niteliğindeki Kasım 2001 tarihli Para Politikası Raporunda belirtildiği gibi, geliştirilmiş enflasyon tahmini ve modellemesi de dahil olmak üzere enflasyon hedeflemesine geçilmesine yönelik teknik çalışmalar devam edecektir. Yeni yönelim anketleri hazırlanmış, kısa ve orta vadeli tahmin grupları oluşturulmuş, enformasyon bazı genişletilmiştir.

Merkez Bankası, enflasyon tahmin tekniklerinin iyileştirilmesi ve para politikasının izlenmesi ile hesapverebilirliğin artırılması prosedürleri dahil, enflasyon

hedeflemesinin uygulanması için gerekecek teknik altyapıyı güçlendirmeyi amaçlamaktadır. TCMB'nin, enflasyonun geçmiş ve gelecek performansı ile izleyeceği para politikasının yer alacağı enflasyon raporunun, düzenli ve periyodik izlemeye yardımcı olarak, enflasyon hedeflerine ulaşılması ile Merkez Bankasının şeffaf para politikasının itibarlı olmasına yol açacağı ve teknik analizinin yapısının hazır olduğu belirtilmektedir. Enflasyon hedeflemesine geçiş dönemi olarak tanımlanabilecek bir dönem olan 2002 yılında, para politikasının etkinliğini ve şeffaflığını arttırmak TCMB'nin ana hedefleri içerisinde yer alacaktır. Bu bağlamda, yeni Merkez Bankası Yasası ile para politikası uygulamasında şeffaflık ve hesapverebilirlik gibi kavramlar ön plana çıkmaktadır. Örneğin, Merkez Bankası Başkanının, Bakanlar Kuruluna Merkez Bankasının faaliyetleri ve para politikası uygulaması ile ilgili yılda 2 kere rapor ve Türkiye Büyük Millet Meclisi Bütçe Plan Komisyonuna yine yılda 2 kere bilgi vermesi, ayrıca Merkez Bankasının hazırlanacak raporlar ile kamuoyunu para politikası uygulaması konusunda aydınlatması ile, politika uygulamasında şeffaflık ve hesapverebilirlik sağlanmış olacaktır. Para politikası ilke ve stratejilerini belirleyecek olan Para Politikası Kurulu toplantı sonuçları da basın yolu ile kamuoyuna duyurulacaktır. Buna ek olarak, Kanun ile, belirlenen enflasyon hedeflerine ulaşamama olasılığının ortaya çıkması durumunda Hükümetin ve kamuoyunun nedenleri hakkında bilgilendirilmesi prensibi kabul edilmektedir. Ayrıca, Kanun ile Bankanın bilanço ve kar ve zarar hesaplarının bağımsız kuruluşlarca denetim imkanının da açıkça hükme bağlanması, şeffaflığı arttıran bir başka unsurdur.

Ayrıca Türkiye'de enflasyon hedeflemesi için ana gerekliliklerden biri de, halkın enflasyon hedeflemesi ve merkez bankası bağımsızlığının ne anlama geldiğinin farkına varmasıdır. Merkez Bankası ekonomi hakkındaki görüşlerini düzenli olarak yayınlamalı ve kamuoyuna enflasyon hedeflerini ve bunların beklentiler için oynadığı çipa rolünü iyi anlatmalıdır. Ekonomi yönetiminin enflasyon hedeflemesine geçiş öncesinde Ekonomik ve Sosyal Konsey aracılığıyla sistem hakkında bilgilendirme yapacağı ve destek arayacağı belirtilmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin teknik olarak uygulama zorluklarından birisi de para talebinin istikrarı konusundadır. Enflasyon hedeflemesinin ön koşullarından birisi olan

paranın fiyatlarla etkileşim mekanizmasını bilmek, para talebinin tahmin edilmesini gerektirir. Şu anda bu mekanizmayı bilmek çok zordur; çünkü para talebinin ne olacağını kestirebilmek zordur. Para talebinde istikrarsızlık varsa, parasal büyüklüklerden gelecek bilgi de sağlıklı olmayacaktır. Bu durumda para politikası yoluyla enflasyonun üzerine gidilmesi zorlaşmaktadır. Para talebinin büyük varyanslar göstereceği bir ortamda enflasyon tahminleri güvenilir olmayacak ve Merkez Bankasının kredibilitesi zarar görecektir. Türkiye ekonomisinde yüksek oranlı dolarizasyon, uygulanan ya da ileride uygulanacak herhangi bir programın önündeki en büyük sorunlardan birisidir. Mesela, ekonomiye negatif bir dışsal şok geldiğinde parasal otoriteler, ekonomideki dolarizasyon nedeniyle, faiz oranlarını artırmak zorunda kalmakta ve ekonomi ciddi bir maliyet ödemektedir. TCMB, 2002 yılı süresince, yüzde 3 reel büyüme tahmini ve yüzde 35'lik enflasyon hedefiyle tutarlı olarak, parasal tabanın yüzde 40 büyümesini hedeflemiştir. Ancak, 2001 yılındaki deneyimler, parasal tabana yönelik talebin tahmin edilmesinin güç olduğunu göstermiştir. Bu nedenle, program gözden geçirilmeleri esnasında parasal tabana yönelik talebin değerlendirilmesi üzerinde önemle durulacak olup, para talebinin program tahminlerinden belirgin ölçüde saptığına dair sinyaller alınması halinde parasal taban hedefleri yenilenebilecektir.

Başarılı bir enflasyon hedeflemesi için, kısa dönemli sermaye hareketlerine kısıt konulması gerekebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de serbest döviz kuru altında enflasyon hedeflemesine geçilmesinin önündeki önemli bir engel, döviz kurundaki ve dolayısıyla ithal malların fiyatlarındaki artışın enflasyon üzerindeki etkisidir. Enflasyon hedeflemesi programlarının tatbik edildiği süreçlerde döviz kurlarında yaşanacak olan dalgalanmalar ve buna bağlı olarak dövize endeksli bir çok hizmet ve üretim dalının bu dalgalanmalardan zarar görmesi mümkündür. Dışa açık ekonomilerde serbest kur politikası uygulaması enflasyonun oynaklığını arttıracak ve enflasyon hedeflemesi programının başarı şansı azalacaktır. Merkez Bankasının döviz kurlarında yaşanan bu dalgalanmalara karşı alacağı tutum programın yapısal özellikleri açısından önem teşkil eder. Para politikası ile kısa vadeli faiz oranlarına müdahale eden Merkez Bankası döviz kurlarına da fazla müdahale etmeye başladığı takdirde enflasyon hedefi çıpasının yerini döviz kuru çıpasının yer alması tehlikesi mevcuttur. Özellikle

kamuoyunun bu şekilde bir değişiklik olduğu yönünde izlenimler elde etmesi programın hedeflerinden sapmasına neden olabilecektir. Diğer yandan, dalgalı kur sistemine geçilmesiyle yaşanan devalüasyon, Türkiye’de buna hazırlıklı olmayan mali ve reel sektörü zora sokmuş, beraberinde para piyasaları zora girmiş, dengeler bozulmuştur. Dalgalı kur sistemine alışmaya çalışan bir ekonomide kurun tamamıyla serbestliği Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin başarısını tehlikeye atabilir. Bunun için disiplinli bir kur rejimi daha uygun olabilir.

Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesine ilişkin en önemli noktalardan birisi kur-enflasyon ilişkisinin mutlaka zayıflaması gereğidir. Bunun için kimi ülkelerde ulusal parayı desteklemek açısından yurtiçi DTH hesapları yasaklanıp, ulusal para vadeli hesaplara uygulanan faizler artırılıp hem ülke parasını korumuş hem de bir nevi kurları baskı altında tutarak programı başarıya taşımıştır. Bu nedenle, Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin başarısı için teknik ana gerekliliklerden biri de, önemli boyutlara ulaşmış dolarizasyonun kurumsal önlemlerle, örneğin vadesiz Döviz Tevdiat Hesapları mevduatının kaldırılması ve Döviz Tevdiat Hesapları mevduatı munzam karşılıklarının artırılması gibi, güçsüzleştirilmesidir. Uzun vadeli TL’yi özendirici yeni uygulamalara geçilmiştir, ancak bunlar çeşitlendirilmelidir. Siyasi istikrar da bu yapı içerisinde son derece önemlidir.

Bu konuyla ilgili olarak, ara dönemde, mevcut parasal hedefler ve uygulamaya yönelik genel stratejilerin yürürlükte kalacağı belirtilen 2002-2004 dönemini kapsayan IMF’ye gönderilen Niyet Mektubunda serbest döviz kuru rejiminin işleyişinin daha da geliştirileceği belirtilmiştir. Buna göre, TCMB tarafından daha önceden ilan edilmiş döviz satışı ihaleleri dışındaki döviz piyasasına yönelik ihtiyari müdahalelerin kesin bir şekilde kısıtlanması uygulamasına devam edilecektir. Bununla birlikte, döviz piyasasının işleyişini geliştirecek ek kurumsal adımlar atılmaktadır. Döviz piyasalarındaki vadeli işlem kontratlarının (Forward ve Futures) gelişimini güçlendirmek amacıyla, söz konusu finansal araçların fiyatlandırılmasına temel teşkil edecek bir Türkiye Bankalararası Fiyat Teklif Oranının (Turkish Interbank Offer Rate) uygulanmaya başlanması teşvik edilecektir. Buna ek olarak, futures sözleşmelerinin vergilendirme ve muhasebeleştirilmesine yönelik prosedürlere açıklık getirilecektir.

Futures piyasalarının söz konusu gelişimi, ihracat ve ithalatçıların, döviz kuru belirsizliğine karşı koruma sağlamalarına izin verecektir. Aynı zamanda, Hazine ve Özelleştirme İdaresi, Kamu İktisadi Teşebbüslerinin yüklü döviz işlemlerinin döviz piyasasında önemli dalgalanmalara yol açmasını engellemek amacıyla bu kurumların finansal yönetimlerini geliştirecek önlemler almaktadırlar.

Enflasyon hedeflemesi rejimine erken geçilmesini desteklemek amacıyla, gelirler politikası kuvvetlendirilmekte ve ekonomideki geriye dönük endekslemenin azaltılmasına yönelik adımlar atılmaktadır. TCMB enflasyon yerine giderek daha fazla üretkenlik ve karlılığa dayanan bir ücret ve maaş belirlenmesi sistemine geçilmesi gerektiğini belirtmektedir. Bu amaca yönelik olarak, kamu işçileri toplu iş sözleşmeleri müzakerelerinde ve memur maaş ayarlamasında, mevcut sözleşmelerde bulunan geçmiş enflasyona yönelik endeksleme hükmünün önemli ölçüde azaltılmasına çalışılacağı ve Ekonomik ve Sosyal Konsey'in, gelirler politikasının özel sektör ile görüşüldüğü bir forum olarak kullanılacağı ifade edilmektedir. Aynı zamanda, KİT'lerin yönetilen fiyatlarının geriye dönük olarak endekslenmesinin, finansal durumlarını bozmayacak şekilde azaltılması olasılığı da dikkate alınacaktır.

4. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN TÜRKİYE İÇİN TEST EDİLMESİ

Bu bölümün amacı, geliştirilecek bir model çerçevesinde sistematik olarak Türkiye için enflasyon hedeflemesi stratejisini analiz etmektir. Hedefleme stratejisi, para politikası araçlarının kullanımına ilişkin kuralların da incelenmesini gerektirmektedir.

Çalışmada ele alınacak modelin temel özelliği, ekonomik istikrarın sağlanmasında ve sürdürülmesinde paraya bir rol yüklemesidir. Para, enflasyonu belirleyen temel faktör olarak görülmekte; para miktarı, hanehalkı ve firmaların bekleyişleriyle iç içe olduğu için güçlü bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır. Böylece, parasal genişlemeyi kontrol ederek enflasyonu kontrol etme olanağı doğmaktadır.

Bu çalışmada, enflasyonun direkt olarak hedeflenmesi stratejisine uygun olarak, para stoku bir ara hedef olarak değil, bir araç olarak kabul edilmektedir. Merkez bankasının para stokunu tam olarak istenen düzeyde tutabileceği varsayılacaktır. Ancak, bu tür bir strateji istikrarlı bir para talebi ilişkisinin varlığını gerektirir. Bu nedenle parasal genişlemenin göstereceği seyir, enflasyon hedeflemesi sürecinde para talebinin üstlendiği rolün de görülebilmesini gerektirmektedir. Çünkü, para talebine ilişkin parametrelerin değeri biliniyorsa, para politikası aracı olarak para miktarının kullanılması ile enflasyonu kontrol edebilmek mümkün hale gelmektedir. Böylece, elde para tutma ile ilgili tercihlerde meydana gelecek değişmelerin ulaşılan dengeyi nasıl etkilediği de araştırılmış olacaktır.

Model çerçevesinde bir ekonomik birim mevcut gelirini tüketim, elde tutulacak reel para balansı ve tahviller arasında dağıtmaktadır. Başka bir deyişle, geliştirilen ve çözümlenen model para, fiyatlar, tüketim ve faiz oranları arasındaki ilişkileri tanımlamaktadır. Çalışmanın planı şu şekilde takip edilmektedir: Çalışmada reel para talebinin tüketim ve faiz oranı değişkenleriyle uzun dönem ilişkisi ele alınmaktadır. Bunun için eşbütünleşme testi ile önce eşbütünleşik seriler $I(1)$ ve bu serilerin birlikte eşbütünleşik olup olmadıkları $CI(1,1)$; yani, bütün serilerin birinci mertebe diferansiyeli alındığında durağan olup olmadıklarına bakılacaktır. Serilerin durağan olup olmadıklarını belirlemek için Augmented Dickey Fuller Testine başvurulmaktadır. Daha sonra seriler arasındaki uzun dönem ilişkisini bulmak için Johansen Eşbütünleşme Testi yapılarak eşbütünleşik vektörler belirlenmekte ve uzun dönem lineer ilişki, Hata Düzeltme Mekanizması (Vector Error Correction Model-ECM) ile ortaya konulmaktadır.

4.1.Yöntem

4.1.1. Eşbütünleşme Analizi ve Hata Düzeltme Modeli

Çalışma, modelin ampirik geçerliliğinin araştırılması için zaman serileri analizinin genel metodolojisini kullanmaktadır. Modelde kullanılan değişkenlerin zaman serisi özellikleri incelenmeden oluşturulan regresyon modellerinin tahmin edilmesi sahte regresyon (spurious regression) sonuçlarına neden olur. Bu durumda,

zaman içinde yukarıya doğru trend içeren fakat gerçekte ilişkisiz değişkenler arasında anlamlı ilişkiler elde edilebilir. Bu nedenle, zaman serilerindeki trend eğiliminin birbiriyle bağlantılı olması uzun dönem denge ilişkisinin araştırılmasında ön plana çıkarılması gereken bir husustur.

Zaman serilerinin uzun dönemde birlikte hareket edip etmediklerinin ölçülmesi son dönemde sıkça irdelenen bir konu haline gelmiştir. Zaman serileri arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin yakalanması, bu seriler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığının tespit edilmesi için önemli bir göstergedir. Eşbütünleşme analizleri durağan olmayan zaman serileri arasındaki uzun dönem ilişkisinin modellenmesine ve tahmin edilmesine yöneliktir. Bir başka deyişle, seriler arasında denge ilişkisinin varlığını analiz etmeye yöneliktir. Eğer eşbütünleşme varsa model iyi belirlenmiştir. Genel olarak eşbütünleşme yöntemlerinde bir uzun dönem denge modeli ile bir kısa dönem hata düzeltme modeli öngörülmektedir. Bu modeller hem değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkileri (denge ilişkileri) hem de kısa dönem uyumlama davranışını (dengesizliği) bütünleştirme olanağı vermektedir.

Zaman serileri arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı, bu ilişkiyi açığa çıkaran eşbütünleşik vektörlerin var olmasını da zorunlu kılar. Bir değişkenler vektörünün eşbütünleşmesi, sistemdeki birim kök sayısının denk gelen tekli serilerdeki birim kök sayısından daha az olması demektir.

İki değişken arasındaki eşbütünleşme, her iki değişkenin de uzun vadede birlikte hareket etmek zorunda olduklarını ve birbirlerinden çok uzaklaşamayacaklarını ifade etmektedir. Dolayısıyla, zaman serileri arasında tespit edilecek eşbütünleşik ilişki, bu seriler arasında uzun dönemde ortak bir trend eğiliminin varlığına işaret eder. Eşbütünleşmede bir çok faktörün her bir seride kalıcı değişikliklere neden olabilmesine rağmen bu serilerin uzun vadede bir çeşit dengede bağlanması söz konusudur. Söz konusu serilerin uzun vadeli hareketlerini etkileyen ortak güçlerin bulunup bulunmadığı ya da her bir serinin kendi iç dinamiklerince açıklanıp açıklanamayacağı konusu bu açıdan ilginçtir. Eşbütünleşmenin bulunmaması ise, tam tersine bu değişkenlerin arasında uzun vadeli bir bağlantının olmaması ve zaman içinde birlikte sapamamaları ve

prensipte birbirlerinden keyfi olarak uzaklaşabilmeleri demektir (Dickey; Jansen; Thornton, 1991; 59).

Aşağıda durağanlık ve eşbütünleşmenin kısaca tanımı verilmektedir:

Deterministik bir yapısı olmayan ve “d” kere farkı alındıktan sonra bir Oto-Regresif Hareketli Ortalamalar (ARMA) sunuşuna sahip olabilen bir seri durağandır ve aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$x_t \sim I(d)$$

Böylelikle, $d=0$ ise x durağan bir seri olacak ve $d=1$ ise x değişkeninin birinci farkı durağan olacaktır.

x_t vektörünün bileşenlerinin d ve b derecelerinden eşbütünleşik olabilmesi için,

$$x_t \sim CI(d, b)$$

- (i) bütün kolların $I(d)$ olması;
- (ii) sıfırdan farklı bir α vektörü olması gerekmektedir, öyle ki;

$$z_t = \alpha' X_t \sim I(d-b), b > 0$$

α vektörü eşbütünleşme vektörüdür ve $b=d=1$ için $z_t I(0)$ 'dir.

Ekonomi teorileri, genelde, kısa dönemden uzun döneme gerçekleşmesi beklenen uyum süreçleri ile ilgili herhangi bir bilgi sunmazlar. Dolayısıyla modellerin kısa dönem dinamikleri tarihi veri kümelerine bağlı olarak belirlenmektedir. Bu belirleme süreci genel olarak bir Vektör Oto Regresyon (VAR) modeli ile başlar. Ekonometri alanında dinamik modelleme, son yıllarda zaman serileri teorilerinden belki de şimdiye kadar hiç olmadığı kadar yararlanmıştır. En önemli katkı ise durağanlık ve eşbütünleşme konusunda gerçekleşmiştir. Geçmişte bir çok ekonometrik model teori tarafından öngörülen denge ilişkileri üzerine kurulmuş ve basit En Küçük Kareler Yöntemi ile tahmin edilmiştir. Oysa $I(0)$ olmayan değişkenler (sabit bir ortalama ve

varyansa sahip olmayan değişkenler) üzerinden gerçekleştirilen tahminler herhangi bir çok sonrası ıraksayan öngörüler verecektir; aynı çerçevede durağanlık dereceleri birbirine eşit olmayan bir veri kümesiyle elde edilen modelin parametreleri ilgili teori bağlamında da değerlendirilemezler. Dolayısıyla, elde edilen model durağan yapıdaki değişkenleri ve denge ilişkisini de taşıyan ve birlikte durağan olabilecek düzey değişkenleri de kapsayan bir model yapısına gerek göstermektedir. Elde edilen yapı, aslında, literatürde Hata Düzeltme Mekanizması modeli olarak bilinen bir yapıdır.

Para talebi için genel bir VAR modeli ele alınırsa;

$$m_t = C + \alpha(L)m_{t-1} + \beta(L)X_t + \mu_t \quad (1)$$

Bu modelde (logaritmik olarak) m para stokunu, X uzun dönem para talebi fonksiyonundaki açıklayıcı değişkenler vektörünü, $\alpha(L)$ ve $\beta(L)$ ise parametre vektörünü göstermektedir. X vektörü bu çalışmada varsayılan para talebi fonksiyonuna¹⁷ göre aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$X = (TUF E, TUK, FAIZ)'$$

Burada TUF E fiyatlar genel düzeyini temsilen Tüketici Fiyat Endeksini, TUK tüketim harcamalarını ve FAIZ de para tutmanın fırsat maliyeti olarak faiz oranını göstermektedir. VAR modeli tahmini genellikle fazla parametrelenmiş yapıdadır ve bir çok parametre sıfıra yakın olacaktır. Bu noktada istatistik olarak anlamsız olan değişkenleri düşürerek ve ekonomik anlamda yorumlanabilir yeniden parametrelendirmeleri durağanlık ve eşbütünleşme kısıtları altında gerçekleştirerek sonuçta bir ECM bulunması gerekmektedir:

$$\Delta m_t = C + \alpha^*(L)\Delta m_{t-1} + \beta^*\Delta X_t - \tau(m - \delta'X)_{t-1} + \mu_t \quad (2)$$

Model düzey değişkenler üzerinden uzun dönem için çözüldüğünde aşağıdaki durağan yapı ortaya çıkmaktadır:

¹⁷ Standart bir para talebi denkleminde genel olarak en az üç veya daha fazla değişken bulunmaktadır.

$$m^* = \Gamma'X \quad (3)$$

Denklem (3)'te Γ , açıklayıcı değişken kümesinin para talebine uzun dönem reaksiyonudur. Yeni üretilen parametreler sırasıyla β^* ve α^* sırasıyla ilk etki ve geri besleme etkisidir. Düzey değişkenlere uygulanan kısıtlamalar ile elde edilen birleşik değişken hata düzeltme terimidir; öyle ki, ekonomik birimler her dönem oluşan dengesizliğin τ kadar olan bölümünü ortadan kaldırmaktadırlar. δ 'nın bir olduğu durum ise uzun dönem birim esneklik durumunu gösterir, ki bu hipotez ECM çerçevesinde kolayca test edilebilir.

Durağanlık ve eşbütünleşme kavramları ECM türü modeller için alternatif tahmin yöntemlerinin gelişmesine ve aynı zamanda bu modellerin sağlam bir istatistik temele oturmalarına destek olmuştur. Engle ve Granger (1987) durağanlık ve eşbütünleşme kavramları ile ECM arasında bir eşbiçimsellik önermişlerdir. Buna göre, örneğin para stoku (m) ve X vektöründeki değişkenler birinci dereceden durağan $I(1)$ ve m ve X bir eşbütünleşik vektör $C(1,1)$ oluşturabiliyorlarsa, model bir ECM modeli sunumuna sahip olabilmektedir. Ayrıca, tutarlı bir eşbütünleşme vektörü, m 'nin X vektörü üzerinden yapılan En Küçük Kareler (EKK) tahmini ile bulunabilir.

Daha sonra elde edilen eşbütünleşme vektörü (uzun dönem parametreleri vektörü) kısa dönem ekonomik yapıya belli gecikme yapılarıyla aktarılabilir ve sonuçta aşağıda sunulan türde bir model elde edilir:

$$\Delta m_t = C + \Phi(L)\Delta m_{t-1} + \lambda(L)\Delta X_t - \theta C_{t-1} + \mu_t \quad (4)$$

Denklem (4)'te C_{t-1} eşbütünleşme vektörüdür. Ancak burada sadece bir eşbütünleşme vektörünün olduğu varsayımı yapılmaktadır; oysa bu varsayım iki değişkenli bir sistem için geçerli olmaktadır (Yavan, Zafer A., 1993; 385). Aşağıda çoklu eşbütünleşme olarak da bilinen bu probleme çözüm olarak önerilen Johansen Yöntemi incelenecek ve Johansen Yöntemi Türkiye'de para talebi denklemlerine uygulanacaktır.

4.1.2. Johansen Eşbütünleşme Yöntemi

Eşbütünleşik vektörlerin tahmin edilebilmesi için etkin tahmin edicilerin bulunmasına ilişkin değişik yöntemler önerilmektedir. Bu yöntemlerden en popüler olanı, açıklayıcı değişkenlerin gecikmeli değerlerinin kullanıldığı Johansen tarafından önerilmiş olan yöntemdir.

Bu çalışmada eşbütünleşme analizinde Johansen (1988, 1990) tarafından önerilen yaklaşımın kullanılmasının iki nedeni vardır:

- (i) İlgilenilen değişkenler için eşbütünleşme vektörlerinin maksimum sayısını belirlemek,
- (ii) Eşbütünleşme vektörünün ve ilgili parametrelerin en çok olabilirlik tahminlerini elde etmek.

Teorik olarak birbiriyle bağlantılı olduğu düşünülen bir grup değişkenin doğrusal kombinasyonlarının uzun dönemde belli bir dengeye yakınsaması ancak ve ancak doğrusal kombinasyonların eşbütünleşmiş $I(0)$ olmaları ile mümkündür. Aşağıdaki gibi bir VAR yapısı Y değişken vektörü için ele alınır:

$$Y_t = \sum_{i=1}^k \Pi_i Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$Y = (m_t \ X_t)$$

Denklem (5)'teki VAR sisteminde bütün değişkenler $I(1)$ 'dir ve sistemin yeniden parametrenmesi ile aşağıdaki gibi bir ECM elde edilebilir:

$$\Delta Y_t = \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} - \Pi Y_{t-k} + \varepsilon_t$$

$$\Gamma_j = \sum_{i=1}^j \Pi_i - I$$

$$\Pi = -(I - \sum_{i=1}^k \Pi_i)$$

Burada, I birim matrisi göstermektedir ve Π matrisi incelenerek eşbütünleşme test edilebilmektedir. Eğer Π matrisinin rankı $\Pi(\text{rank}) = r < p$ ise (Π bir $p \times p$ matristir) sistemde (Y vektöründe) r tane eşbütünleşme ilişkisi var denilebilir. Aynı zamanda $\Pi(\text{rank}) < p$ ise $\Pi = \alpha\beta'$ olarak dekompoze edilir, öyle ki α ve β , $p \times r$ matrislerdir. β eşbütünleşme vektörü, α ise her bir denkleme girecek olan eşbütünleşik vektörlerin ağırlıklarını içerir. Johansen (1988, 1991) α ve β 'yi tahmin etmek için En Çok Olabilirlik Testi geliştirmiştir. Bu işlemin en önemli yanı, eşbütünleşme derecesinin tespitini mümkün kılmasıdır. Farklı eşbütünleşik vektörlerin sayısı Π matrisinin özdeğerlerinin (eigenvalues) sınanması ile elde edilebilir. Matrisin rankı sıfırdan farklı özdeğerlerinin sayısına eşittir. Johansen, eşbütünleşme vektörünün (β), aşağıdaki denklemde istatistiksel olarak anlamlı r kadar özdeğer vektörün çözülmesiyle tahmin edilebileceğini ispatlamıştır:

$$|\lambda S_{kk} - S_{k0} S_{00}^{-1} S_{0k}| = 0$$

Burada S_{00} birinci hata moment matrisini (ΔY 'nin $\Delta Y_{\{t-i\}}$ üzerine yapılan regresyonundan elde edilmektedir), S_{kk} ikinci hata moment matrisini (Y_{t-k} 'nin ΔY_{t-i} üzerine yapılan regresyonundan elde edilmektedir), S_{0k} ise çapraz-çarpım moment matrisini göstermektedir. Bulunan özdeğerler kullanılarak en fazla r kadar eşbütünleşik vektörün bulunduğu hipotezi Johansen (1988, 1990) tarafından önerilen ve aşağıda sunulan iki olabilirlik testi ile test edilebilir:

$$\lambda_{\text{trace}}(q, n) = -T \sum_{i=q+1}^n \log(1 - \lambda_i)$$

$$\lambda_{\text{max}}(q, q+1) = -T \log(1 - \lambda_{q+1})$$

İlk istatistik “İz (Trace) Testi” olarak adlandırılmakta ve r kadar eşbütünleşik vektörün q'dan az olduğu ($r < q$) sıfır hipotezine karşın, genel alternatif hipotezi test ederken, ikinci istatistik “Maksimum Özdeğer (Maximum Eigenvalue) İstatistiği”

olarak adlandırılmakta ve r kadar eşbütünleşik vektörün q 'ya eşit olduğu ($r=q$) sıfır hipotezini, $r=q+1$ alternatifine karşı test etmektedir. Testler ile ilgili kritik değerler Johansen (1988, 1990)'da sunulmaktadır.

Eğer X_t 'deki değişkenler eşbütünleşmemişlerse Π matrisinin rankı sıfıra eşit olacak ve bütün özdeğerler sıfır olacaktır. $\log(1)$ değeri sıfır olduğundan, $\log(1-\lambda_i)$ değeri de doğrudan sıfıra eşit olacaktır. Denklemlerde λ_i tahmin edilen özdeğerleri ifade etmektedir. T ise, kullanılabilir gözlem sayısıdır.

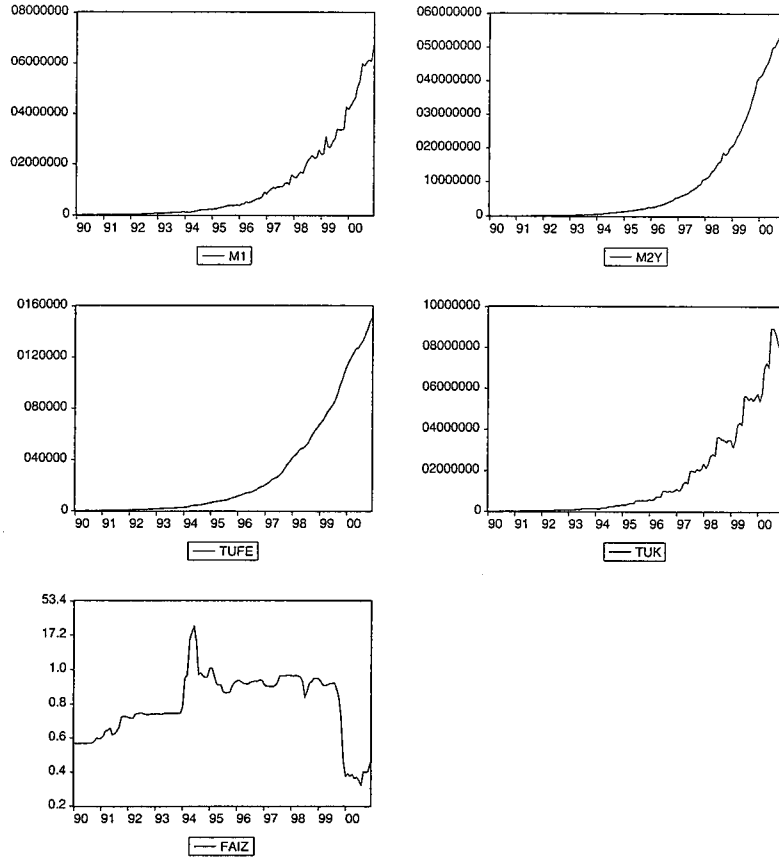
4.2. Verilerin Tanımı

Modelde kullanılan veriler aylık bazdaki verilerdir¹⁸ ve 01.1990-12.2000 dönemini kapsamaktadır. Farklı parasal büyüklükler için analiz yapılması bir gelenek haline geldiğinden, en çok kullanılan parasal büyüklükler arasında dar tanımlı para arzı M1 ve döviz tevdiat hesaplarını da içeren geniş tanımlı para arzı M2Y kullanılacaktır. Fiyatları ifade etmek üzere TUF (Genel Endeks, 1987=100) uygun bir endeks olarak görülmüştür. Tüketim değerlerini (TUK) ifade etmek üzere, üç aylık GSMH hesaplarındaki özel nihai tüketim harcamalarından yararlanılarak aylık gözlemler türetilmiştir. Parayı elde tutmanın fırsat maliyeti olan faiz oranı (FAİZ) ise, 1 Ay Vadeli Mevduata Uygulanan Ağırlıklandırılmış Faiz Oranıdır.

Aylık veri kullanmanın en önemli dezavantajı, bu tür verilerin çok sayıda dışsal şok içermesidir. Bu nedenle kullanılan tüm seriler X-11 Yöntemi ile mevsimsel düzeltmeye tabi tutulmuştur. Şekil 4 serilerin 10 yıllık seyrini göstermektedir. Çalışma Eviews 2.0 bilgisayar programında gerçekleştirilmiştir.

¹⁸ Kullanılan verilerin tamamı T.C. Merkez Bankası EVDS Sisteminden elde edilmiştir.

Şekil 4. Zaman Serilerinin 10 Yıllık Seyri (1990-2000)



4.3. Ampirik Sonuçlar

4.3.1. Durağanlık Testi Sonuçları

Zaman serilerinde modellerin tahmin edilmesinde stokastik trendin (birim kökün) test edilmesi önemli bir konudur. Eşbütünleşmenin test edilmesi serilerde birim kökün bulunmasından sonra yapılmaktadır; para, fiyatlar, faiz oranı ve tüketim arasındaki uzun dönem ilişkisinin tespiti amacıyla yapılan testin ilk aşamasını, eşbütünleşme denkleminde yer alacak değişkenlerin durağanlık özelliklerinin incelenmesi oluşturmaktadır. Durağan olmayan serilerin birinci diferansiyeli alındığında durağan serilere dönüşüyorlarsa, yani $I(1)$ şeklinde seriler olarak ortaya çıkıyorlarsa, seriler arasında eşbütünleşme analizi yapılabilir demektir.

Eşitliğe bir sabit terim ve doğrusal trend değişkeni dahil etme ve bunların hiçbirini dahil etmeme arasında bir tercih yapılabilir. Eğer ilgili zaman serisi trend (deterministik veya stokastik) içeriyor izlenimi veriyor ise, eşitliğe hem sabit terim hem trend değişkeninin dahil edilmesi yerinde olur. Şekil 4’te görüldüğü gibi, zaman serilerinin deterministik bir trend etrafında toplandığından modele sabit terim ve trend değişkeni dahil edilmiştir.

Burada durağanlığın tespiti için serilere Geliştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi uygulanmış ve önce seviye üzerinden durağanlık, daha sonra lineer hale getirilmiş serilerde durağanlık araştırılmıştır. Testin orijinal hipotezi “seride birim kök bulunmaktadır” şeklinde ifade edilebilir. ADF testine tabi tutulan değişkenlerin optimal gecikme uzunlukları Akaike Bilgi Kriterine göre belirlenmiştir.¹⁹

Düzey ve birinci diferansiyeli alınmış serilerin k=3 gecikme değeri için MacKinnon kritik değerlerine göre ADF test sonuçları Tablo 17’de gösterilmektedir. Kullanılan serilerin düzey değerleri birim köke sahipken serilerin logaritmik değerlerinin birinci dereceden farkları MacKinnon yüzde 5 kritik değerine göre durağan çıkmaktadır. Birim kökün varlığının tespit edilmiş olması, mevcut veri setinde eşbütünleşik ilişkinin var olabileceğini göstermektedir.

Tablo 17. ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF testi
M1r	-3.060331
M2Yr	-2.267781
TUK	-3.407284
FAIZ	-1.896983
<i>MacKinnon %5 Kritik Değeri</i>	<i>-3.4452</i>
LM1r	-6.967453
LM2Yr	-5.877512
LTUK	-6.433240
LFAIZ	-6.057975
<i>MacKinnon %5 Kritik Değeri</i>	<i>-3.4455</i>

¹⁹ ADF testine tabi tutulan değişkenlerin optimal gecikme uzunlukları, $AIC = T \log(RSS) + 2K$ formülü yardımıyla bulunmuştur. Burada; T, gözlem sayısını; RSS, hata terimleri kareleri toplamını ve K da parametre sayısını temsil etmektedir.

4.3.2. VAR (Vektör Oto Regresyon) Sonuçları

Burada, çalışmanın başında da belirtildiği gibi, genel bir VAR modeli ile başlanacak ve ekonomik olarak yorumlanabilen, veri tutarlı en küçük model bulunmaya çalışılacaktır.

VAR yöntemi yapısal modellerin aksine, modelde yer alan değişkenlerin tümünü içsel kabul eder ve önceden elde edilen bilgilere veya teoriye dayanarak oluşturulan sınırlayıcı şartları içermez. Bu yöntemde her bir değişken kendisinin ve diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri ile regresyona tabi tutulur. Değişkenlerin gecikme uzunlukları hata terimleri arasında otokorelasyona yol açmayacak şekilde belirlenir. Yani gecikme uzunluğu hesaplamalar açısından sorun yaratamayacak kadar küçük, fakat hata terimleri arasında otokorelasyona sebep olmayacak kadar da büyük bir sayı olarak belirlenir. Gecikmeli değerlere sahip olan değişkenler denklemin sağ tarafında yer alırlar ve model otokorelasyonun mevcut olmadığı durumda EKK ile tahmin edilir (Kargı; Terzi, 1997: 29).

Bu şekilde çalışmada, bir eşbütünleşik vektöre sahip ve her biri $I(1)$ özelliği gösteren serilerde Dinamik EKK analizi çerçevesinde çalışılırken değişkenlerden reel para talebi (LM1r ve LM2Yr için ayrı ayrı) bağımlı değişken seçilerek, diğer değişkenler olan LTUK ve LFAIZ'in cari dönemdeki değeri, birinci dereceden farklarının öncül (leads) ve geçmiş değerleri (lags) ile bir sabit terimi açıklayıcı değişken kabul edilmek suretiyle regresyon analizi yapılmaktadır. VAR modeli için gecikme uzunluğu hata terimleri arasında otokorelasyona yol açmayacak şekilde $t=3$ olarak seçilmiştir. Tablo 18, M1 reel para talebi (LM1r) ve M2Y reel para talebi (LM2Yr) için elde edilen kısıtlanmamış VAR modeli test sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 18. Kısıtlanmamış VAR Modeli

GECİKME	M1 Reel Para Talebi			M2Y Reel Para Talebi		
	LM1r	LTUK	LFAIZ	LM2Yr	LTUK	LFAIZ
1	0.55 (0.09) (5.82)	9.09E-08 (2.1E-06) (0.04)	-12.1 (5.7) (-2.13)	0.67 (0.09) (7.37)	8.93E-06 (5.9E-06) (1.5)	-2.59 (15.27) (-0.17)
2	0.26 (0.10) (2.54)	4.75E-07 (2.7E-06) (0.17)	9.3 (9.1) (1.02)	0.10 (0.11) (0.98)	9.49E-06 (7.4E-06) (1.27)	-2.59 (25.08) (0.28)
3	-0.02 (0.09) (-0.29)	-8.17E-07 (2.1E-07) (-0.38)	-0.92 (5.69) (-0.16)	0.06 (0.09) (0.74)	(-1.42E-05) (5.8E-06) (-2.44)	18.56 (16.22) (1.14)

* Parantez içindeki değerler standart hataları ve t-istatistiklerini göstermektedir.

Kısıtlanmış modelin öngördüğü test sonuçlarının belli ölçülerde irdelenmesi gerekmektedir. Uzun dönem esneklikler oldukça makul büyüklüktedir fakat t istatistikleri anlamsız çıkmıştır. Ekonomi kuramı açısından anlamlı olabilecek ilişki 1 gecikme değeri için tespit edilmiştir. Çünkü ekonomi kuramına göre, reel para talebinin tüketim harcamaları ile pozitif yönde, faiz oranlarıyla ters yönlü ilişkide olması gerekmektedir. Tüketim harcamalarının esnekliği M1 modelinde M2Y modeline göre daha düşük çıkmıştır, bu da beklenen bir durumdur; M2Y modeli faiz getirisi sağlayan aktifleri de içerdiğinden tüketimden vazgeçme imkanı yüksektir.

Tablo 19. VAR Modeli Test Sonuçları

Değişkenler	M1 Reel Para Talebi			M2Y Reel Para Talebi		
	LM1r	LTUK	LFAIZ	LM2Yr	LTUK	LFAIZ
R^2	0.80	0.99	0.96	0.99	0.99	0.96
Düzeltilmiş R^2	0.79	0.99	0.95	0.99	0.99	0.96
Hata Kareleri Toplamı	669.6	1.28E+12	0.18	4934.2	1.17E+12	0.16
Standart Hata	2.37	103652.6	0.03	6.43	99206.1	0.03
Log Likelihood	-289.2	-1667.6	238.4	-418	-1662	245.2
Akaike Kriteri	1.8	23.1	-6.3	3.79	23	-6.4
Schwartz Kriteri	2	23.3	-6.1	4	23.3	-6.2

Her iki model için de, tüketim harcamaları ve faiz oranları değişkenlerinin reel para talebi üzerindeki etkisi dikkate alındığında, reel para talebinde meydana gelen değişimin en önemli kısmı, ilk olarak tüketim harcamalarından, ikinci olarak faiz oranlarından ve üçüncü olarak da kendisinden kaynaklanmaktadır (Tablo 19). Reel para talebinde meydana gelen değişimin önemli bir kısmı tüketim harcamaları tarafından açıklanmakta ve reel para talebi, tüketim harcamalarındaki değişime pozitif yönde tepki vermekte, bu tepkinin derecesi de önemli derecede yüksek olmaktadır. Reel para talebi faiz oranlarındaki değişimlerden her iki model için de negatif yönde, M2Y modeli için oldukça güçlü şekilde etkilenmektedir. Ayrıca tahmin edilen hata terimleri arasındaki korelasyon sıfır olmamakla birlikte sıfıra yakın çok küçük değerlerdir; bu da hata terimleri arasında otokorelasyon sorunu yaşanmadığını göstermektedir.

4.3.3. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Johansen eşbütünleşme analizinden önce, VAR modelinde kullanılacak optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Bu çalışmada optimal gecikme uzunluğu $k=3$ olarak belirlenmektedir. Bu gecikme uzunluğu artık terimlerde otokorelasyon sorununun mevcut olup olmadığını test etmemize olanak sağlayacak bir uzunluktur. Gecikme uzunluğunun derecesi Akaike Bilgi Kriterine²⁰ göre belirlenmiştir.

Çalışmanın başında da anlatıldığı gibi, reel para talebi ve açıklayıcı değişkenlerden oluşan uzun dönem denge vektörü tahmin edilmekte ve Johansen yaklaşımı uygulanmaktadır. Tablo 20 bu yaklaşım ile bulunan eşbütünleşme rankı için iz testi sonuçlarını ve eşbütünleşen vektör sayısını göstermektedir.

Eşbütünleşme olmadığı şeklindeki sıfır hipotezi (H_0), M1 modeli için reddedilmektedir. Test sonuçları, M1 sistemi için, yüzde 5 kritik değere göre bir tane eşbütünleşik vektör olduğunu, dolayısıyla eşbütünleşme rankının 1 olduğunu ($r=1$) göstermektedir. Bu durum, M1 reel para talebi, tüketim harcamaları ve faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişki olduğuna işaret etmektedir. Ancak, M2Y modeli için

²⁰ VAR sisteminin optimal gecikme uzunluğu, $AIC = T \log |\Sigma| + 2N$ formülü yardımıyla bulunmuştur. Burada; T, gözlem sayısını; $|\Sigma|$, hata terimlerinin varyans-kovaryans matrisinin determinant değerini ve N de sistem içinde tahmin edilen parametre sayısını temsil etmektedir.

herhangi bir eşbütünleşme vektörünün bulunmadığı şeklindeki sıfır hipotezi (H_0), İz Testi sonuçlarına göre reddedilememektedir; dolayısıyla, M2Y para talebi ile açıklayıcı değişkenler arasında yüzde 5 kritik değere göre herhangi bir eşbütünleşme vektörü elde edilememektedir. Bu sonuca göre, M2Y reel para talebi, tüketim ve faiz oranları arasında uzun dönemde bir durağan denge ilişkisi belirlenememiştir. Buraya kadar yapılan analizlerden, M1 modeline dahil edilen değişkenlerin tek başlarına durağan olmamakla birlikte, eşbütünleşik oldukları görülmüştür. Aynı şeyi M2Y modeli için söylemek mümkün değildir. M2Y modeli için kukla değişken kullanılmamanın nedeni, durağanlık testleri sonunda uygulanması gereken filtrenin teorik anlamda bir model kurulmasını engellemesidir.

Tablo 20. Eşbütünleşme Rankı İçin İz Testi Sonuçları

M1			H_0, H_1	M2Y		
Özdeğerler (λ_i)	İz Testi	%5 Kritik Değer	Rank	Özdeğerler (λ_i)	İz Testi	%5 Kritik Değer
0.245957	36.1**	29.68	$r=0, r \geq 1$	0.194508	27.68	29.68
0.046468	6.09	15.41	$r \leq 1, r \geq 2$	0.548828	7.21	15.41
0.001773	0.22	3.76	$r \leq 2, r = 3$	0.001146	0.01	3.76

(**) işareti yüzde 5 kritik değere göre H_0 hipotezinin reddedildiğini (test istatistiğinin anlamlı olduğunu) göstermektedir.

Eşbütünleşme kavramına göre, durağan olmayan zaman serilerinin istikrarlı bir uzun dönem ilişkisine yönelebileceği belirtilmişti. İz testi sonuçlarına göre M1 para tanımı için eşbütünleşmenin tespit edilmiş olması uzun dönemde herhangi bir istikrarsızlık sorununun olmadığını göstermektedir. Oysa, M2Y modelinde eşbütünleşmenin bulunmaması uzun dönemde bir istikrarsızlığın varlığına işaret etmektedir. Bunu, M2Y geniş tanımlı para arzının faiz getirisi olan finansal aktifleri ve döviz tevdiat hesaplarını içermesine bağlamak mümkündür (M2Y=Dolaşımdaki Para+Vadesiz Mevduat+Vadeli Mevduat+Döviz Mevduatı). Türkiye gibi dışa açık bir ekonomide döviz kuruna ve faiz oranına duyarlı olan uluslararası finansal sermaye hareketleri meydana gelmekte; ekonominin kısa vadeli spekülatif (sıcak) para hareketlerine açık olması kurlarda ve faiz oranlarında istikrarsızlık yaratmaktadır. Türk mali sisteminde yüksek enflasyon sebebiyle yüksek seviyelerde seyreden faiz

oranlarının yabancı fonları cezbetmesi, bu cazibenin etkisiyle Türkiye'ye akan portföy sermayesi ve kredilerin Türkiye'de dövizi bollaştırarak TL'nin kurunu yapay olarak istikrara kavuşturması, yüksek faiz oranı ile istikrarlı kurun yabancı fon yöneticilerinin gözünde Türk mali aktiflerinin cazibesini daha da arttırması şeklinde gerçekleşen ve bu döngüyle kendi kendini besleyen bir süreç vardır. Bankacılık kesiminin yeterli döviz fazlasının olmadığı ve faiz-kur makasına dayalı spekülâtif nitelikli sermaye girişleri ile sürdürülen bu yapı, piyasalarda güvensizliğin yaygınlaştığı bir ortamda aniden panik havasına yol açarak Merkez Bankasının rezerv gücünü gösteren M2Y/MB Rezervleri oranını yükseltmektedir. Bu oranın yükselmesi Merkez Bankasının parasal yükümlülüklerinin görece artmış olduğunu ve bu artış karşısında finansal sistemin olası şoklara karşı daha savunmasız duruma düştüğünü ifade etmektedir. Bu süreç, yabancı fon yöneticilerinin devalüasyon kuşkusuna düşerek Türkiye'deki plasmanlarını tasfiye etmesi ve kredileri kesmesi ile sonuçlanabilmektedir. Nitekim, Türk mali piyasalarında M2Y/Rezervler oranı, 2000 yılı enflasyon düşürme programında yükselme eğilimine girmiş (2000'in ilk yarısında yüzde 4'ün üstünde) ve uluslararası kriz deneyimleri açısından tehlike sınırına yaklaşmıştır. Dolayısıyla, bu oranın yükselmesi likidite yükümlülük-rezerv dengesinin giderek bozulmasına neden olmuş ve yıl sonu itibariyle mali piyasaları daha kırılgan bir konuma sürüklemiştir. Ekonominin para ve sermaye piyasalarında süregelen kırılganlığın bir ifadesi olarak sergilenebilecek bu oran, Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu belirsizlik ve güvensizlik ortamının da bir yansıması olmaktadır. Türkiye'de yaşanan yüksek oranlı dolarizasyon nedeniyle, döviz hesaplarının da dahil olduğu M2Y'nin büyük ölçüde TCMB'nin kontrolünde olmayan döviz hesaplarından oluşması nedeniyle M2Y parasal büyüklüğü üzerine inşa edilecek bir para programı sorunlu olacaktır.

4.3.4. Hata Düzeltme Modeli (Error Correction Model-ECM)

Değişkenler eşbütünleşmişse eşbütünleşme regresyonundan elde edilen artıklar ECM modelini tahmin etmek için kullanılabilir. Eşbütünleştikleri rapor edilen değişkenler için tahmin edilen ECM modeli dinamik bir sistemdir; bu sistemdeki hata düzeltme terimi uzun dönem denge ilişkisinden sapmaları temsil eder ve farkı alınmış terimlerin geciktirilmiş değeri olarak ifade edilir.

M1 sistemi için analiz edilen değişkenler arasında eşbütünlük olduğu, değişkenlerin kısa dönem davranışları hata düzeltme modelleri çerçevesinde ele alınabilir. M2Y sistemi için eşbütünlük konusunda herhangi bir kanıt olmadığı için kısa dönemli dinamikleri incelemeye olanak verecek bir hata düzeltme modelinden yararlanmak mümkün değildir.

M1 reel para talebi için tahmin edilen ECM modelinin gösterimi şu şekildedir:

$$\Delta LM1r = \sum_{i=1}^{k-1} \beta_{1i} \Delta LM1r_{t-i} + \sum_{i=0}^{k-1} \beta_{2i} \Delta LTUK_{t-i} + \sum_{i=0}^{k-1} \beta_{3i} \Delta LFAIZ_{t-i} + \beta_4 e_{t-1} + \beta_5 e_{2t-1} + \beta_6 e_{3t-1} + \varepsilon_t$$

Burada Δ , her bir değişkenin birinci dereceden farklarını gösterir. Hata düzeltme terimleri ise (e_{it-1}) şeklinde ifade edilmiş olup, $i=1,2,3$ 'tür.

Yukarıdaki ECM modeline göre, ekonomik birimler kısa dönemde reel para taleplerini;

- (i) Bir dönem önce gerçekleşen reel para talebine,
- (ii) Aynı dönem tüketim harcamaları değişimine,
- (iii) Aynı dönem faiz oranları değişimine göre,
- (iv) Bir dönem önce gerçekleşen para talebi ile arzu edilen para talebi arasındaki farka göre belirlemektedir.

ECM tahmin sonuçları aşağıdaki eşitlikte verilmektedir:

$$\Delta LM1r = 0.03\Delta LM1r(-1) - 876.1\Delta LTUK - 0.0003\Delta LFAIZ - 4.62e_{t-1} + (1.52E)e_{2t-1} - 21.6e_{3t-1} - 56.2$$

Ekonomik birimler her dönem kısa dönem dengesizliğin yaklaşık yüzde 4'ünü düzeltmektedirler. Özellikle tüketim harcamaları üzerinden yapılan uyum daha hızlı bulunmuştur. Bu, tüketimden kaçınmanın Türkiye için çok yüksek olduğunu göstermektedir. Faiz oranları için çok düşük esneklik değeri bulunması da bunun bir göstergesidir. Ayrıca, kısa dönem tüketim harcamaları esnekliği uzun döneme göre

farklılık arzietmekte, bu ise büyük ölçüde uyum süreçlerinin gecikme yapılarının farklılıklarından kaynaklanmaktadır.

M1 reel para talebi, tüketim harcamaları ve faiz oranları arasında bir belirlenme ilişkisinin olması bizi bir kez de nedenselliğin yönünü araştırmak üzere Granger nedenselliğini test etmeye yöneltmiştir. M1 reel para talebi, tüketim harcamaları ve faiz oranları arasındaki nedenselliğin incelendiği denklemler ve bu denklemlere ilişkin artıkların (e_{it} , $i=1,2,3$) ADF test sonuçları Tablo 21’de verilmiştir.

Tablo 21. Hata Düzeltme Modellerinde Granger Nedensellik Testi Sonuçları ve Artıkların Durağanlığı

Bağımlı Değişken	Gecikme Uzunluğu	F1 Test	F2 Test	F3 Test	e_{it-1} ADF Testi
$\Delta LMIr_t$	1	0.47456 (0.49215)*	4.87486 (0.02905)	4.35986 (0.03883)	-6.5258**
$\Delta LTUK_t$	1	1.40163 (0.23866)	4.58618 (0.02905)	37.2554 (1.2E-08)	-4.2454**
$\Delta LFAIZ_t$	1	4.58618 (0.03414)	0.50708 (0.47771)	2.02234 (0.15749)	-6.2943**

* Parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. En uygun gecikme uzunluğu model seçim ölçütleri göz önüne alınarak seçilmiştir.

** 0.05 önem düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. 0.05 Kritik değer: -3.4461

Eşbütünleşik olduğu daha önceki aşamalarda ortaya çıkan zaman serileri arasındaki eşbütünleşme denkleminde elde edilen hata terimlerinin düzey değerlerinin $I(0)$ olması beklenmektedir. Beklendiği şekilde ADF test istatistikleri hata terimlerinin durağan olduğunu göstermiştir.

Granger nedensellik test sonuçları, bağımlı değişkenin gecikme derecesindeki değişikliklere duyarlıdır. Burada bir gecikme derecesi için her bir denklemin tümüyle anlamlı olup olmadığı F testiyle sınanmıştır. Sınamaya ilişkin denklemler aşağıda verilmiştir.

$$\Delta LMIr_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta LMIr_{t-1} + \beta_2 \Delta LTUK_t + \beta_3 \Delta LTUK_{t-1} + \beta_4 \Delta LFAIZ_t + \beta_5 \Delta LFAIZ_{t-1} + \beta_6 e_{t-1} + \varepsilon_{t1} \quad (1)$$

$$\Delta LTUK_t = \lambda_0 + \lambda_1 \Delta LTUK_{t-1} + \lambda_2 \Delta LMIr_t + \lambda_3 \Delta LMIr_{t-1} + \lambda_4 \Delta LFAIZ_t + \lambda_5 \Delta LFAIZ_{t-1} + \lambda_6 e_{2t-1} + \varepsilon_{t2} \quad (2)$$

$$\Delta LFAIZ_t = \delta_0 + \delta_1 \Delta LFAIZ_{t-1} + \delta_2 \Delta LMIr_t + \delta_3 \Delta LMIr_{t-1} + \delta_4 \Delta LTUK_t + \delta_5 \Delta LTUK_{t-1} + \delta_6 e_{3t-1} + \varepsilon_{t3} \quad (3)$$

F1, F2 ve F3 sırasıyla 1, 2, 3 no'lu denklemlerin tümüyle anlamlı olup olmadığını test eden F değerleridir. Hata terimleri denklemlerin tümünde anlamlıdır. Tüketim harcamaları denkleminde hata düzeltme terimi, reel para talebinin önemli ölçüde tüketimdeki değişmeye göre düzeltildiğini göstermektedir. Reel para talebi ile tüketim harcamaları arasındaki nedenselliğin yönü, tüketim harcamalarından reel para talebine doğru tek yönlü olarak bulunmuştur. Faiz oranları ile reel para talebi arasındaki ilişki çift yönlüdür ve her iki yönde birbirine yakın düzeyde nedensellik bulunmaktadır. Faiz oranları ile tüketim harcamaları arasındaki nedensellik ilişkisi de çift yönlü olmakla beraber, faiz oranlarının tüketim harcamaları üzerinde daha etkili olduğu görülmektedir. ECM modelinde tüketim harcamaları için bulunan yüksek esneklik değeri de bunu doğrulamaktadır.

Elde edilen sonuçlar, Türkiye'de uygulanması düşünülen enflasyon hedeflemesi rejimi açısından önem arz etmektedir. Enflasyonist bekleyişler para tutmanın önemli bir fırsat maliyeti olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu, gelişmekte olan ülkelerde bir finansman kalemi olarak kullanılagelen enflasyon vergisinin Türkiye özelinde artık etkili bir kalem olamayacağını göstermektedir. Ekonomik birimlerin enflasyonist bekleyişleri giderek enflasyon oranını tümüyle yakalamakta ve ekonomik birimler beklenen enflasyon oranına paralel olarak daha az para (TL) tutarak enflasyon vergisinden kurtulabilmektedirler. Bu sonuç kısa vadeli sermaye hareketlerinin serbest ve finansal derinleşmenin makul düzeylerde olduğu ekonomilerde, dış ve iç reel faiz arbitrajına bağlı olarak, ya yabancı para ikamesi ya da sermaye kaçıışı ile gündeme gelmektedir. Böyle bir yapıda, otoritelerin dövizini de içeren parasal büyüklükleri

hedeflemeleri mümkün olmamaktadır. Türkiye'de vatandaşın portföylerinde TL ile döviz varlıklarının bir arada bulunması ve bir ona bir buna geçilmesi, paranın dönüş hızını istikrarsız kıldığı gibi, Merkez Bankasının büyüklükleri, M1, M2 ve M2Y gibi parasal büyüklükler ile hedefler arasında bir ilişkinin kalıcı bir şekilde tespit edilmesini engellemektedir.

Buna göre, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi için kullanılabilir uygun parasal büyüklük yabancı parayı içermeyen M1 olarak tanımlanan parasal büyüklüktür. Türkiye'nin enflasyon hedeflemesine geçmesi halinde, para politikası aracı veya bir ara hedef olarak, M1 para tanımı M2Y para tanımına göre daha uygundur. M1 talebine ilişkin durağanlık parametreleri ise, istatistiki olarak geçerli olmasına rağmen, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere göre oldukça yüksek değerler taşımaktadır. Bu durum, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi rejimine geçmeye henüz hazır olmadığını göstermektedir.

SONUÇ

Günümüzde yaygın kabul gören ekonomik görüşlerden biri de tüm para politikalarının temel hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olduğudur. Bu yöndeki görüş birliğinin nedenlerinden en önemlisi, para politikasının ekonominin gerçek dinamiklerini yalnızca kısa vadede etkiliyor olmasıdır. Örneğin, genişletici bir para politikası kısa vadede işçilerin ve işverenlerin maaş ve fiyatlarında yeniden düzenlemelere başladıkları zamana kadar ekonomik aktiviteleri ve dolayısıyla istihdamı arttıracak yönde olmasına rağmen, bu yöndeki bir politikanın uzun vadedeki tek sonucunun daha yüksek enflasyon olduğu ve üretime hiçbir katma değer sağlamadığı bilinmektedir. Öte yandan, son zamanlarda yapılan bir çok araştırmanın enflasyon ve ekonomik büyüme arasında negatif korelasyon olduğunu göstermesi, para politikasının amaç edinmesi gereken en iyi hedefin fiyat istikrarını sağlaması olduğunu ortaya koymuştur. Enflasyonu kontrol altında tutmak amacıyla uygulanan istikrar programlarından biri de enflasyon hedeflemesi şeklinde adlandırılmaktadır.

Enflasyon hedefleme rejiminin popüler hale gelmesinin bir nedeni olarak, alternatif para politikalarının içerdiği dezavantajlardan muaf olması gösterilmektedir. Örneğin, para tabanı gibi parasal büyüklüklerin hedeflenmesi bir çok avantajlar içermesine rağmen, gerçekte avantajlı olabilmesi için belirlenen toplam parasal büyüklük ve nominal gelir arasında yüksek ve tahmin edilebilir bir korelasyon kurabilmeyi gerektirir. Para talebinde yaşanan genel istikrarsızlık nedeniyle para büyümesi ve enflasyon arasındaki istikrarsız ilişki, geçiş ekonomilerinde parasal büyüklüklerin hedef alınmasında ciddi bir engeldir. Öte yandan, genellikle küçük, açık ekonomilerde görülen sabit kur politikasının, merkez bankasının para politikası üzerindeki hakimiyetine son verdiği gibi iç ve dış şoklara yanıt vermesini engellediği de görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesi düşük enflasyonlu ülkelerde uygulanan ve para politikasını geleceğe yönelik enflasyon hedefiyle uyumlu ve fazla katı olmayan bir kurala bağlamayı amaçlayan bir para politikası yaklaşımıdır. Bu kural parasal otoritelere bir amaca ulaşmak için büyük takdir yetkisi tanırken, diğer amaçlar için hiçbir takdir

yetkisi vermez. Kur çıpasına dayalı politikalar gibi enflasyon hedeflemesi de geleceğe dönük bakış açısını vurgulayan bir yaklaşımdır. Enflasyon hedeflemesi prensipleri çerçevesinde para politikasının esas rolü ekonomi için nominal bir çıpa sağlaması olup, bu, ekonomideki diğer faktörler üzerinde bir ağırlık oluşturacak ve beklentileri şekillendirecektir. Enflasyon hedeflemesi sistemiyle birlikte ekonomideki aktörlerle kurulan iletişimin artması gerekmekte ve bunun da para politikasının şeffaflığını arttırması beklenmektedir. Tahmin sürecinde yapılan ve eleştirel değerlendirme süzgecinden geçen projeksiyon modelleri ile ulusal ekonomi istatistiklerinin şeffaflık prensibi çerçevesinde yayınlanması gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesini tam olarak anlayabilmek için hangi ülkelerde ve hangi şartlarda uygulandığına bakmak gerekmektedir. Yaklaşık 12 yıllık bir geçmişi olan ve 1990'ların ilk yarısında enflasyonu diğer gelişmiş ülkelere göre daha yüksek seyreden Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Avustralya, Finlandiya ve İspanya gibi gelişmiş ülkelerde uygulanan bu politika, 1990'lı yılların sonlarına doğru İsrail, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Meksika, Kolombiya, Brezilya, Güney Afrika, Şili ve son olarak da Tayland'da değişik yoğunlukta uygulamaya konulmuştur. Uygulamaya 1990'da başlayan Yeni Zelanda'da 2000 yılında enflasyon oranı başlangıç öncesi yıla göre yüzde 5.7'den yüzde 2.7'ye, Şili'de yüzde 26'dan yüzde 3.8'e, İsrail'de yüzde 19'dan yüzde 1.1'e, İspanya'da yüzde 4.7'den yüzde 3.4'e gelmiştir. Gelişmiş ülkeler enflasyon hedeflemesi ile para politikalarının çok daha şeffaf ve açık olmasını amaçlarken, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu düşürmek ilk ve en önemli hedef olarak görülmüştür. Aslında enflasyon hedeflemesine geçişte temel bir faktör olarak görülmemesine rağmen, programa başlamadan önce enflasyon seviyesinin makul düzeylerde olması programın başarıya ulaşmasında temel bir faktör olarak görülmektedir. Enflasyon hedeflemesine geçen ve hala uygulayan gelişmiş ülkelerin enflasyon oranlarının programa başlamadan önce yüzde 10'un altında olması, çok büyük enflasyon düşüşlerine söz verilmemesi nedeniyle programın güvenilirliğinin ve dolayısıyla da başarısının artmasında önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Ayrıca enflasyon hedeflemesine geçen gelişmekte olan ülkeler de öncelikle enflasyon oranlarını makul düzeylere indirmişlerdir. Enflasyon oranının yüzde 20'ler düzeyinde olduğu ülkelerde enflasyon hedeflemesine geçiş oldukça yavaş olmuştur. Dolayısıyla,

düşük enflasyon oranlarıyla başlamak programın başarı şansını arttırmasına rağmen, enflasyon hedeflemesine geçişte enflasyon oranının maksimum kaç olabileceği konusunda kesin bir veri bulunmamaktadır.

Şu anda bir çok gelişmiş ülkede uygulanmasına rağmen, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanıp uygulanamayacağı ve başarıya ulaşip ulaşmayacağı hala tam bir yanıt bulmuş değildir. Ancak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerden elde edilen tecrübeler, enflasyon hedeflemesi rejimine geçmeden önce bazı şartların yerine getirilmesinin gerektiğini göstermektedir. Bu şartlar; merkez bankalarının yalnızca fiyat istikrarını sağlamaya odaklanması ve başka hedefler belirlememesi, fiyat istikrarını başaracak ve sürdürecektir şekilde bağımsızlaştırılmaları, gelişmiş mali piyasaların olması, merkez bankalarının geçerli bir enflasyon modeli oluşturmaları ve enflasyonu doğru tahmin edebilmeleri olarak sıralanabilir. Gelişmekte olan ülkelerde belli bir büyüme oranının garanti altına alınması ve belli bir döviz kurunun tutturulması, istihdam düzeyi, ücretlerin genel seviyesi, finansal piyasaların istikrarı ya da uluslararası ticarete rekabetin artırılması gibi birden fazla hedefin ön planda yer alması, fiyat istikrarının para politikasının asıl hedefi olarak görülmesi konusunda tartışmalara neden olur. Gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının fiyat istikrarını nihai hedef görmelerinde ve imkanlarını bu yönde kullanmalarında büyük bir sorun olmamasına rağmen, gelişmekte olan ülkelerde bir çok neden merkez bankalarının sıkıntıya düşmesinde etken olabilmektedir. Bu sorunlar arasında; kamunun aşırı borçlarının finansmanı, hükümetin senyoraj gelirine yönelmesi, sermaye piyasalarındaki sorunlar ve bankacılığın kırılgan yapısı yer almaktadır. Bu ülkelerin çoğunda merkez bankasının para politikasını bağımsız bir şekilde kullanabilmesi, geniş tabanlı bir kamu kesimi reformu ile bankacılık ve finans sisteminin yeniden yapılandırılmasını gerektirmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda serbest fiyat uygulamalarının kısa geçmişi ve bu ekonomilerde gerçekleşen büyük yapısal değişiklikler nedeniyle fiyat seviyesi, para tabanı, ücret seviyesi, kur ve diğer ekonomik değişkenler arasında kesin bir ilişki kurulamaması gibi nedenlerle, geçerli bir enflasyon modeli oluşturmanın zorluğu yaşanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde geçmişin geleceğe yeterince ışık tutmaması enflasyon hedeflemesini zorlaştırmanın yanı sıra, parasal araçlar ve enflasyon arasında kuvvetli bir ilişkinin kurulamaması, hedeften

sapma riskini arttırmaktadır. Öte yandan, geçerli bir enflasyon tahmini yapılamaması, hedefin büyük ölçüde sapmasına neden olacağı için, programın hedefine ulaşmasında en büyük etken olan kredibilitenin de büyük ölçüde sarsılmasına neden olabilmektedir.

Enflasyon hedefleme rejimi uygulamaya karar verildiği zaman yerine getirilmesi gereken bir dizi önemli koşul vardır. Enflasyon hedeflemesi öncelikle fiyat istikrarının yeterince iyi bir şekilde tanımlanması, nitelendirilmesi ve uygun bir ölçüm yönteminin kullanılmasını gerektirir. Enflasyon ölçümünde en yaygın olarak kullanılan uygulama, Tüketici Fiyat Endeksini baz alan genel ya da çekirdek enflasyonun hesaplanmasıdır. İkinci bir şart ise, enflasyon hedefi olarak bir nokta hedefin mi yoksa bir aralığın mı seçileceğine, eğer bir aralık seçilecekse bu aralığın genişliğine karar verilmesidir. Geniş bir bant, merkez bankasının hedefine ulaşma ihtimalini güçlendirmesine rağmen, bu bandın çok geniş olması enflasyon hedefinde sapmalar olmasının yanında programa güveni de sarsabilir. Gerçek enflasyonun öngörülen dar bandın dışında bir değer alması güçlü bir ihtimal olması nedeniyle, Türkiye gibi enflasyonu tahmin etmenin ve hedeflemenin çok büyük belirsizlikler içerdiği gelişmekte olan piyasalarda tek bir enflasyon hedefi belirlemek, gerçek ve hedeflenen enflasyon arasındaki sapmayı tanımlaması nedeniyle tercih edilmelidir.

Enflasyon hedeflemesinin en önemli avantajlarından biri, merkez bankasının şeffaflığının ve kamuya iletişimin artmasını gerektiriyor olmasıdır. Geçmişte merkez bankaları oldukça gizli kurumlar olarak görülmelerine rağmen, enflasyon hedefleme programının popüleritesinin artması bu görünümün değişmesinde önemli rol oynamıştır. Enflasyon hedeflemesini seçen merkez bankaları bu güveni ve şeffaflığı sağlamak amacıyla enflasyon raporları açıklamak, merkez bankası yetkilileri tarafından programın kamuya anlatılması, makaleler yayınlamak gibi çeşitli yöntemler kullanmaktadır.

Merkez bankasının enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesinde ne derece etkili olacağı ve hedefe ulaşılmaması durumunda ne derece sorumlu tutulacağı belirlenmek zorundadır. Enflasyon hedeflemesi yapan ülkelerde merkez bankasının enflasyon hedefinin tutturulmasında hesapverebilirliği uygulamada farklılıklar göstermektedir. Örneğin, Yeni Zelanda'da Merkez Bankası Başkanı enflasyon hedefinin

tutturulmasından şahsen sorumlu olmakla beraber, başarısızlığın nedenlerini de açıklamakla yükümlüdür. Diğer ülkelerde de bu kadar katı kurallar olsa da merkez bankalarının devlete enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesinde resmen hesap vermek zorunda olmadığı, ancak kamuya gayri resmi olarak hesap vermek zorunda oldukları görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin temel özellikleri üzerinde fikir birliği var olmasına karşılık, uygulamanın detayları hakkındaki belirsizlik bu parasal rejimin başarısının ülkeden ülkeye farklı olabileceğini göstermektedir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi, ülke bazında seçilmesi gereken operasyonel özellikler konusunda karmaşık bir konu olarak kalmaktadır. Merkez bankası tepki fonksiyonunda, hedeflenecek enflasyon göstergesi, politika süresi, çıktı açıklarına verilecek ağırlık ve diğer değişkenlerin seçimi, karşılaşılan şokların tiplerini de içerecek şekilde, her ülkenin kendi özel karakteristiklerine önemli ölçüde bağlıdır.

Başarılı bir enflasyon hedeflemesi için, para politikasının, belirli bir kurala bağlanmasının yanı sıra dışsal nedenlerden kaynaklanabilecek gelişmelerin enflasyon üzerindeki etkisini en aza indirecek şekilde esnekliği de içinde barındırması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi bağlamında, döviz piyasasına yapılan müdahalelerde azalma ile birlikte, enflasyonist bekleyişleri etkileme yöntemlerinden birisi de kısa dönem faizleri etkin bir şekilde kullanmaktır.

Enflasyon hedeflemesinin mücadele etmesi gereken iki temel kısa dönem çelişki vardır. Birincisi, çıktı-enflasyon çelişkisi, diğeri, özellikle küçük açık ekonomilerde cari hesap davranışı üzerindeki etkileri nedeniyle politika yapıcılarını ilgilendiren döviz kuru-enflasyon çelişkisidir. Bunlardan ilki, diğer yasal para politikası amaçlarına ağırlık vermediği ve bu yüzden çıktıda arzu edilmeyen sonuçlara yol açabildiği için enflasyon hedeflemesine karşı eleştirilerden bir tanesidir. Merkez bankası enflasyonu dar bir aralıkta tutmaya çalışıyorsa, bu, çıktıda büyük dalgalanmalar maliyetine olacaktır. Fiyat ve üretim hareketleri arasında negatif ilişki veren ters fiyat şokları durumunda enflasyon hedeflemesi merkez bankasını arzu edilmeyen daraltıcı politikalara zorlayabilir. Aşırı katı enflasyon hedefleri belirlenmesi ve bunları

yakalamak için çok sıkı politikalar uygulanması halinde ekonominin yavaşlaması tehlikesi vardır. Bu durum, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejimine uygun olarak uzun dönemde yalnızca enflasyonu kontrol etmesi gerekirken, takdir yetkisini kısa dönem çelişkilerle mücadele etmek için kullanmasını gerektirebilir ve bu da enflasyon hedefinden sapmalarla sonuçlanabilir. Öte yandan, enflasyon hedefleyen bir merkez bankası çıktı hedeflerine ulaşmaktan çok daha fazla, enflasyon hedeflerine ulaşmadaki başarısıyla değerlendirilecektir. Bu çerçevede neden bazı yazarların esnek enflasyon hedeflemesini desteklediğini açıklamaktadır. Görüldüğü gibi, başlangıcından bugüne kadar çıktı istikrarını sağlamada başarılı olmasına rağmen, enflasyon hedeflemesinin getireceği maliyetler hala açıklığa kavuşmuş değildir. Enflasyon ve ekonomik aktivite arasındaki çelişkinin varlığı konusunda yapılan teorik çalışmaların oldukça sınırlı olduğu göz önüne alınırsa, daha derin ampirik analizlere ihtiyaç olduğu açıkça görülmektedir.

Döviz kuru-enflasyon çelişkisi ise, özellikle küçük-açık ekonomilerde, döviz kuru değişimlerinin enflasyon üzerindeki etkileri nedeniyle, merkez bankalarının büyük bir kaygısıdır. Enflasyon hedeflemesinin döviz kuru esnekliğine izin vermesi, ülkeleri finansal krizlere iten bir mekanizmanın başlangıcı olabilir. Kamuoyu ve politikacıların bu tür ekonomilerde enflasyon hedefine ulaşmak için merkez bankasının döviz kurunu baskı altında tutmaya yönelik politika izleyeceğine özellikle dikkat etmesi döviz kurunun enflasyon hedefinden önce gelen bir nominal çıpa haline dönüşmesi riski taşır. Döviz kuruna müdahale etme taahhüdü de spekülasyon atakları mümkün hale getirir. Spekülasyon atakları dışlamak için tek yol, merkez bankasının döviz piyasasına müdahale etmeyeceğine dair taahhüt içeren bir hedef seçmektir.

Enflasyon hedeflemesinin bir başka eleştirilen yönü, sadece teorik bir endişe ve uygulamada öneminin olmadığı belirtilmekle birlikte, likidite tuzağına yol açma olasılığıdır. Ekonomi resesyonda ise ve bu yüzden genişletici para politikası gerekiyorsa, açık piyasa tahvilleri nominal faiz oranları sıfırın altında olamayacağı için, merkez bankası likidite tuzağı ile karşılaşır ve faiz oranlarını indirerek durgunlukla mücadele etmede güçsüz kalabilir. Ayrıca, teorik açıdan bakıldığında, gelecek enflasyon tahminleri politika kuralına girdiğinde, enflasyon hedeflemesinin değişik

şekilleri tarafından yaratılan bir beklentiler tuzağı ve belirsizlik iddia edilebilir. Ancak, gözlenen ya da geçmiş enflasyondan daha çok gelecek enflasyona güçlü bir şekilde tepki veren politika kuralınca yol açılan belirsizlik, gerçek bir problemden çok teorik bir endişe gibi görünmektedir. İddia edilen bu tehlikeler enflasyon hedeflemesinin özel karakteristiği değildir, daha önemlisi, muhtemelen pratik önemi yoktur. Süregelen faiz oranı likidite tuzağı ile hareketsizse, para politikası döviz kuru kanalıyla dengeleyici etkileri hala çabalayabilir ve ilgili hedef değişken hala enflasyon oranı olabilir.

Programın teknik açıdan bir diğer güçlüğü de Merkez Bankasının piyasalara müdahaleleri ile bunların enflasyon oranına olacak etkilerinin açığa çıkması arasında yaşanacak sürecin uzunluğudur. Enflasyon oranının açıklanmasındaki gecikmeler Merkez Bankasının piyasalara yaptığı müdahalelerin sonuçlarını tam olarak algılamasını güçleştiren bir etkendir. Bu nedenle Merkez Bankasının piyasaları çok iyi takip ederek enflasyon beklentilerinin nabzını tutması önemlidir.

Konuya Türkiye açısından bakıldığında, TCMB'nin enflasyon hedeflemesine geçileceğini ve önümüzdeki dönemin bu uygulamaya geçiş periyodu olacağını açıklaması, bu politikanın, Türkiye'nin içinde bulunduğu koşullar göz önüne alındığında, uygun olup olmadığı ve zamanlama tartışmalarını da beraberinde getirmiştir. Enflasyon hedeflemesi düşüncesi dört yıldır ekonomi yönetiminin gündeminde olmasına rağmen, ön koşullar oluşmaması sebebiyle sürekli ertelenmiştir. Merkez Bankası Başkanı tarafından son yapılan açıklamalara göre, Türk ekonomisinde enflasyon hedeflemesine geçiş 2003 yılına ertelenmiştir. TCMB mevcut durumda parasal hedefleme yanında ileriye yönelik enflasyonist beklentileri şekillendirmek amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak gayriresmi biçimde, başka bir deyişle, örtülü enflasyon hedeflemesi uygulamaktadır. Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi yolunu seçtiği kesinleşirken, TCMB'nin etkin olarak resmi enflasyon hedeflemesine geçişi uygulayabilmesi için gerekli ön şartları da belirlemek gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesi programlarının yürürlüğe girdiği çoğu ülkede öncelikle merkez bankası yasası yeniden düzenlenerek bu kurumun tam bağımsız bir yapıya kavuşturulması ve siyasi tüm baskılardan kendini soyutlayabilecek şartlar altında

çalışmasına imkan verilmiştir. Bu şartların Türkiye'ye yansımalarından biri TCMB'nin Hazine açıklarını finanse etmeyip Net İç Varlıklarda büyümeye izin vermeme politikasını sürdürme şeklinde olmaktadır. 25.04.2001 tarihli 4651 sayılı yeni Merkez Bankası Yasası ile fiyat istikrarını sağlamak üzere TCMB'ye araç bağımsızlığı verilmiştir. Söz konusu yasal düzenleme pek çok hükümler içermektedir. Merkez Bankasının temel görevi olarak fiyat istikrarının tesis edilmesi; bu hedefin takibinde kaydedilen gelişmelerin resmi bir şekilde Hükümete raporlanması; görev sürelerinin sadece Merkez Bankası Başkanı ve Yönetim Kurulu üyeleri için değil, Başkan Yardımcıları için de sabit dönemler şeklinde belirlenmesi ve para politikasının planlanması ve uygulanmasında tavsiyelerde bulunacak olan Para Politikası Kurulunun kurulması bunlar arasında sayılabilir.

Enflasyon hedeflemesine geçiş dönemi olarak tanımlanabilecek bir dönem olan 2002 yılında, para politikasının etkinliğini ve şeffaflığını arttırmak TCMB'nin ana hedefleri içerisinde yer almaktadır. Bu bağlamda, yeni TCMB Yasası çerçevesinde Merkez Bankasının bağımsız denetime açıklığı; periyodik olarak Hükümeti para politikası uygulamaları hakkında bilgilendirmesi; yeni kurulan Para Politikası Kurulunun kararlarını açıklaması ve kamuoyunu ve piyasaları dönemsel olarak çıkaracağı raporlarla bilgilendirmesi, enflasyon hedeflemesine geçiş döneminin temel öğelerini oluşturacaktır.

Türkiye'de borç yükünün çok yüksek düzeylerde olması nedeniyle mali üstünlüğün etkisi oldukça yüksek boyutlardadır. Bu durum, TCMB'nin enflasyon hedeflemesi programına geçişte yeterince bağımsız hareket etmesini engelleyebileceği için, programın başarı ihtimalini zora sokabilir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesine geçmeden önce Merkez Bankasının finanse etmek zorunda olduğu kamu açığının azaltılması büyük önem taşımaktadır. Belirlenecek enflasyon hedeflerinin Merkez Bankası ile Hükümet arasında uzlaşarak oluşturulması ve Merkez Bankasının bu hedefe varmada kullanacağı yöntemler açısından tam bağımsız olması önemlidir.

Merkez Bankası tarafından kullanılacak parasal araçların etkin olabilmesi için para, sermaye ve döviz piyasalarının gelişmiş olması gerekmektedir. Bunun yanında

kamu kesimi açığının mali piyasalarda aşırı mali baskı yaratmaması gerekir. Türkiye’de mali piyasalar yeterince derin değildir. Bu durum, enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde uygulanmasını zorlaştıracak temel husustur. Türkiye’de bu piyasalarda gerekli istikrarın henüz sağlanamamış olması, enflasyon hedeflemesi rejiminin şu aşamada başarılı bir şekilde uygulanabilmesine yönelik kaygıların artmasına neden olmaktadır. Yüksek dış ticaret açığı, faiz yükü varken, ekonomide iktisadi aktörlerin Merkez Bankasının para sinyallerine cevap verme yeteneği son derece sınırlı iken enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşması çok anlamlı görünmemektedir.

Öte yandan, enflasyon hedeflemesinde kamuyla yeterince iletişim kurulması ve programa güvenin sağlanması, hedefin tutturulmasında otoritelerin yerine getirmesi gereken en önemli görev olarak görülmektedir. Üst üste iki kriz geçirmiş ve bu krizlerde başarısız bir performans sergilemiş olan para otoritesinin belirleyeceği hedeflerin beklentileri ne kadar etkileyeceği de soru işareti olarak durmaktadır. Hükümetin ve Merkez Bankasının kredibilitésinin iyi durumda olmaması ve bunun için makro ekonomik verilerin enflasyon hedeflemesine geçişi destekler seviyelerde olmadığı görülmektedir. Buradaki en önemli nokta bu hedefin gerçekçi bir biçimde belirlenip her şeyin mümkün olduğu kadar şeffaf biçimde kamuoyuna açıklanmasıdır.

Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için önemli bir koşul gerçekçi, enflasyon beklentilerinden uzak olmayan, tutturulabileceği düşünülen bir enflasyon hedefinin seçilmesidir. Halbuki, Türkiye’de şu anda enflasyon konusunda önemli belirsizlikler vardır. Enflasyon hedeflemesi için bir başka önemli koşul, parasal büyüklüklerin fiyatlarla aktarım-etkileşim mekanizmasını bilebilmektir. Şu anda bu mekanizmayı bilmek para talebini tahmin etmenin zorluğu nedeniyle mümkün görünmemektedir. Bankacılık siteminden gelecek parasallaşmanın derecesi de bilinmemektedir. Bir başka bilinmesi gereken unsur da, veri koşullarda döviz kuru artışının enflasyona yansıma derecesidir.

Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye’deki mevcut şartlar içinde başarılı olacağı konusunda şüpheler bulunmaktadır; enflasyon hedeflemesine başlanabilmesi ve başarılı olabilmesi uygun ekonomik ortam mevcut değildir.

Enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen ülkelerin deneyimlerinden görüldüğü gibi, bu rejime geçilebilmesi için öncelikle enflasyonun makul düzeylere düşürülmesi gerekmektedir. Çalışmanın üçüncü bölümünde 01.1990-12.2000 dönemi aylık verileriyle Johansen Eşbütünleşme Yöntemi ile yapılan ampirik çalışmada elde edilen sonuçlar da, Türkiye’de mevcut koşullarda bu sisteme geçişin özellikle yüksek enflasyon ortamında para talebinde yaşanan istikrarsızlık nedeniyle mümkün olmadığını ortaya koymuştur. Para talebindeki istikrarsızlık nedeniyle, parasal büyüklüklerden gelecek yanlış bilgilere dayalı enflasyon tahminleri güvenilir olmayacağından T.C. Merkez Bankasının hedeften sapma riski ortaya çıkacak, dolayısıyla Bankanın kredibilitesi zarar görecektir, bu da enflasyon hedeflemesi uygulamasının devamını engelleyecektir. Enflasyon hedeflemesinin dalgalı döviz kuru rejimi ile birlikte uygulanması gerektiği göz önüne alındığında, Türkiye’de yerli paraya güven sağlamanın önemi açıkça görülmektedir. Tersine para ikamesi sürecini başlatacak bir ekonomik ortam ve bu sürecin kendisi, döviz kurunda istikrar anlamına gelmektedir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin mevcut koşullarda uygulanamayacağı sonucuna varmış olmakla birlikte, uygulanması düşünülen enflasyon hedeflemesi rejiminde bir para politikası aracı veya bir ara hedef olarak, M2Y para arzına kıyasla M1 para arzının -ki bu çalışmada döviz ve faiz getirisi sağlayan finansal araçları içermemesi nedeniyle M1 para arzının istikrarlı para talebi sergilediği tespit edilmiştir- kullanılmasının daha uygun olacağı söylenebilir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Aktan, Coşkun Can; Utkulu, Utku; Togay, Selahattin (1998). **Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler**. 1.B., Eylül, İstanbul.
- Alıcı, Aslı Akgüç (1999). "Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi: Para Politikası Açısından Değerlendirme", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y.36, S.8, Ağustos.
- Alesina, Alberto; Summers, Lawrence H. (1993). "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comperative Evidence", **Journal of Money, Credit and Banking**, C.25, S.2, Mayıs, 151-162.
- Allen, A. W. (1997). **Inflation Targeting-The U.K. Experience**, in Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy, Bank of Canada Conference Proceedings, Ottawa içinde.
- Alparslan, Melike; Ataman Erdönmez, Pelin (2000). **Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği, Aralık,
<http://www.tbb.org.tr/turkce/Enflasyon%20Hedeflemesi.doc>, 12.01.2001.
- Archer, D. (1997). "The New Zeland Approach to Rules and Discretion in Monetary Policy", **Journal of Monetary Economics**, 39, 3-15.
- Arestis, Philip; Caporale, Guglielmo Maria; Cipollini, Andrea (2001). **Does Inflation Targeting Affect The Trade-Off Between Output Gap and Inflation Variability**. Centre for Monetary and Financial Economics, South Bank University London, April,
<http://www.sbu.ac.uk/cemfe/papers/TARGETINGFNL.PDF>, 15.03.2002.
- Ayaydın, Ahmet (1995). **Devlet Merkez Bankası İlişkileri**. İktisadi Araştırmalar Vakfı Semineri, İstanbul.
- Bernanke, Ben S.; Woodford, Michael (1997). "Inflation Forecasts and Monetary Policy", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.29, No.4, November.

- Bernanke, Ben S.; Mishkin, Frederick S. (1997). **Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?**, NBER Working Paper No: 5893, January.
- Berument, Hakan (1998). **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız?**, <http://www2.stas.net/ankahukuk/barument/merkez.html>, 09.02.2001.
- Bowen, Alex (1995). **Inflation Targeting in The United Kingdom**, Targeting Inflation içinde, ed. Andrew G. Haldane, Bank of England.
- Brash, Donald T. (1998). **Inflation Targeting in New Zeland: Experience and Practice**, Institute for International Economic Studies, Seminar Paper No: 641, Stockholm University, Sweeden, July, <http://www.iies.su.se/>, 19.06.2000.
- Briault, C.; Haldane, Andrew; King, M. (1996). **Independence and Accountability**, IMES Discussion Paper 96-E-17, March.
- Cecchetti, Stephen G. (1997). **Central Bank Policy Rules: Conceptual Issues and Practical Considerations**, NBER (National Bureau of Economic Research) Working Paper, No: 6306, December, <http://www.nber.org/papers/w6306>, 25.07.2000.
- Cihan, Cengiz; Malatyalı, Kamuran (1999). **Measuring Core Inflation in Turkey**, <http://www.epa.gen.tr>, 12.11.2000.
- Crawford, A. (1997). "Is The CPI Suitable Measure for Defining Price Stability", **Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy**, Bank of Canada Conference Proceedings, Ottawa içinde.
- Cukierman, Alex (1992). **"Central Bank Strategy, Credibility and Independence"**, MIT Press.
- _____ (1995). **Toward a Systematic Comparison Between Inflation Targets and Monetary Targets**, in L. Leiderman and L. Svensson (eds) **Inflation Targets**, (London: CEPR).

- _____ (1996). **Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe**. Working Paper No. 32, Center for Economic Research, Tilburg University.
- Cukierman, Alex; Sebastian, Edwards; Guido, Tabellini (1992). "Seigniorage and Political Instability", **American Economic Review**, Vol.82, No.3, June, 537-555.
- Çolak, Ömer Faruk (1999). "Finansal Serbestleşme Sürecinde Türk Bankacılık Sektörü ve 1980 Sonrası Gelişmeler", **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**, S.30, 21-25.
- Debelle, Guy (1997). **Inflation Targeting in Practice**, IMF Working Paper, WP/97/35.
- Debelle, Guy; Fischer, Stanley (1995). "How Independent Should a Central Bank Be?" Guidelines and Constraints Facing Monetary Policy Makers (Ed. J. Fuhrer), **Federal Reserve Bank of Boston Conference Series**, 38, Boston içinde.
- Debelle, Guy; Masson, Paul; Savastano, Miguel; Sharma, Sunil (1999). **Inflation Targeting as a Monetary Policy**, IMF Economic Issues No: 15, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues15/index.htm>, 23.06.2000.
- Dickey, D.; Jansen, D. W.; Thornton, D. L. (1991). "A Primer on Cointegration with an Application to Money and Income", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, 73, 2, 58-78.
- Doğan, Çetin (1998). "Fiyat İstikrarı Sorunu İçin Merkez Bankası Eksenli Çözüm Önerileri: Optimal Enflasyon Hedeflemesi, Döviz Kuru Rejimi ve Para Kurulu", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y.35, S.8, Ağustos.
- Engle, R. F.; Granger, C. W. J. (1987). "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", **Econometrica**, 55, March, 251-276.
- Erçel, Gazi (2000). **Yeni Rota: Enflasyon Hedeflemesi**.
<http://www.activefinanscom/activeline/sayi8/enflasyon.html>, 12.03.2001.

- Erdoğan, Funda (1997). "Para Politikası Teorisinde Yeni Gelişmeler", **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, C.15, S.1, 1-51.
- Fischer, Stanley (1996). "Central Banking: The Challenges Ahead Maintaining Price Stability", **Finance and Development**, Vol.33, December.
- Freedman, C. (2000). **The Canadian Experience with Targets for Reducing and Controlling Inflation**,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/freedmn2.htm>,
 24.10.2000
- Goldstein, Morris; Turner, Philip (1996). **Banking Crisis in Emerging Economies: Origins and Policy Options**, Bank for International Settlements Economic Papers No.46, September.
- Gramlich, Edward M. (2000). **Mr. Gramlich Focuses on Inflation Targeting**. January 13, <http://www.bis.org.tr/review/r000117b.pdf>, 10.03.2002.
- Haldane, A. G. (2000). **Ghostbusting: The UK Experience of Inflation Targeting**, Working Paper, Bank of England.
- Hazırolan, Ufuk. (1999). **Inflation Targeting: Japanese Case and Prospects for Turkey**. T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Araştırma ve İnceleme Dizisi 24, Aralık.
- Johansen, Soren (1988). "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", **Journal of Economic Dynamics and Control**, 12, June, 231-254.
- Johansen, Soren; Juselius, K. (1990). "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration - With Applications to the Demand for Money", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 52, May, 169-210.
- Kahn, G. A.; Parrish, K. (1998). "Conducting Monetary Policy with Inflation Targets" **Economic Review** , Federal Reserve Bank of Kansas City, Third Quarter, Vol.83, No.3, 5-32.

- Karapınar, Burak (2001). **Enflasyon Hedeflemesi Gelişen Ülkelerde Uygulanabilir mi?**, <http://www.yahogroups.com/group/ekonomistler>, Ağustos, 14.12.2001.
- Karasoy, Almıla; Saygılı, Mesut; Yalçın, Cihan (1998). **Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliğ No: 9801, Ankara, Mart.
- Kargın, Sertan (2001). **2002 Para Politikasının Ana Çerçevesi Belli Oldu**, http://www.garanti.com.tr/garanti_dergisi/aralık2001/ekonomi_haberleri.html, 23.01.2002.
- King, Mervyn (1997). "Changes in U.K. Monetary Policy: Rules and Discretion in Practise", **Journal of Monetary Economics**, Vol.39.
- Knight, R. Lindsay (1991). **Central Bank Independence in New Zeland**, Ed. Patrick Downes and Reza Vaez-Zadeh, *The Evolving Role of Central Banks*, Washington, D.C., IMF.
- Kumcu, Ercan (1998). **Avrupa Para Birliği'nde Ekonomik Politikalar ve Türkiye Üzerine Yansımaları**. TÜSİAD, Yayın No: TÜSİAD-T/98, 12-240, İstanbul.
- _____ (2001). **Bankacılık Sektörü**, <http://www.tusiad.org.tr/yayin/gorus/30/html/sec7.html>, 17.01.2001.
- Kumhoff, Michael (2001). **A Critical View of Inflation Targeting: Crises, Limited Sustainability and Aggregate Shocks**. Stanford University, http://www.bcentral.cl/books/v5/349_394Kumhoff.pdf, 28.02.2002.
- Kydland, Finn; Prescott, Edward (1997). "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", **Journal of Political Economy**, June, 473-492.
- Leiderman, Leonardo; Bar-Or, Hadas (2000). **Monetary Policy Rules and Transmission Mechanism Under Inflation Targeting in Israel**, Research Department, Bank of Israel, January 14, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets>, 23.10.2000.

- Leon, A. (2000). **Challenges Related with the Adoption of Inflation Targets in Mexico**, Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesi Konferansı, Ankara.
- Loayza, Norman; Soto, Raimundo (2001). **Ten Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges**. Central bank of Chile Working Papers, No: 131, November, <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doscrab.htm>, 28.02.2002.
- Malatyalı, N. Kamuran (1998). **Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**. DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ankara, Mart.
- Masson, Paul R.; Savastano, Miguel A.; Sharma, Sunil (1998). “Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries?”. **Finance and Development**, March.
- McCallum, Bennett T. (1996). **Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden and The United Kingdom and in General**, NBER Working Paper No: 5579.
- _____ (2001). **Inflation Targeting and The Liquidity Trap**, <http://www.bcentral.cl/books/v5/395438McCallum.pdf>, 28.02.2002.
- Melo, M.; Denizer, C. (1997). **Monetary Policy During Transition: An Overview**, January, <http://www.worldbank.org/html/decpublications/workpapers/wps.1706>, 23.08.2000.
- Mishkin, Frederic S. (1999). **International Experiences with Different Monetary Policy Regimes**, NBER Working Paper, No: 6965.
- Mishkin, Frederic S.; Posen, Adam S. (1997). “Inflation Targeting: Lessons from Four Countries”, **Economic Policy Review**, Vol:3, No:3, August, http://www.ny.frb.org/rmaghome/econ_pol/897fmis.htm, 12.08.2000.
- Mishkin, Frederic S.; Schmidt-Hebbel, Klaus (2001). **One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to**

Know?, NBER Working Paper No: 8397, July,
<http://www.nber.org/papers/w8397>, 28.12.2001.

Montiel, Peter J.; Ostry, Jonathan (1993). "Targeting The Real Exchange Rate in Developing Countries", **Finance and Development**, Vol.30, No.1, March.

Morande, F; Hebbel, K. (1999). **Monetary Policy and Inflation Targeting in Chile**, IMF Seminar Paper called Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and application to Emerging Market Economies.

Nicias, T. (2000). **The Brazilian Inflation Targeting Experience**, Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesi Konferansı, Ankara.

Oğuz, Hacer (1997). "Para Politikasının Ölçülmesinde Yeni Gelişmeler ve Türkiye İçin Para Politikası Endeksleri", **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, C.15, S.2, 33-60.

Oktar, Suat (1998a). **Enflasyon Hedeflemesi**. 1. B., Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.

_____ (1998b). "Para Politikasının Güvenilirliği ve Güvenilirliğin Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y.35, S.2, Şubat.

_____ (1999). "Kuramda ve Uygulamada Enflasyon Hedeflemesi: İngiltere Örneği", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y.36, S.4, Nisan.

_____ (2001). "Yeni Bir Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi (Inflation Targeting) Yaklaşımı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", **Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y.38, Nisan 2001, 5-28.

Özince, Ersin (2000). "**Düşük Enflasyon Ortamında Türk Bankacılık ve Finans Sistemi**" Konulu Panelin Açılış Konuşması,
[wysiwyg://23/http://www.tbb.org.tr/turkce/ersin_ozince.htm](http://www.tbb.org.tr/turkce/ersin_ozince.htm), 14.10.2001.

Özker, A. Niyazi (2000). **Enflasyonist Finansman Teorisi ve Türkiye**. 1.B., Şubat, İstanbul.

- Parasız, İker (1995). **Kriz Ekonomisi: Hiperenflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları**. Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Parkin, M. (1994). **The Case for Central Bank Independence**, The Theory of Inflation içinde, M. Parkin (ed.), Edward Elgar, London, 627-649.
- Parry, Robert T. (1992). "Low Inflation and Central Bank Independence", **Federal Reserve Bank of San Fransisco Weekly Letter**, No.92-96, July.
- Quirk, P. J. (1996). "Exchange Rate Regimes as Inflation Anchor", **Finance and Develpment**, March.
- Serdengeçti, Süreyya (2001). **2001 Yılı Para Politikası Raporu**, 15 Mayıs, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>, 17.05.2001.
- Svensson, Lars E. O. (1997a). **Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets**, NBER Working Paper No: 5797, October, <http://www.nber.org/papers/w5797>, 15.08.2000.
- _____ (1997b). **Inflation Targeting In An Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting**, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, November.
- _____ (1997c). "Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banks and Linear Inflation Contracts", **American Economic Review**, Vol.87, No.1, March, 98-114.
- _____ (1999a). Price Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.31, No.3, August, Part 1.
- _____ (1999b). **Price Stability As a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability**, NBER Working Paper No: 7276, <http://www.nber.org/papers/w7276>, 11.06.2000.

Swinburne, Mark; Branco, Marta Castello (1991). **Central Bank Independence and Central Bank Functions**, ed. Patrick Downes and Reza Vaez, zadeh, The Evolving Role of Central Banks, Washington, D.C., IMF.

Şen, Hüseyin (1999). “Merkez Bankası Bağımsızlığı”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y.36, S.2, Şubat.

Şıklar, İlyas (1999). **Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü**. Eskişehir Sanayi Odası, Yayın No: 27, 1. B. Eskişehir.

Timothy, D. Lane; Griffiths, Mark; Prati, Alessandro (1999). “Can Inflation Targeting Help Make The Monetary Policy Credible?”, **Finance and Development**, Vol.32, No:4, December.

Toprak, Metin (1996). **Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler 1980-1995**. Turhan Kitabevi Yayınları, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar: 1, Ankara.

Uygur, Ercan (1993). “Enflasyonun Aktörleri, Faktörleri ve Antienflasyonist Politikalar” **İşletme ve Finans Dergisi**, S.91, Ekim, 6-38.

Uysal, Cemal (1998). “İstikrar Peşinde”, **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**, S.21, 59-63.

Vegh, C. A. (1997). **Monetary Policy, Interest Rate Rules and Inflation Targets**, Paper Prepared for The Central Bank of Chile’s Conference on “Indexation, Inflation and Monetary Policy”, Department of Economics, University of California at L.A.

Walsh, Carl E. (1993). “Central Bank Strategies, Credibility and Independence”. **Journal of Monetary Economics**, November, 287-302.

Yalınpala, Jale (2001). **Senyoraj, Enflasyon Vergisi ve İç Borçlanma İlişkisi**, <http://www.idari.cu.edu.tr/dergi/jale.pdf>, 06.02.2001.

EK

obs	M1	M2Y	TUFE	TUK	FAIZ
1990:01	18360.72	60583.86	362.0000	16802.59	0.570000
1990:02	18571.19	61832.75	378.0000	15176.53	0.567000
1990:03	19520.40	64062.80	397.6000	16802.59	0.567000
1990:04	21771.52	67293.70	424.0000	20350.48	0.568000
1990:05	21514.24	68441.26	437.3000	21028.83	0.569000
1990:06	24653.60	72700.70	443.6000	20350.48	0.568000
1990:07	24611.07	74069.05	439.5000	25979.65	0.569000
1990:08	26239.80	77358.30	450.7000	25979.65	0.569000
1990:09	26843.00	79250.60	489.9000	25141.60	0.570000
1990:10	26503.64	82759.88	523.4000	27613.59	0.579000
1990:11	26390.40	85629.00	549.6000	26722.83	0.602000
1990:12	29511.24	89632.22	559.2000	27613.59	0.594000
1991:01	29292.17	89180.68	586.4000	26328.37	0.598000
1991:02	29418.56	94451.35	618.2000	23780.46	0.612000
1991:03	28570.00	97019.50	645.2000	26328.37	0.644000
1991:04	29134.04	100234.6	687.5000	30824.64	0.645000
1991:05	30089.80	106537.8	710.4000	31852.13	0.660000
1991:06	33418.40	113321.6	731.4000	30824.64	0.619000
1991:07	33786.30	118538.1	741.0000	43803.94	0.625000
1991:08	35820.90	126369.3	770.5000	43803.94	0.642000
1991:09	39269.45	136017.3	817.4000	42390.91	0.664000
1991:10	39577.13	144074.2	871.3000	45296.49	0.725000
1991:11	39038.50	150763.2	917.0000	43835.32	0.728000
1991:12	42558.31	162584.6	957.0000	45296.49	0.727000
1992:01	39672.50	170095.9	1046.700	45827.40	0.723000
1992:02	41904.20	181157.6	1099.400	42870.80	0.717000
1992:03	44478.66	190139.6	1152.900	45827.40	0.717000
1992:04	46962.38	201104.1	1196.200	52141.19	0.740000
1992:05	46806.30	212790.9	1206.700	53879.23	0.745000
1992:06	50488.13	223442.0	1212.600	52141.19	0.747000
1992:07	53932.50	236839.9	1228.600	71583.18	0.749000
1992:08	57683.16	251324.5	1275.500	71583.18	0.741000
1992:09	59891.34	263278.9	1370.500	69274.04	0.739000
1992:10	64226.40	271951.7	1474.100	77222.99	0.738000
1992:11	65611.08	279987.8	1546.000	74731.92	0.742000
1992:12	89087.79	305203.4	1588.300	77222.99	0.742000
1993:01	71080.20	309738.2	1672.300	77984.29	0.742000
1993:02	74830.60	329714.5	1738.800	70437.42	0.745000
1993:03	81518.88	352310.5	1821.700	77984.29	0.740000
1993:04	81397.00	362937.3	1901.600	95388.26	0.740000
1993:05	95462.80	377628.1	1991.400	98567.87	0.746000
1993:06	90018.51	386558.0	2027.900	95388.26	0.746000
1993:07	97982.30	403347.7	2126.900	134609.6	0.745000
1993:08	101130.8	425113.2	2183.700	134609.6	0.746000
1993:09	106983.9	451386.4	2305.800	130267.4	0.745000
1993:10	112558.8	474155.3	2464.700	140980.7	0.746000
1993:11	110619.9	492008.7	2622.300	136432.9	0.747000
1993:12	132307.8	544931.9	2717.200	140980.6	0.747000
1994:01	108864.3	592207.0	2837.000	138925.2	0.781000
1994:02	112599.4	598548.5	3007.500	125480.8	0.950000
1994:03	106858.6	597149.8	3163.300	138925.2	0.969000
1994:04	127605.0	763273.0	3944.800	182772.9	1.172000
1994:05	140674.8	808438.1	4337.400	188865.3	1.213000
1994:06	153707.7	868455.1	4377.000	182772.9	1.253000

obs	M1	M2Y	TUFE	TUK	FAIZ
1994:07	179751.0	970860.0	4452.600	248094.0	1.161000
1994:08	196307.7	1029814.	4543.100	248094.0	0.969000
1994:09	205485.0	1068118.	4868.300	240091.0	0.981000
1994:10	208518.5	1131206.	5330.400	293656.8	0.961000
1994:11	208310.3	1169240.	5761.900	284184.0	0.953000
1994:12	238981.0	1271201.	6127.000	293656.8	0.956000
1995:01	206362.0	1316354.	6542.100	343772.8	1.009000
1995:02	250251.5	1428254.	6918.100	310504.4	1.007000
1995:03	234180.0	1499007.	7201.800	343772.8	0.960000
1995:04	281518.0	1606402.	7665.500	395911.9	0.915000
1995:05	287985.4	1657466.	7911.200	409109.0	0.908000
1995:06	314250.0	1755311.	8069.900	395911.9	0.911000
1995:07	333565.0	1866757.	8304.700	548139.3	0.868000
1995:08	366660.8	1991442.	8625.300	548139.3	0.864000
1995:09	372786.0	2065735.	9311.400	530457.4	0.865000
1995:10	365377.3	2110438.	10036.10	549975.0	0.866000
1995:11	378409.5	2298020.	10592.00	532233.9	0.903000
1995:12	396047.0	2625517.	10962.30	549975.0	0.923000
1996:01	357180.0	2413641.	11810.90	596434.5	0.932000
1996:02	425081.0	2595343.	12272.50	557954.8	0.937000
1996:03	418167.0	2744470.	12879.70	596434.5	0.927000
1996:04	520343.0	3007039.	13770.10	713663.5	0.918000
1996:05	467151.0	3126410.	14423.80	737452.3	0.916000
1996:06	505659.0	3335120.	14721.80	713663.5	0.916000
1996:07	537097.0	3546626.	14926.80	1009806.	0.925000
1996:08	593711.0	3893320.	15630.00	1009806.	0.928000
1996:09	632187.0	4157604.	16643.20	977231.5	0.932000
1996:10	639566.0	4448362.	17925.50	1019378.	0.930000
1996:11	708526.0	4727505.	18897.50	986494.7	0.937000
1996:12	896855.0	5373709.	19344.80	1019378.	0.938000
1997:01	815665.0	5489592.	20404.10	1123056.	0.913000
1997:02	929131.0	5767873.	21603.20	1014374.	0.903000
1997:03	1009601.	6102709.	22818.40	1123056.	0.901000
1997:04	1076493.	6348001.	24586.00	1406901.	0.900000
1997:05	1033128.	6590666.	25614.00	1453798.	0.900000
1997:06	1108390.	7035571.	26192.90	1406901.	0.905000
1997:07	1109892.	7499842.	27535.30	1993258.	0.926000
1997:08	1103987.	7876131.	29129.30	1993258.	0.962000
1997:09	1229005.	8382961.	31381.80	1928959.	0.962000
1997:10	1272395.	9012642.	34412.70	2080887.	0.961000
1997:11	1206909.	9372563.	36779.30	2017616.	0.965000
1997:12	1581210.	10664059	38535.80	2080887.	0.966000
1998:01	1502892.	10912098	41133.90	2342476.	0.964000
1998:02	1444810.	11265063	43077.20	2115785.	0.960000
1998:03	1585587.	11930219	44789.10	2342476.	0.966000
1998:04	1690245.	13085961	47183.50	2706710.	0.961000
1998:05	1637776.	13688460	48689.80	2796934.	0.957000
1998:06	1911074.	14858313	49291.20	2706710.	0.926000
1998:07	2108371.	15807744	50882.10	3623048.	0.838000
1998:08	2222980.	16174516	52818.50	3623048.	0.871000
1998:09	2338540.	18818555	56558.40	3506176.	0.915000
1998:10	2230306.	17947410	60194.70	3490597.	0.931000
1998:11	2252152.	18599275	62888.90	3377997.	0.948000
1998:12	2562478.	20212650	64913.50	3490597.	0.948000

obs	M1	M2Y	TUFE	TUK	FAIZ
1999:01	2385855.	20713650	67753.90	3456690.	0.946000
1999:02	2388919.	21586413	69744.50	3122172.	0.927000
1999:03	3088238.	23203338	72406.90	3456690.	0.907000
1999:04	2679753.	24199632	76128.30	4194230.	0.905000
1999:05	2666078.	25523229	78455.00	4334038.	0.910000
1999:06	2890652.	27402177	80910.50	4194230.	0.917000
1999:07	2993261.	28709935	83673.50	5614291.	0.917000
1999:08	3390618.	30433347	87090.30	5614291.	0.922000
1999:09	3358760.	32404614	92372.70	5433185.	0.881000
1999:10	3360289.	34702265	98284.70	5562458.	0.838000
1999:11	3393561.	36935044	102385.8	5383024.	0.722000
1999:12	4272018.	40153556	108380.8	5562458.	0.467000
2000:01	4166620.	41314111	113290.6	5750207.	0.374000
2000:02	4335013.	41706279	117305.7	5379226.	0.389000
2000:03	4499352.	42957611	120571.3	5750207.	0.374000
2000:04	4634177.	44530733	123662.1	7009039.	0.386000
2000:05	5042605.	45733627	126626.7	7242674.	0.360000
2000:06	5317891.	47430553	127433.4	7009039.	0.369000
2000:07	5994109.	50175420	130248.1	8949650.	0.351000
2000:08	5892416.	50466718	133054.8	8949650.	0.321000
2000:09	6038584.	52046737	137246.8	8660951.	0.402000
2000:10	6132210.	53269306	141834.6	8180288.	0.397000
2000:11	6084941.	54060947	147340.4	7916408.	0.401000
2000:12	6746482.	56046300	151026.2	8180288.	0.456000